

**PENGARUH *FREE CASH FLOW*, *MANAGERIAL OWNERSHIP*, *FIRM SIZE* DAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* TERHADAP
KEBIJAKAN DIVIDEN PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

Cynthia Sari Dewi

email: cynthia.sari@umn.ac.id

Fakultas Bisnis, Universitas Multimedia Nusantara

ABSTRAK

Kebijakan dividen adalah keputusan tentang apakah laba akan dibagikan kepada pemegang saham atau laba akan ditahan untuk reinvestasi perusahaan. Kebijakan dividen ini sangat penting untuk dioptimalkan, karena terdapat kesulitan dalam menentukan alokasi yang tepat dari keuntungan yang dihasilkan oleh perusahaan. Tujuan utama dari artikel ini adalah untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Analisis empiris telah dilakukan pada panel data dari 15 perusahaan manufaktur di Indonesia selama periode 2014 - 2016. Adjusted R square sebesar 0,266 berarti bahwa kebijakan dividen 26,6% dapat dijelaskan oleh variabel bebas arus kas bebas, ukuran perusahaan, kepemilikan manajerial dan investasi set kesempatan sedangkan 73,4% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam penelitian ini. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada tingkat signifikansi 5%. Meskipun arus kas bebas dan waktu investasi tidak mempengaruhi kebijakan dividen. Temuan ini memberikan wawasan dan saran yang berguna bagi manajemen perusahaan dan investor untuk menentukan kebijakan dividen.

Kata kunci: Kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan, arus kas bebas, penetapan kesempatan investasi dan kebijakan Dividen

ABSTRACT

Dividend policy is a decision about whether profits will be distributed to shareholders or earnings will be retained for corporate reinvestment. This dividend policy is very important to be optimized, because there are difficulties in deciding the appropriate allocation of profits generated by the company. The main purpose of this article is to find out the factors that influence dividend policy. Empirical analysis has been conducted on panel data from 15 manufacturing companies in Indonesia for the period 2014 - 2016. Adjusted R square of 0.266 means that 26.6% dividend policy can be explained by the independent variables free cash flow, firm size, managerial ownership and investment opportunity set while 73.4% is explained by other variables not included in this study. The results show that Managerial ownership, firm size has an influence on dividend policy at the level of significance of 5%. Although free cash flow and investment opportunity set does not affect dividend policy. These findings provide insights and suggestions that are useful for company management and investor to determine dividend policy.

Keywords: *Managerial ownership, firm size, free cash flow, investment opportunity set and Dividend policy*

PENDAHULUAN

Masuknya *coronavirus disease* 2019 atau covid-19 membawa efek besar terhadap perekonomian Indonesia termasuk aktifitas di bursa saham Indonesia. Akhir tahun 2020, IHSG ditutup dengan kekecewaan yaitu dibawah 6.000 atau turun sebesar 57,10 poin. Akan tetapi selama di tahun 2020, sektor manufaktur mencatat bahwa sector ini meningkatkan ekspektasi ekspor komoditas dan industri dasar, yang berarti sektor manufaktur sudah mulai bangkit kembali. Perkembangan industri 4.0 dalam perusahaan manufaktur tentunya membutuhkan penambahan modal untuk mewujudkan perubahan teknologi agar perusahaan dapat bersaing dengan perusahaan asing. Dalam penambahan dana perusahaan bisa mendapatkannya dari internal yaitu *retained earnings* dan eksternal dimana resiko yang lebih disukai perusahaan adalah dengan menambah dana dari investor (Riyanto, 2015). Perusahaan harus menjual nilai perusahaan yang baik ke investor agar mudah mendapatkan dana dari eksternal, salah satu nilai perusahaan yang dilihat calon investor adalah aktivitas yang menghasilkan laba besar. Sehingga diharapkan aktivitas industri bisa meningkatkan kepercayaan investor untuk terus berinvestasi (Daromes dan Jao, 2020).

Pembagian dividen merupakan faktor yang dapat memperkuat kepercayaan investor terhadap suatu perusahaan, karena jika jumlah dividen yang dibagikan semakin banyak dan *payout ratio* semakin baik, maka akan menambah potensi investor lain yang akan menginvestasikan dananya ke perusahaan tersebut. Anam *et al* (2016) mengatakan bahwa jenis dividen yang paling umum dibagikan kepada investor adalah *cash dividend and share dividend*. Menurut Fahmi (2012) *cash dividend* merupakan pembagian dividen yang dibagikan dalam bentuk mata uang negara (tunai) pada jangka waktu yang disepakati dan dana yang dibagikan (dividen) tersebut berasal dari keuntungan bersih yang dihasilkan oleh perusahaan, sedangkan menurut Tandelilin (2010), *share dividend* adalah pembagian laba kepada investor (dividen) dalam bentuk saham perusahaan itu sendiri sehingga meningkatkan jumlah saham yang dimiliki investor.

Menurut Kamaludin (2012) meningkatnya harga saham akan berdampak pada semakin meningkatnya nilai perusahaan secara keseluruhan. Para investor tentunya ingin mendapatkan dividen yang tinggi, karena dengan nilai dividen yang besar artinya investor

dapat merasakan keuntungan yang besar dari penanaman modal dalam sebuah perusahaan. Pembagian dividen yang besar akan berdampak pada berkurangnya laba ditahan dalam perusahaan tersebut. Artinya, perusahaan akan mengalami kekurangan dana internal untuk diinvestasikan kepada operasional perusahaan guna untuk melakukan ekspansi dan hal tersebut akan berdampak pada penurunan saham.

Agency theory, yaitu konflik antara manajemen perusahaan dengan investor, dimana manajemen perusahaan menginginkan dana diinvestasikan kembali untuk operasional perusahaan, namun investor mengharapkan dana yang ada dalam perusahaan dapat disalurkan menjadi dividen (Labhane dan Das, 2015). Adanya *Free Cash Flow* yang tersedia di perusahaan sebaiknya digunakan untuk membagikan dividen untuk mengurangi investasi perusahaan yang tidak menguntungkan atau mengurangi biaya keagenan (Issa, 2015). *Managerial Ownership* juga dapat mengurangi biaya keagenan (*agency cost*) akibat adanya perbedaan kepentingan dari pihak manajemen dan pihak investor (Asiri *et al*, 2018). Mui dan Mustapha (2016) memiliki pemikiran bahwa perusahaan dalam ukuran yang besar biasanya dapat membayar dividen dalam jumlah besar, karena perusahaan tersebut sudah mapan dan memiliki arus kas yang tinggi. Menurut Weygandt *et al* (2013) besarnya asset dapat dijadikan sebagai modal utama yang dimiliki oleh perusahaan, karena nilai dari asset dapat digunakan untuk melakukan aktifitas dan kegiatan operasional perusahaan. Menurut Myers (1977) dalam Giriati (2016) *Investment Opportunity Set* dapat diartikan sebagai keputusan yang dibuat perusahaan terkait aktiva yang dimiliki saat ini (*asset in place*) dan aktiva yang akan dipilih dimasa depan berdasarkan *net present value* yang positif.

LANDASAN TEORI

Menurut Riyanto (2015) terdapat berbagai macam kebijakan dividen dalam perusahaan. Pertama adalah kebijakan dividen yang stabil ini akan memberikan kepercayaan bagi investor karena mempunyai prospek yang baik di masa yang akan datang. Kedua adalah dividen minimal ditambahkan dengan dividen tambahan. Ketiga adalah dividen per saham yang bergantung pada pendapatan yang diperolehnya setiap tahun sehingga pembagian akan berubah-ubah setiap tahunnya mengikuti kebijakan yang berlaku. Terakhir, penetapan kebijakan dividen yang fleksibel. Menurut Labhane dan Das (2015) keputusan dalam pemberian dividen merupakan keputusan pembiayaan yang dapat mempengaruhi kekayaan

dari pemegang saham dan kemampuan untuk mempertahankan retained earning serta kebijakan dividen merupakan banyaknya uang tunai yang akan dibagikan ke pemegang saham.

Menurut teori Modigliani dan Miller (1961), kebijakan dividen dalam suatu perusahaan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Asumsi yang dipaparkan dalam teori ini adalah investor rasional, pasar efisien, tidak ada pajak, tidak ada biaya kebangkrutan dan tidak ada agency cost. Pada intinya kebijakan investasi perusahaan tidak tergantung pada kebijakan dividen. Menurut Kalay (1982) investor menyukai hasil dividend tertentu, dimana investor yang mempunyai pajak penghasilan yang tinggi akan menyukai pembagian dividen yang rendah, namun investor yang memiliki pajak penghasilan yang rendah akan menyukai pembagian dividen yang tinggi.

Sedangkan menurut teori sinyal (signaling theory) dalam perusahaan pihak manajemen mengetahui segala informasi perusahaan secara langsung terkait keputusan investasi yang lebih tepat dimasa depan, pendapatan masa depan dan profitabilitas perusahaan daripada investor luar. Oleh karena itu manajer dapat memutuskan tingkat pembayaran dividen untuk menyampaikan informasi internal ini kepada pihak luar. Informasi asimetris ini menampilkan informasi mengenai dividen yang akan dibayarkan akan berbeda dari harapan investor terkait informasi tentang pendapatan masa depan (Bhattacharya, 1979). *Agency theory* menjelaskan bahwa adanya konflik antara kepentingan manajer dan pemegang saham. Para investor khawatir bahwa dana mereka akan digunakan para manajer untuk investasi yang tidak menguntungkan. Menurut Easterbrook (1984), menyatakan bahwa *agency cost* dapat dikurangi dengan pembayaran dividen, hal tersebut dapat mencerminkan bahwa manajer akan bertindak demi kepentingan perusahaan dan pemegang sahamnya.

Kebijakan dividen dalam penelitian ini diukur menggunakan dividend payout ratio (DPR) yang merupakan perbandingan antara total dividen yang dibayarkan dengan keuntungan setelah pajak (Labhane dan Das, 2015). Menurut Baroroh (2014) DPR adalah rasio yang menggambarkan besarnya persentase dividen yang dibagikan oleh perusahaan terhadap pendapatannya. Dalam perhitungan DPR terdapat dividen per share yang merupakan jumlah kas yang dibagikan selama periode tertentu atas saham yang beredar (Gitman dan Zutter, 2012).

Menurut Gitman & Zutter (2012) *free cash flow* merupakan arus kas yang dihasilkan dari operasi normal hingga menghasilkan dan menjual *output* barang atau jasa. Menurut Giriati (2016) *Free Cash Flow* digambarkan dengan rasio perbandingan antara *Free Cash Flow* dengan total *asset*, dimana semakin besar rasio *Free Cash Flow* dibandingkan dengan rasio total *asset* maka akan adanya pembagian dividen yang lebih besar juga. Perbedaan kepentingan antara investor dan manajemen umumnya terjadi pada penentuan kebijakan dividen akibat tersedianya *Free Cash Flow*. Dalam hasil penelitian Sakir dan Fadli (2014) yang menunjukkan hasil adanya pengaruh antara *Free Cash Flow* dan *Dividend Payout Ratio (DPR)*, dikarenakan hasil ini menyetujui *agency theory*, dimana kelebihan dana dalam perusahaan sebaiknya dikembalikan kepada para pemegang saham dalam bentuk pembayaran dividen, sehingga semakin besar dana yang tersedia di perusahaan, dapat menghasilkan dana yang akan dialokasikan untuk pembagian dividen.

Menurut Asiri *et al* (2018) *Managerial Ownership* merupakan besarnya bobot kepemilikan saham atas nama pihak manajemen perusahaan yang berpartisipasi dalam pengambilan keputusan, seperti dewan komisaris dan dewan direksi. Kepemilikan manajerial merupakan bagian dari strategi perusahaan agar dapat mengurangi biaya agensi (*agency cost*) jika porsi struktur kepemilikan dalam perusahaan meningkat. Dalam hasil penelitian Vo dan Nguyen (2014), Wasike *et al* (2017), dan Mardani *et al* (2018) membuktikan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara *Managerial Ownership* dan *Dividend Payout Ratio (DPR)*, dikarenakan hasil ini sejalan dengan penelitian Mardani *et al* (2018) yang menyatakan bahwa apabila tingkat kepemilikan saham oleh manajer semakin besar yang artinya manajer memiliki jumlah saham semakin tinggi merupakan bagian memotivasi manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan sehingga manajer akan lebih bertanggung jawab untuk memperkaya pemegang saham melalui pembagian dividen, sehingga *return* yang didapat pemegang saham dari dividen semakin besar.

Menurut Riyanto (2015) *Firm Size* dapat mengukur seberapa besar ukuran perusahaan berdasarkan total asset, total penjualan dan nilai ekuitas. Menurut Weygandt *et al* (2013) mengungkapkan bahwa modal utama yang dimiliki perusahaan untuk beraktifitas adalah aset sehingga aktifitas penjualan dan produksi yang dilakukan perusahaan untuk meningkatkan laba perusahaan akan semakin efisien karena bergantung kepada besarnya aset yang dimiliki. Perusahaan besar umumnya memiliki proporsi yang lebih tinggi dari pola kepemilikan saham institusional, sehingga akses perusahaan akan lebih mudah dalam

pasar modal, sehingga akan mengarahkan perusahaan untuk membayar dividen yang lebih tinggi (Labhane dan Das, 2015).

Menurut Menurut Myers (1977) dalam Giriati (2016) *Investment Opportunity Set* adalah prospek masa depan yang tumbuh dalam perusahaan akan tercermin dalam besarnya harga pasar perusahaan saat ini. Perusahaan yang terus berkembang akan memiliki nilai pasar yang lebih besar berbanding dengan aktiva riilnya (*assets in place*). *Investment Opportunity Set* diprosikan sebagai *Market to Book Value Ratio*. Menurut Labhane dan Das (2015) *Market to Book Value Ratio* merupakan perbandingan harga saham perusahaan di pasar dengan nilai buku dari saham tersebut. Dalam penelitian Gunawan dan Tobing (2018) adanya pengaruh yang signifikan antara *Investment Opportunity Set* dan kebijakan dividen (*DPR*) dikarenakan hasil tersebut mendukung pernyataan dari *signaling theory*, dimana pembayaran dividen berfungsi sebagai sebagai sinyal pasar yang diberikan kepada investor bahwa perusahaan memiliki prospek dan kinerja yang baik. Perusahaan tidak mungkin membayar dividen jika memiliki kinerja rendah dan kondisi keuangan buruk

H₁: Terdapat pengaruh yang signifikan antara Free cash flows dan kebijakan dividen

H₂: Managerial ownership berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen

H₃: Terdapat pengaruh signifikan antara Firm size dan kebijakan dividen

H₄: Investment opportunity set berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen

METODOLOGI

Objek penelitian adalah sector manufaktur dimana populasinya adalah perusahaan manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2016. Data yang digunakan adalah secondary data, berupa data keuangan yang diperoleh dari laporan keuangan yang ada diwebsite perusahaan dan idx.co.id. Dengan menggunakan metode judgmental sampling, berikut ini kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel:

Jumlah sampel yang digunakan berdasarkan kriteria

No	Kriteria	Perusahaan
1	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI	135
2	Laporan keuangan diterbitkan menggunakan mata uang rupiah	107
3	Laba yang dihasilkan positif	68
4	Perusahaan membagikan dividen	46

5	Tidak melakukan aksi korporasi berupa share split dan/atau share reverse	37
6	Memiliki saham manajerial	15
	Jumlah saham yang dapat digunakan	15

Sumber: Bursa Efek Indonesia (2019)

Berdasarkan kriteria yang telah disebutkan sebelumnya penelitian ini menggunakan 15 perusahaan manufaktur dari tahun 2014 hingga 2016. Dalam penelitian ini terdapat variabel dependen yaitu kebijakan dividen atau DPR dan variabel bebas yaitu free cash flow, managerial ownership, firm size dan investment opportunity set. Berikut ini merupakan definisi dan indikator dalam penelitian:

Tabel Operasional Variabel

No	Variabel	Definisi	Pengukuran
1	<i>Kebijakan dividen</i>	Pengukuran persentase pendapatan dalam perusahaan untuk membayar dividen	$DPR = \frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earning per share}}$ Ross, et al (2012)
2	<i>Free Cash Flow</i>	Arus kas yang tersedia bagi pemberi dana perusahaan, yaitu kreditor dan investor	$\text{Free Cash Flow (FCF)} = \text{Operating cash flow} - \text{capital expenditure}$ Guinan (2009)
3	<i>Managerial Ownership (MO)</i>	Persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen yang secara aktif berpartisipasi dalam pengambilan keputusan, seperti dewan komisaris dan direksi	$MO = \frac{\text{Number of share held by directors and member of board}}{\text{Total outstanding share}}$ Vo & Nguyen (2014)
4	<i>Firm Size (FS)</i>	Ukuran besar kecilnya sebuah perusahaan yang ditunjukkan atau dinilai oleh total <i>asset</i> , total penjualan, jumlah laba, beban pajak dan lain-lain	$FS = \ln(\text{Total asset})$ Mui & Mustapha (2016)
5	<i>Investment Opportunity Set (MTBV)</i>	suatu kombinasi antara aktiva yang dimiliki (<i>asset in place</i>) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan <i>net present value</i> yang positif	$MTBV = \frac{\text{Market value per share}}{\text{Book value per share}}$ Ross, et al (2012)

Sumber: Data diolah dari penelitian terdahulu (2019)

Penelitian ini menggunakan analisis deskriptif, kemudian melakukan uji asumsi klasik dan uji *goodness of fit*. Pengujian hipotesis yang dilakukan akan sesuai dengan kriteria keputusan dari Ghazali (2013). Metode yang digunakan dalam menguji hipotesis adalah analisis regresi berganda. Hal tersebut karena penelitian ini memiliki 1 variable dependen dan variable bebas yang lebih dari 1. Untuk mengetahui seberapa besar pengaruh free cash flow, firm size, managerial ownership, opportunity investment set terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur dengan model sebagai berikut:

Keterangan:

Y = Kebijakan dividend

α = konstanta

β_1 - β_4 = koefisien regresi X_1 - X_4

X_1 = Free cash flow

X_2 = Managerial ownership

X_3 = Firm size

X_4 = Investment Opportunity set

e = Standard error

HASIL PENELITIAN

Descriptive Statistic

Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Std. deviasi
DPR	0,0748	0,8623	0,4038	0,1993
FCF	-3458317	18486000	12880956	35108061
FS	26,32	33,20	29,38	1,93
MO	0,0000	0,3800	0,0485	0,1056
MTBV	0,0091	8,7854	2,1712	1,8608

Sumber: Hasil olah data SPSS (2019)

Data yang disajikan sebesar 45 data (sampel) dimana variabel penelitian adalah Dividend payout ratio (DPR), Free cash flow (FCF), Firm Size (FS), Managerial Ownership (MO) dan Investment Opportunity (MTBV). Dari keseluruhan data, ternyata perusahaan manufaktur memiliki rata-rata DPR sebesar 0,4038 yang artinya perusahaan memiliki kebijakan dalam untuk memberikan pendapatan kepada pemegang sahamnya sebesar

40,38% dan sisanya akan diputar kembali sebagai retained earning perusahaan. Nilai FCF menunjukkan mean sebesar Rp 12.880.956.400.000 yang artinya arus kas di perusahaan manufaktur masih ada kesempatan untuk ekspansi dan berkembang ke depannya. Berdasarkan ukuran perusahaan, rata-rata menunjukkan nilai sebesar 29,38 dimana menurut UU no 20 tahun 2008 menyatakan bahwa ukuran perusahaan besar adalah perusahaan yang memiliki aset diatas 10 miliar sehingga keseluruhan perusahaan manufaktur adalah perusahaan besar karena nilai minimum 26,32 memiliki aset sebesar Rp 268.891.042.610 (Duta Pertiwi Nusantara, 2014).

Variabel Managerial Ownership menunjukkan seberapa besar tingkat kepemilikan manajerial di perusahaan manufaktur. Perusahaan yang memiliki MO tertinggi adalah Wismilak Inti Makmur (2016) dimana kepemilikan manajerial sebesar 38% sedangkan rata-rata MO sangatlah kecil karena dibawah 5% yaitu sebesar 0,0485. Variabel Investment Opportunity set menunjukkan bahwa kesediaan investor untuk membayar saham berbanding nilai buku perusahaan. Rata-rata perusahaan memiliki angka 2,1712 dengan perusahaan yang memiliki MTBV tertinggi adalah Kalbe Farma, dimana investor bersedia membayar harga saham 8,7854 kali lebih mahal berbanding nilai bukunya.

Tabel Lolos Uji Asumsi Klasik

Uji Asumsi Klasik	Kriteria lolos uji	Hasil Penelitian
Normalitas	Sig. KS-Test > 0.05	Lolos (Sig. > 0.05)
Heteroscedasticitas	Plots menyebar	Lolos (plots menyebar tidak membentuk pola tertentu)
Autocorrelasi	$du < d < 4-du$ table du 1,720	Lolos ($d = 2.098$) $1.720 \leq 2.098 \leq 2.280$
Multicollinearity	Tolerance > 0,1 VIF < 10	Lolos (Tolerance and VIF sesuai kriteria)

Sumber: Hasil olah data SPSS (2019); Ghozali (2013)

Sebelum masuk ke uji regresi, penelitian ini sudah lolos uji asumsi klasik sesuai dengan tabel diatas dimana uji asumsi yang dilakukan adalah uji normalitas, heteroskedastisitas, autokorelasi dan multikolinearitas. Berikut ini model summary persamaan regresi:

Model Summary dan Anova

Model	R	R square	Adj. R square	Std error	F-test	Sig.
1	0,577	0,333	0,266	0,1707204	4,991	0,002

Dependent variable: DPR

Predictors: (Constant), FCF, MO, FS, MTBV

Sumber: Hasil olah data SPSS (2019)

Nilai koefisien korelasi (R) menunjukkan kekuatan hubungan variabel independen dengan variabel dependen. Nilai R sebesar 0,577 menjelaskan bahwa DPR memiliki korelasi positif yang kuat terhadap FCF, MO, FS dan MTBV. Adj. R square menunjukkan seberapa besar variabel bebas mempengaruhi variabel dependen, sehingga nilai 0,266 menyatakan bahwa variabel FCF, MO, FS dan MTBV dapat menjelaskan variabel DPR sebesar 26,6% dan 73,4% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diuji dalam penelitian ini.

Uji statistic F bertujuan untuk melihat apakah variabel bebas yang terdapat dalam model regresi memiliki pengaruh secara bersama-sama atau simultan terhadap variabel dependen. Dengan nilai sig 0,002 dibawah 0,05 maka penelitian ini disimpulkan FCF, MO, FS dan MTBV secara simultan memiliki pengaruh signifikan terhadap DPR. Uji ini juga menunjukkan bahwa fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai actual sudah tepat atau dinyatakan model fit.

Pengujian Hipotesis

Untuk menguji hipotesis maka penelitian menggunakan uji statistic t, sehingga berdasarkan hasil nilai t dan sig. dapat disimpulkan apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel independen terhadap variabel dependen. Berikut ini merupakan hasil uji statistic t:

Hasil Uji Statistik t

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		

(Constant)	-1.141	.525		-2.174	.036
FCF	1.004E-013	.000	.007	.041	.968
MO	.861	.254	.456	3.390	.002
FS	.051	.018	.494	2.785	.008
MTBV	.002	.015	.014	.103	.918

Sumber: Hasil olah data SPSS (2019)

Berdasarkan table diatas dapat disusun persamaan regresi sebagai berikut:

1. Konstanta memiliki nilai -1,141 menunjukkan bahwa jika variabel independen lain tidak ada maka nilai kebijakan dividen adalah -1,141
2. Nilai β_1 adalah 0,007 dan bersama variable free cash flow, sehingga jika nilai FCF meningkat 1% variabel dependen (DPR) akan meningkat 0,007 dengan asumsi variabel lain dianggap tetap
3. Nilai β_2 adalah 0,456 dan bersama variable manajerial ownership, sehingga jika nilai MO meningkat 1% maka DPR akan meningkat 0,456 dengan asumsi variabel lain dianggap tetap
4. Nilai β_3 adalah 0,494 dan bersama variable firm size, sehingga jika nilai FS meningkat 1% maka DPR akan meningkat 0,494 dengan asumsi variabel lain dianggap tetap
5. Nilai β_4 adalah 0,014 dan bersama variable investment opportunity set, sehingga jika nilai MTBV meningkat 1% maka DPR akan meningkat 0,014 dengan asumsi variabel lain dianggap tetap

PEMBAHASAN

Berdasarkan uji statistik t, hasil sig. akan dibandingkan dengan tingkat signifikansi 5%. H_0 ditolak karena sig FCF lebih kecil dari 5% yaitu 0,968 sehingga dapat disimpulkan bahwa free cash flow tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Hal ini berarti bahwa perusahaan akan tetap membagikan dividen walaupun free cash flow tidak mencukupi. Jika perusahaan ingin menambah kekayaan pemegang saham dan agar investor tetap melihat reputasi dan keadaan perusahaan dalam kondisi baik, maka perusahaan tetap akan membagikan dividen walaupun keadaan free cash flow tidak mencukupi. Dana yang dapat digunakan sebagai tambahan dana bisa berasal dari pihak

eksternal maupun internal [Rosdini, 2009; Arilaha, 2009]. Hasil penelitian sejalan dengan penelitian Sutrisno dan Kinayung (2017).

Hasil uji statistic t untuk managerial ownership diperoleh nilai sig yang lebih kecil dari 5% yaitu 0,002 sehingga dapat disimpulkan bahwa H_2 diterima. Hal ini berarti managerial ownership memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian sejalan dengan Vo dan Nguyen (2014) dan Mardani et al (2018). Semakin besar persentase kepemilikan manajerial akan memotivasi manajer sebagai pemegang saham untuk meningkatkan performa perusahaan dan lebih bertanggung jawab dalam meningkatkan kekayaan pemegang saham melalui peningkatan dari dividen, karena merasa menjadi pemilik perusahaan. Sehingga terdapat pengaruh yang signifikan antara managerial ownership dengan kebijakan dividen

Berdasarkan uji statistik t, diperoleh nilai sig yang lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,008 sehingga H_3 diterima. Dapat disimpulkan bahwa firm size memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen secara signifikan. Perusahaan dalam ukuran yang besar biasanya dapat membayar dividen dalam jumlah yang besar karena adanya peningkatan ukuran perusahaan. Hal ini akan menyiratkan bahwa perusahaan memiliki potensi peningkatan pangsa pasar dan akan memperoleh banyak keuntungan jika perusahaan membayar dividen kepada para pemegang saham. Sehingga perusahaan yang memiliki ukuran yang besar akan membayar dividen yang lebih besar juga [Mui dan Mustapha, 2016; Tahir dan Musthaq, 2016].

Hasil sig variable investment opportunity set adalah 0,918 dimana memiliki nilai yang lebih besar dari 5% sehingga H_4 ditolak. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan antara market to book value ratio terhadap DPR. Hasil sejalan dengan penelitian Ahmed et al (2016). Perusahaan yang memiliki tingkat kesempatan investasi yang tinggi (MTBV) akan memilih untuk membagikan dividen dalam jumlah yang besar agar tidak menyebabkan dana perusahaan menumpuk. Hal tersebut merupakan cara manajemen untuk menggambarkan kondisi perusahaan yang baik. Jika MTBV meningkat artinya harga saham mengalami kenaikan, hal ini akan menyebabkan apresiasi pasar yang disebabkan oleh gambaran perusahaan yang memiliki kinerja yang baik sehingga dapat meningkatkan pendapatan bersih perusahaan. Akan tetapi laba yang tinggi tidak mengidentifikasi bahwa dividen yang dibagikan ikut besar karena perusahaan yang sedang

membutuhkan dana untuk kegiatan operasional akan memilih untuk menahan laba sebagai retained earning agar dapat membiayai ekspansinya di masa mendatang.

SIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Berdasarkan hasil penelitian firm size dan managerial ownership memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Firm size akan menjadi pertimbangan untuk melihat kemampuan perusahaan, sehingga semakin besar ukuran perusahaan akan semakin besar juga dividen yang dibagikan. Managerial ownership yang merupakan besar kepemilikan saham manajerial. Pihak manajemen akan semakin merasa menjadi pemilik perusahaan dan berusaha untuk meningkatkan produktivitas perusahaan sehingga dividen yang dibagikan juga besar.

Sedangkan untuk variable free cash flow dan investment opportunity set tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Besarnya free cash flow tidak menghalangi perusahaan untuk membagikan dividen, karena memungkinkan perusahaan untuk menambah dana dari pihak eksternal maupun internal. Market to book value yang mengukur investment opportunity set tidak menjadi faktor penentu dalam pembagian dividen karena pasar yang tinggi menciptakan laba besar tetapi perusahaan juga dapat menggunakannya untuk melakukan ekspansi

Penelitian ini hanya menggunakan 4 variabel independen yaitu firm size, managerial ownership, free cash flow dan investment opportunity set sebagai faktor yang menentukan kebijakan dividen. Objek penelitian hanya tahun 2014-2016 untuk perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Untuk peneliti selanjutnya diharapkan dapat meneliti faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen dengan menambah variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini seperti institutional ownership dan turnover rasio. Selain itu objek penelitian berbeda dan periode yang lebih baru.

Penelitian ini dapat dijadikan acuan bagi manajemen perusahaan dan investor. Perusahaan dapat melibatkan kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan agar pihak manajemen dapat memutuskan kebijakan-kebijakan yang menguntungkan pemegang saham. Kemudian investor dapat menilai perusahaan dari total aset yang dimiliki dan managerial ownership untuk memutuskan investasi yang akan dipilih..

DAFTAR PUSTAKA

- Riyanto, B. (2015). *Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan Edisi Empat, Cetakan Keempat Belas*. Yogyakarta: BPF
- Daromes, F. E. & Jao, R. (2020). Peran Mediasi Kinerja Keuangan pada Hubungan Dewan Direksi dengan Reaksi Investor. *Jurnal Akuntansi*, 10 (1)
- Fahmi, I. (2012). *Analisis Kinerja Keuangan*. Bandung: Alfabeta
- Ghozali, I. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariat Dengan Program IBM SPSS 20*. Semarang: Universitas Diponegoro
- Kamaluddin. (2012). *Manajemen Keuangan: Konsep Dasar Dan Penerapannya*. Bandung: Mandar Maju
- Labhane, N. B. & Das, R. C. (2015). Determinants of Dividend Payout Ratio: Evidence from Indian Companies. *Business and Economic Research*, 5 (2): 217 – 241
- Issa, A. (2015). The Determinants of Dividend Policy: Evidence from Malaysian Firms. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6 (18): 69 – 86
- Asiri, F. M., T., Sutrisno, Andayani, W. (2018). The Influence of Ownership Structure and Company Characteristics of Dividend Policy with Sales Growth as Moderation Variable. *Southeast Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 15 (5): 248 – 256
- Mui, Y. T. & Mustapha, M. (2016). Determinants Of Dividend Payout Ratio: Evidence from Malaysian Public Listed Firms. *Journal Of Applied Environmental and Biological Sciences*, 6 (1): 48 – 54
- Weygandt, J. J., Kimmel, P. D. & Kieso, D. E. (2013). *Financial Accounting Ifrs*. Second Edition. United States of America: John Willey & Sons, Inc
- Miller, M. And Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, And the Valuation Of Shares. *Journal Of Business*, 34 (4): 411-33.
- Kalay, A. (1982). The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-Examination of Cientele Effect. *The Journal of Finance*, 37 (4): 1059-1070.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, And ‘The Bird in The Hand’ Fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10(1): 259-270.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review*, 650-659.
- Baroroh, N. (2014). Analisis Pengaruh Modal Intelektual Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 5(2), 172–182.
- Gitman, L. J. & Chad J. Z. (2015). *Principles of Managerial Finance 14th edition*. Prentice Hall.
- Sakir, A. & Fadli, M. (2014). Influence Of Managerial Ownership, Debt Policy, Profitability, Firm Size and Free Cash Flow on Dividend Policy. *Delhi Business Review* 15 (1): 15 – 22
- Vo, D. H. & Nguyen, V. T. (2014). Managerial Ownership, Leverage and Dividend Policy Empirical Evidence from Vietnam’s Listed Firms. *International Journal of Economics and Finance*, 6 (5): 274 – 284
- Wasike, C. N. (2017). Financial Regulation as Moderation Influence of Corporate Governance, Institutional Quality, Human Capital, and Finance
- Mardani, R.M. & Indrawati, N.K. (2018). Ownership Structure, Corporate Governance and Dividend Policy: Evidence from Indonesia. *The 2018 International Conference of Organizational Innovation*.

- Gunawan, F.S. & Tobing, W. R. L. (2018). The Effect of Profitability, Liquidity and Investment Opportunity on Dividend Policy. *Southeast Asia Journal of Contemporary Business, Economics and Law*, 15 (5): 189 – 195
- Rosdini, D. 2009. Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio. Research Day, Faculty of Economics-Padjajaran University, Bandung. Working Paper in Accounting and Finance.
- Arilaha, M. A. (2009). Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas, Likuiditas dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 13 (1)
- Sutrisno & Kinayung, Y. (2017). Analisis Pengaruh Biaya Agesi, Tahap Daur Hidup Perusahaan Dan Regulasi Terhadap Kebijakan Deviden. *Jurnal Iqtiaduna*, 3 (1): 29-45
- Tahir, M. & Mushtaq, M. (2016). Determinants Of Dividend Payout: Evidence from Listed Oil and Gas Companies of Pakistan. *Journal of Asian Finance Economics and Business*, 3 (4): 25-37
- Ahmed, S. A., Cruz, M., Go, D. S., Maliszewska, M. Osorio-Rodarte, I. (2016). How Significant Is Sub-Saharan Africa's Demographic Dividend for Its Future Growth and Property Reduction? *Review Of Development Economics*, 20 (4): 762-793.
- Giriati. (2016). Free Cash Flow, Dividend Policy, Invesment Opportunity Set, Opportunistic Behavior And Firm's Value. *Social And Behavioral Sciences*, 219: 248–254.
- Anam, B. S., Arfan, M., & Shabri, M. (2016). Pengaruh Profitabilitas dan Set Kesempatan Investasi Terhadap Dividend Tunai pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *Jurnal Magister Akuntansi*, 5(3): 20-29.
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi (1sted)*. Yogyakarta: Kanisius.