

Faktor determinan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di be

Irma Sari Permata

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Pancasila, Jl. Raya Lenteng Agung No.56-80, RT.1/RW.3, Srengseng Sawah, Jagakarsa, Jakarta Selatan, 12640, Indonesia.

Email: sari.permata11@univpancasila.ac.id

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menunjukkan bukti empiris mengenai pengaruh kepemilikan manajerial, free cash flow, ukuran perusahaan, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013 – 2017. Metode penelitian adalah penelitian eksplanatori (explanatory research). Sampel penelitian ini diambil secara purposive sampling dari populasi perusahaan manufaktur dengan memenuhi kriteria sampel sebanyak 11 perusahaan. Analisis yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian membuktikan bahwa kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen namun free cash flow dan profitabilitas tidak berhasil dibuktikan sebagai faktor determinan kebijakan dividen. Implikasi dari temuan ini para investor sebelum menanamkan dananya dapat mempertimbangkan persentase banyaknya saham yang dimiliki oleh manajer dari perusahaan tersebut, kesiapan destinasi wisata dilihat dari beberapa aspek utama pariwisata, yaitu dari sisi produk.

Kata Kunci: *Kepemilikan manajerial; arus kas bebas; ukuran perusahaan; profitabilitas; kebijakan dividen*

Factor determinants of dividend policy at manufacturing companies listed on the Indonesian stock exchange

Abstract

This study aims to show empirical evidence about the effect of managerial ownership, free cash flow, company size, and profitability on dividend policy in manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in the period 2013 - 2017. The research method is explanatory research. The research sample was taken by purposive sampling from the population of manufacturing companies by meeting the sample criteria of 11 companies. The analysis used is multiple linear regression analysis. The results of the study suggest that managerial ownership and firm size have a significant effect on dividend policy, but free cash flow and profitability have not been proven as determinants of dividend policy. The implications of these findings are investors before investing their funds can consider the percentage of the number of shares held by the manager of the company.

Keywords: *Managerial ownership; free cash flow; company size; profitability; dividend policy*

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen mempunyai dampak yang sangat penting baik bagi investor maupun bagi perusahaan yang akan membayar dividen. Pada umumnya para investor mengharapkan memperoleh imbalan atas investasi yang dilakukannya (investment returns) dalam bentuk dividen maupun penambahan modal (capital gain). Di lain pihak, perusahaan juga mengharapkan adanya pertumbuhan bisnis secara terus menerus dengan menggunakan laba sebagai sumber pendanaan internal dan sekaligus harus mampu memberikan kesejahteraan yang lebih besar kepada para pemegang sahamnya. Kebijakan dividen menjadi unik karena dividen sangat penting untuk memenuhi harapan para pemegang saham dan di sisi lain dividen juga sebagai sumber dana internal untuk mendukung pertumbuhan perusahaan.

Perusahaan membayar dividen untuk memberikan penghargaan kepada pemegang saham yang sudah ada dan juga untuk mendorong investor lain (new investors) untuk membeli saham baru dengan harga yang lebih tinggi. Investor memperhatikan dividen karena hanya melalui dividen investor menerima imbalan atas investasi yang dilakukannya atau hanya melalui prospek dividen investor mempunyai kesempatan untuk menjual sahamnya dengan harga yang lebih tinggi dimasa mendatang.

Kenyataannya, banyak perusahaan yang memperoleh laba di Indonesia tidak membayar dividen. Meningkatnya perusahaan yang tidak membayar dividen sangat jelas terlihat pada masa krisis, ini disebabkan karena beberapa perusahaan yang pailit dan jika memperoleh laba, perusahaan tidak membayar dividen untuk mengantisipasi situasi yang tidak diinginkan. Tetapi setelah masa krisis berlalu, sejalan dengan kenaikan pertumbuhan ekonomi Indonesia, perusahaan yang memperoleh laba semakin meningkat. Hal ini berdampak kepada peningkatan jumlah perusahaan yang memperoleh laba tidak diikuti oleh peningkatan jumlah perusahaan yang membayar dividen. Namun, sebaliknya kenaikan jumlah perusahaan yang memperoleh laba diikuti oleh kenaikan jumlah perusahaan yang tidak membayar dividen.

Data penelitian perusahaan manufaktur yang membayar dividen secara kontinue selama periode 2013-2017 hanya 49 dari 154 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hanya sekitar 30% saja perusahaan manufaktur yang secara kontinue yang membayarkannya kepada investor. Besar kecilnya kebijakan dividen tentu dipengaruhi oleh banyak faktor internal perusahaan, antara lain dari kepemilikan manajerial, free cash flow, ukuran perusahaan dan profitabilitas. Diduga faktor-faktor internal tersebut mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen yang akan diambil perusahaan. Hal ini yang mendorong peneliti untuk membuktikan secara empiris pengaruh dari kepemilikan manajerial, free cash flow, ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen.

Penelitian mengenai kebijakan dividen telah banyak dilakukan dan diantara penelitian tersebut menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Indriani et al. (2016) dan Sumanti dan Mangantar (2015) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan penelitian Hatta (2002) mengungkapkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian dapat dinyatakan bahwa pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen masih perlu dilakukan klarifikasi ulang. Selanjutnya, hasil penelitian mengenai free cash flow dengan kebijakan dividen di Indonesia dilakukan oleh Robi et al. (2015) yang menemukan bahwa free cash flow, memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen, demikian pula dengan penelitian Rosdini (2009) bahwa free cash flow berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun menurut Lopolusi (2013) free cash flow tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Ukuran Perusahaan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen (Lopolusi, 2013), Nurhayati (2013) menemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, berbeda dengan penelitian Sartika (2011) memberikan kesimpulan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Lebih lanjut, dalam kaitannya dengan profitabilitas, hasil penelitian Thaib (2015), Yuli (2015), dan Nurhayati (2013) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen, namun Sumanti dan Mangantar (2015) memberikan kesimpulan berbeda dimana profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian mengenai kesenjangan penelitian seperti yang sudah diuraikan tersebut, maka peneliti tertarik untuk meneliti lebih lanjut serta membuktikan secara empiris bahwa faktor-faktor internal tersebut dapat mempengaruhi kebijakan dividen.

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris mengenai pengaruh: (1) kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen; (2) free cash flow terhadap kebijakan dividen; (3) ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen; dan (4) profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini dapat memberikan informasi yang bermanfaat kepada investor untuk mengevaluasi kebijakan dividen perusahaan berdasarkan faktor fundamental perusahaan, khususnya sektor manufaktur.

Kebijakan Dividen: konsep dan Teori

Kebijakan dividen merupakan salah satu inti dari teori keuangan perusahaan dan merupakan salah satu topik yang masih banyak diperdebatkan pada literatur keuangan dan para peneliti. Isu tentang kebijakan dividen seringkali menjadi permasalahan yang tidak dapat terselesaikan karena sulitnya mengaplikasikan kebijakan dividen tersebut berkenaan dengan kebijakan perusahaan maupun regulasi yang ada (Naceur et. al., 2006).

Teori signaling dan kebijakan dividen menjelaskan dalam kondisi asymmetric information, peningkatan dividen akan meningkatkan nilai perusahaan dan memberikan informasi positif tentang masa depan perusahaan. Dividen didefinisikan sebagai pembayaran kembali investasi (return) kepada anggota pemegang saham sebagai bagian keuntungan yang diperoleh perusahaan. Teori sinyal dividen lebih lanjut menjelaskan pembayaran dividen dengan kelebihan aliran kas mampu mengurangi permasalahan keagenan pada perusahaan. Ketika perusahaan memperoleh surplus dana (keuntungan), maka keuntungan tersebut dapat digunakan untuk dua kepentingan yaitu investasi yang bertujuan untuk peningkatan kinerja operasional, dan dividen sebagai alat penyampaian informasi mengenai kinerja perusahaan untuk memperoleh kepercayaan pasar dan menarik minat investor baru untuk menanamkan investasinya dalam perusahaan (Bhattacharya, 1979; Howe dan Lin, 1982).

Kebijakan dividen (Dividen Payout) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir periode akan dibagikan kepada para pemegang saham atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang (Syamsuddin, 2000). Maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen merupakan keputusan dari manajemen perusahaan apakah keuntungan perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham atau akan ditahan sebagai laba ditahan guna meningkatkan nilai perusahaan.

Kepemilikan Manajerial dan kebijakan dividen

Kepemilikan manajerial adalah anggota internal seperti manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Dalam laporan keuangan, keadaan ini dapat dilihat dari shareholder yang memperlihatkan persentase kepemilikan saham. Kepemilikan manajerial terkait dengan agency theory, dimana hubungan antara manajer dan pemegang saham dinyatakan sebagai *agent* dan *principal*. Agent diberikan mandat oleh *principal* untuk menjalankan bisnis demi kepentingan *principal*. Dengan demikian, manajer dapat dianggap sebagai agent dan pemegang saham sebagai principal. Manajer diberikan keleluasaan untuk mengelola untuk memaksimalkan sumber daya perusahaan. Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk dipergunakan dalam kegiatan pembiayaan lainnya. Hubungan antara manajerial dan kebijakan dividen dibuktikan oleh Indriani et al. (2016) mengenai adanya pengaruh positif kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen di sektor manufaktur. Temuan tersebut juga didukung oleh Sumanti dan Mangantar (2015) yang berhasil membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen perusahaan sektor yang sama. Berdasarkan penjelasan tersebut maka hipotesis yang diajukan adalah:

H1: Kepemilikan Manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan Dividen

Free Cash Flow dan kebijakan dividen

Manajemen perusahaan didalam menjalankan kegiatan operasionalnya akan menggunakan sumber dana internal dalam pembiayaan operasional tersebut daripada menggunakan sumber dana eksternal. Hal tersebut dikarenakan jika menggunakan sumber dana eksternal maka perusahaan akan menghadapi risiko manajemen dari hutang yang memungkinkan akan menambah beban operasional perusahaan. Oleh karena itu manajemen dituntut untuk mampu mengoptimalkan sumber dana internal yang salah satunya adalah aliran kas. Dalam pandangan free cash flow hypothesis, ketika perusahaan memiliki kelebihan kas, maka yang dibutuhkan adalah mendanai proyek yang memiliki Net Present

Value (NPV) positif. Meski demikian, manajer mungkin lebih baik untuk mengembalikan kelebihan kas tersebut kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, dan oleh karenanya pemberian dividen dapat mengurangi agency cost. Hubungan antara free cash flow dengan kebijakan dividen antara lain dibuktikan oleh Robi et al. (2015); Arilaha (2009), dan Rosdini (2009) yang menemukan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

H2: Free cash flow berpengaruh signifikan terhadap kebijakan Dividen

Ukuran Perusahaan dan kebijakan dividen

Ukuran perusahaan didefinisikan sebagai tingkat kedewasaan perusahaan dalam kepemilikan aktiva. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin dewasa (mature) perusahaan tersebut yang ditunjukkan dengan tingkat aktiva yang tinggi dan kemudahan akses memperoleh modal dari pasar modal (Najjar, 2008). Ketika perusahaan semakin dewasa maka semakin tinggi pula tingkat *free cash flow* yang dapat digunakan untuk investasi dalam bentuk aktiva. Dengan demikian ketika perusahaan dipercaya pasar modal maka nilai perusahaan akan meningkat. Ukuran perusahaan menunjukkan suatu kondisi perusahaan dimana terdapat beberapa parameter yang dapat digunakan untuk menentukan ukuran suatu perusahaan. Proksi yang digunakan adalah UKUR (*log to total assets*). Proksi ini digunakan untuk mengendalikan peluang keuntungan potensial dari skala dan jangkauan ekonomi, kekuatan dan peluang pasar (Klein et al., 2005). Hubungan antara ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen telah banyak diteliti. Ukuran Perusahaan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen (Lopolusi, 2013). Meskipun sama-sama memberikan kesimpulan yang signifikan, hasil penelitian Nurhayati (2013) menemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H3: Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan Dividen

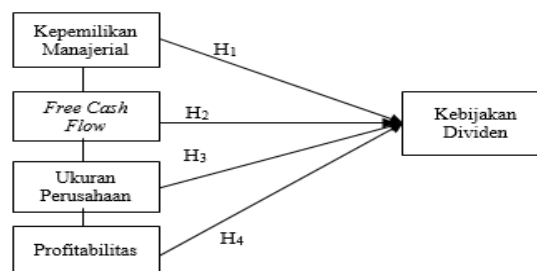
Profitabilitas dan kebijakan dividen

Profitabilitas adalah hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan dimana profitabilitas sebagai kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. (Brigham dan Houston, 2011). Untuk itu profitabilitas memberi peranan penting bagi perusahaan sebagai tolak ukur keefektifan pengelolaan perusahaan. Menurut Putu (2009) tingkat pertumbuhan perusahaan dapat dilihat dari peningkatan profitabilitas perusahaan disetiap tahunnya. Semakin besar peningkatan profitabilitas dalam suatu perusahaan maka tingkat pertumbuhan perusahaan akan meningkat pula. Profitabilitas dapat diukur dengan menggunakan rasio *Return on Assets*. Semakin besar laba yang dapat diraih perusahaan akan semakin besar dividen yang dibagikan. Dengan demikian semakin besar profitabilitas maka semakin hemat biaya modal, oleh karenanya kemungkinan untuk memberikan dividen semakin tinggi. Laba juga merupakan salah satu pertimbangan bagi para investor dalam keputusan investasi. Sejalan dengan asumsi tersebut, hasil penelitian Thaib (2015), Yuli (2015) dan Nurhayati (2013) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh secara positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Artinya semakin tinggi profitabilitas, maka semakin besar juga kemungkinan perusahaan untuk memberikan dividen kepada pemegang saham, sehingga hipotesis yang diajukan adalah:

H4: Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan Dividen

Berdasarkan asumsi bahwa faktor internal seperti kepemilikan manajerial dapat mempengaruhi kebijakan dividen (Indriani et al., 2016; Sumanti & Mangantar, 2015); free cash flow juga merupakan faktor penentu kebijakan dividen (Robi et al., 2015; Arilaha, 2009, Rosdini, 2009), ukuran perusahaan sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen Lopolusi, 2013; Nurhayati, 2013), dan profitabilitas yang dapat meningkatkan pengembalian dalam bentuk dividen (Thaib, 2015, Yuli, 2015; Nurhayati, 2013), maka penelitian ini juga mengajukan model yang menempatkan kepemilikan manajerial, *free cash flow*, ukuran perusahaan dan profitabilitas sebagai prediktor kebijakan dividen.

Berdasarkan dasar teoritis dan kajian empirik mengenai kebijakan dividen, kepemilikan manajerial, *free cash flow*, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan juga kajian penelitian-penelitian terdahulu maka berikut disajikan model penelitian empirik untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial, *free cash flow*, ukuran perusahaan, profitabilitas, terhadap kebijakan dividen. Sehingga model penelitian dapat diuraikan sebagai berikut:



Gambar 1. Model Penelitian

METODE

Desain Penelitian

Disain penelitian ini adalah studi pustaka dan jenis penelitian yang digunakan adalah penelitian eksplanatori (*explanatory research*) yaitu penelitian yang bertujuan untuk menguji suatu teori atau hipotesis guna memperkuat atau bahkan menolak teori atau hipotesis hasil penelitian yang sudah ada. Penelitian eksploratori ini bersifat mendasar dan bertujuan untuk memperoleh keterangan, informasi, data mengenai hal-hal yang belum diketahui. Hasil penelitian ini diharapkan mampu memberikan penjelasan yang akurat berkaitan dengan tujuan penelitian yang ingin dicapai.

Populasi dan Prosedur Pengambilan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 5 tahun yaitu dari tahun 2013 sampai dengan 2017. Penentuan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* berdasarkan ketentuan kriteria khusus yaitu 11 perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI.

Pengukuran (Operasionalisasi Variabel)

Variabel-variabel yang digunakan pada penelitian ini adalah:

Tabel 1. Operasionalisasi variabel

Variabel	Proxy	Rumus
Kebijakan dividen (Y)	DPR (Dividen Payout Ratio)	Dividen per lembar saham / laba per lembar saham
Kepemilikan manajerial (X1)	INSDR: besar kepemilikan saham oleh pihak direktur atau manajemen dan pihak komisaris ($\geq 25\%$)	Jumlah saham yang dimiliki INSDR / total saham
Free cash flow (X2)	RETA (Retained Earning to Assets)	Laba ditahan / total aktiva
Ukuran perusahaan (X3)	UKUR (Log To TA)	Log to total asset
Profitabilitas (X4)	ROA (Return on Assets)	EAT / total aset

Teknik Analisis

Penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan antara variabel kepemilikan manajerial, *free cash flow*, ukuran perusahaan, dan profitabilitas untuk perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia periode 2013-2017. Berdasarkan tujuan tersebut maka teknik analisis yang digunakan adalah regresi linier berganda (*multiple regression analysis*). Alasan dipilihnya model regresi linier berganda karena untuk menguji pengaruh beberapa variabel bebas terhadap variabel terikat. Teknik ini menggunakan hubungan historis antara independen dan variabel dependen untuk memprediksi nilai masa depan variabel dependen (Suryani dan Hendryadi, 2015). Model regresi yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + e$$

Keterangan:

Y : Kebijakan Dividen

a : Konstanta

- b : Koefisien arah regresi
X1 : Kepemilikan Manajerial
X2 : *Free Cash Flow*
X3 : Ukuran Perusahaan
X4 : Profitabilitas
e : Error term

HASIL DAN PEMBAHASAN

Tahap awal pengujian regresi linier berganda adalah melakukan pengujian asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, multikolinearitas, heterokedastisitas, serta autokorelasi. Data empiris yang digunakan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa model penelitian telah memenuhi seluruh asumsi sehingga interpretasi pada persamaan regresi dapat dilakukan.

Pengujian Hipotesis

Uji F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang digunakan dan dimasukkan ke dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel terikat. Dalam hal ini untuk mengetahui apakah variabel bebas berpengaruh secara signifikan atau tidak terhadap variabel terikat.

Tabel 2. Hasil Uji Regresi

Variabel	Koefisien	Uji t	Sig	VIF
Konstanta	-127,133	-2,805	,007	–
KM	-,295	-4,310	,000	1,139
RETA	-3,756	-1,736	,089	1,288
SIZE	6,502	3,970	,000	1,149
ROA	,088	,258	,797	1,051
Uji Normalitas	0,200			
Uji F	0,000			
<i>Adjusted R</i> ²	0,376			
Nilai DW	1,745			

Sumber: data diolah, 2018

Nilai signifikansi yang dihasilkan pada uji F adalah $0,000 < 0,050$ maka H_0 ditolak. Dari pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa variabel kepemilikan manajerial (X_1), *free cash flow* (X_2), ukuran perusahaan (X_3), profitabilitas (X_4) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat kebijakan dividen (Y).

Sedangkan pada pengujian secara parsial dihasilkan variabel X yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (variabel Y) yaitu variabel kepemilikan manajerial dengan nilai *p-value* $0,000 < 0,050$ dan variabel ukuran perusahaan dengan nilai *p-value* $0,000 < 0,050$. Sedangkan variabel *free cash flow* mempunyai nilai *p-value* sebesar $0,089 > 0,050$ dan variabel profitabilitas dengan nilai *p-value* $0,797 > 0,050$ yang menyatakan bahwa tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Model persamaan regresi berganda pada penelitian ini adalah:

$$Y = -127,133 - 0,295 X_1 - 3,756 X_2 + 6,502 X_3 + 0,088 X_4$$

Apabila kepemilikan manajerial, *free cash flow*, ukuran perusahaan, dan profitabilitas dianggap konstan atau nol, maka besarnya kebijakan dividen adalah -127,133. Setiap kenaikan sebesar satu satuan kepemilikan manajerial maka akan menurunkan kebijakan dividen sebesar 0,295 satuan. Setiap kenaikan sebesar satu satuan *free cash flow* maka akan menurunkan kebijakan dividen sebesar 3,756 satuan. Setiap kenaikan sebesar satu satuan ukuran perusahaan maka akan menaikkan kebijakan dividen sebesar 6,502 satuan. Dan Setiap kenaikan sebesar satu satuan profitabilitas maka akan menaikkan kebijakan dividen sebesar 0,088 satuan.

Hasil uji *adjusted R*² pada penelitian ini diperoleh nilai sebesar 0,376. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen (Kepemilikan Manajerial, *Free Cash Flow*, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas) dapat menjelaskan variasi dari variabel dependen (Kebijakan Dividen) sebesar 38%, sedangkan sisanya 62%, dijelaskan oleh faktor-faktor lain di luar model penelitian.

Kepemilikan manajerial terbukti berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dengan koefisien -0.295 ($\text{sig } 0.000 < 0.05$), dengan demikian H_1 dapat didukung. Nilai koefisien negatif ini mengindikasikan bahwa semakin besar kepemilikan manajerial maka akan menurunkan kebijakan dividen. Penelitian ini mendukung temuan Indriani et al. (2016), dan Sumanti dan Mangantar (2015) yang berhasil membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Meski demikian, arah hubungan yang negatif ini berbeda dengan temuan sebelumnya, dimana Indriani et al. (2016) dan Sumantri dan Mangantar (2015) menemukan efek positif kepemilikan manajerial pada kebijakan dividen.

Free cash flow tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini mendukung temuan Lopolusi (2013) yang juga menyimpulkan bahwa arus kas bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Arus kas bebas (*Free cash flow*) merupakan kas yang menganggur, yaitu sisa kas setelah digunakan untuk berbagai keperluan proyek yang telah direncanakan oleh perusahaan. Arus kas bebas terkadang dapat menjadi pemicu timbulnya perbedaan pandangan dan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Di satu sisi ketika arus kas bebas tersedia, manajer dapat diduga memiliki intensi yang besar untuk menggunakan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan atau akan menginvestasikan *free cash flow* dengan return yang kecil (Smith dan Kim, 1994 dalam Anjarsari, 2018). Dalam penelitian ini, *free cash flow* memiliki efek negative dan tidak signifikan. Artinya, semakin besar arus kas bebas maka semakin kecil dividen yang akan dibagikan. Meskipun tidak signifikan, paling tidak temuan ini mendukung asumsi bahwa besarnya *free cash flow* justru akan berdampak negative terhadap kebijakan dividen di perusahaan manufaktur.

Ukuran perusahaan terbukti berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Nilai koefisien diperoleh sebesar 6.502 ($\text{sig } 0.000 < 0.05$) sehingga H_3 berhasil didukung. Penelitian ini mendukung secara penuh penelitian Nurhayati (2013) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, dan berbeda dengan Lopolusi (2013) yang memberikan kesimpulan efek negatif ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka pengembalian investasi dalam bentuk dividen juga akan semakin tinggi.

Profitabilitas pada penelitian ini tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Temuan ini mematahkan argumentasi bahwa suatu badan usaha akan membagikan dividen apabila badan usaha tersebut memperoleh keuntungan sehingga semakin besar keuntungan yang diperoleh akan semakin besar pula dividen dibagikan. Temuan ini sejalan dengan Sumanti dan Mangantar (2015) memberikan kesimpulan berbeda dimana profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, dan berbeda dengan penelitian Thaib (2015), Yuli (2015), dan Nurhayati (2013) yang membuktikan sebaliknya. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan manufaktur selama periode penelitian ini lebih mengoptimalkan keuntungannya untuk meningkatkan kegiatan bisnisnya dibandingkan membagikan keuntungannya dalam bentuk dividen.

SIMPULAN

Penelitian ini berhasil membuktikan bahwa kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen namun *free cash flow* dan profitabilitas tidak berhasil dibuktikan sebagai faktor determinan kebijakan dividen. Implikasi dari temuan ini para investor sebelum menanamkan dananya dapat mempertimbangkan persentase banyaknya saham yang dimiliki oleh manajer dari perusahaan tersebut. Karena dengan meningkatnya persentase kepemilikan, manajer termotivasi untuk meningkatkan kinerja dan bertanggung jawab meningkatkan kemakmuran pemegang saham dalam bentuk dividen. Sementara ukuran perusahaan mencerminkan besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan yang dapat menjadi salah satu pertimbangan investor untuk menanamkan modalnya. Temuan baru dari penelitian ini bahwa ukuran perusahaan mempunyai hubungan yang positif dan dominan terhadap kebijakan dividen dibandingkan kepemilikan manajerial sehingga dapat menjadi pertimbangan utama investor dalam menilai dividen yang akan diterima dari investasi yang diberikan ke perusahaan tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

-
- Arilaha, M. A. (2009). Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas, Likuiditas, dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 13(1), 78-87.
- Anjarsari, D. (2018). The Impact Of Retained Earnings As An Intervening Variable In The Implementation Of Free Cash Flow, Funding Policies, Profitability And Collateral Assets As A Benchmark For Dividend Policy (The empirical study of Manufacturing Companies listed on the IDX for the 2013-2017 period). *Journal of Management*, 4(4).
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *Bell journal of economics*, 10(1), 259-270.
- Brigham, Eugene F. Dan Joel F. Houston. (2011). *Dasar – Dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta : Salemba Empa
- 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, Hlm. 47-58.
- Ghozali, I. (2013). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponogoro. Cetakan IV.
- Hatta, A. J. (2002). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen : Investigasi Pengaruh Teori Stock Holder. *JAAI*, Vol. 6, No.2.
- Howe J. S., dan Lin J. C. (1992). Dividend Policy and The Bid-Ask Spread: An Empirical Analysis. *The Journal of Financial Research*. Vol. 15. No. 1, pp.1-10.
- Thaib, C. (2015). The Impact Debt Policy and Profitability on Dividend Policy. *Jurnal EMBA*. Vol.3. No. 4.
- Indriani, W. (2014). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kinerja Keuangan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI 2012-2014. *Jurnal Riset Mahasiswa Akuntansi*.
- Jensen, M.C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, Vol.76, No.4, pp.323-329.
- Jumah, A. (2008). The Financial Factors Influencing Cash Dividend Policy: A Sample of U.S Manufacturing Companies. *Intermetro Business Journal*, Vol. 4, No.2.
- Lopolusi, I. (2013). Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Sektor Manufaktur yang Terdaftar di PT. Bursa Efek Indonesia Periode 2007 – 2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, Vol 2. No.1.
- Morck, R., Nakamura, M., and Shivdasani, A. (1988), Management Ownership Structure and Firm Value in Japan. *Journal of Business*, Vol. 17, No.4, pp 539-567.
- Naceur, S.B., Goaid, M., dan Belanes, A. (2006). On the Determinants and Dynamics of Dividend Policy. *International Review of Finance*. Vol. 6. No. 1, pp.1-23.
- Najjar, A. (2008). Dividend Behavior and Smoothing; New Evidence from Jordanian Panel Data. Working Paper. In the Hand Fallacy, *Bell Journal*.
- Nurhayati, M. (2013). Profitabilitas, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan Pengaruhnya Terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan Sektor Non Jasa. *Jurnal Keuangan & Bisnis Program Studi Magister Manajemen Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Harapan*, 5(2), 144-153
- Perfect, S., et al (1995). Self-Tender Offers: The Effects of Free Cash Flow, Cash Flow Signalling and the Measurement of Tobin’s-Q. *Journal of Banking and Finance*, Vol.19, pp. 1005-1023.
- Putri, M. E. D. (2013). Pengaruh Profitabilitas, Struktur Aktiva dan Ukuran Perusahaan terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Makanan dan Minuman yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal manajemen*, 1(01).
-

-
- Rachmad, M. (2013). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, dan Return on Assets (ROA) Terhadap Kebijakan Dividen. *Diponegoro Journal of Accounting*. Vol. 2. No. 3
- Robi, S., Iing, L., dan Kusrini. (2015). Pengaruh Free Cash Flow, Hutang dan Tingkat Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Magister Manajemen*, Vol 1 No. 2.
- Sanjaya, P. B. (2009). Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Public Di Indonesia. *Kajian Akuntansi*. Volume 4, Nomor 1, Hlm.15-24.
- Suherli, M. (2004). Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen. *Media Riset Akuntansi, Auditing dan Informasi*. Jurnal Vol.4, N0. 3.
- Suryani, & Hendryadi. (2015). *Metode Riset Kuantitatif Teori dan Aplikasi Pada Penelitian Bidang Manajemen dan Ekonomi Islam*. Jakarta: Prenadamedia Group
- Syamsuddin, L. (2000). *Manajemen Keuangan Perusahaan. Konsep, Aplikasi dalam Perencanaan, Pengawasan, dan Pengambilan Keputusan*. Edisi Baru. Cetakan Keempat. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Yuli C.S. (2015). Kebijakan Dividen dan Faktor-faktor yang Mempengaruhi. *Jurnal Paradigma*. Vol 13 No. 01.

Profil Penulis

Irma Sari Permata, alumni dari Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Pancasila dan mengabdikan sebagai tenaga pengajar mulai tahun 1997 sampai dengan sekarang. Tahun 2014 menjadi dosen tetap dan mulai melakukan penelitian rutin setiap semester sejak tahun 2015.