

Studi empiris: kebijakan dividen pada perusahaan publik

Siti Rokhanyah

IAIN Surakarta

Email: siti.rokhanayah.02@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk membuktikan secara empiris terkait beberapa hal yang diprediksi berdampak terhadap kebijakan dividen pada perusahaan publik, yaitu; *institutional ownership*, *dispersion of ownership*, fase *maturity*, kebijakan hutang, dan ROA. Dugaan tersebut dibuktikan dengan analisis regresi menggunakan data laporan keuangan tahunan pada perusahaan publik yang terdaftar di BEI, pada 2014-2018. Data diambil dengan kriteria; merupakan perusahaan manufaktur, konsisten menerbitkan laporan keuangan tahunan, memiliki laba, dan konsisten membayar dividen selama periode pengamatan. Terdapat 29 perusahaan yang memenuhi kriteria tersebut. Sebelum dilakukan analisis regresi, dilakukan pengujian asumsi klasik berupa; uji normalitas, autokorelasi, heterokedaktisitas, dan multikolinearitas. Kebijakan dividen diukur dengan rasio pembayaran dividen, *institutional ownership* diformulasikan dengan perbandingan jumlah saham institusi terhadap jumlah keseluruhan saham, *dispertion of ownership* mencerminkan jumlah kelompok pemegang saham, fase *maturity* digambarkan dengan *free cash flow*, kebijakan hutang diproksikan dengan *debt to assets*, dan ROA dihitung dengan perbandingan antara laba bersih terhadap total aset. Penelitian ini memperoleh temuan bahwa *institutional ownership* dan fase *maturity* berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen. Sementara itu, *dispertion of ownership* dan kebijakan hutang berefek negatif terhadap kebijakan dividen. ROA tidak memiliki dampak terhadap kebijakan dividen. Secara umum dapat dikatakan bahwa kebijakan dividen lebih dipengaruhi oleh biaya agensi dibanding fase *maturity*.

Kata kunci: Kebijakan dividen; biaya agensi; fase *maturity*

Empirical study: dividend policy in listed companies

Abstract

The purpose of this study was proving empirically about several things that are predicted having an impact on dividend policy in public companies, there was; institutional ownership, dispersion of ownership, maturity phase, debt policy, and ROA. The presumption was proved by regression analysis with annual financial statement of listed companies on the Indonesia Stock Exchange, in 2014-2018. Data was taken with criteria; is a manufacturing company, consistently publishes annual financial statements, has profits, and consistently pays dividends during the observation period. There are 29 companies that meet these criteria. Before a regression analysis was performed, firstly testing a classic assumption consisting of; normality, autocorrelation, heterocedacticity, and multicollinearity test. Dividend policy was measured by dividend payout ratio, institutional ownership was formulated by comparing the number of institutional shares to the total number of shares, dispersion of ownership reflects the number of shareholder groups, the maturity phase was illustrated by free cash flow, debt policy was proxied with debt to assets, and ROA was calculated by the ratio net income to total assets. This study found that institutional ownership and the maturity phase were positively effected on dividend policy. Meanwhile, dispersion of ownership and debt policy were negatively effected on dividend policy. Retun on assets do not have an impact on dividend policy. Generally, it can be said that dividend policy was more influenced by agency costs than the maturity phase.

Keywords: *Dividend policy; agency cost; maturity phase*

PENDAHULUAN

Salah satu karakter perseroan terbatas (PT) adalah tanggung jawab pemegang saham terbatas pada modal saham yang ditanamkan (*limited liability of shareholders*), sehingga pemegang saham tidak terlibat langsung dapat aktivitas operasional perusahaan (Weygandt dkk., 2018). Hal ini berdampak pada ketidakseimbangan informasi antara pemegang saham dan pihak manajemen (konflik keagenan).

Konflik keagenan yang banyak terjadi di perusahaan besar, di antaranya (Godfrey dkk., 2010); Pemegang saham cenderung tertarik pada stabilitas kenaikan arus kas di masa depan, sedangkan pihak manajemen lebih fokus pada target volatilitas arus kas untuk memaksimalkan kinerja jangka pendek (*horizon problem*);

Pihak manajemen mendominasi kebijakan terkait pengambilan keputusan investasi, di mana investasi yang berisiko tinggi akan dihindari meskipun berpotensi mendatangkan return tinggi (*risk aversion problem*);

Pihak manajemen sering menahan dividen yang menjadi hak pemegang saham, dengan tujuan untuk membayar gaji/ bonus dan peningkatan pendanaan operasional perusahaan (*dividen retention problem*).

Peluang terjadinya konflik-konflik keagenan akan lebih besar jika pihak manajemen tidak memiliki saham perusahaan, atau memiliki saham perusahaan dengan presentase yang relatif kecil (Masdupi, 2015). Hal ini akan membuat pihak manajemen cenderung bertindak untuk kepentingan pribadi di atas kepentingan perusahaan (konflik keagenan). Untuk meminimalisir konflik ini, perusahaan perlu menganggarkan biaya agensi, yaitu sejumlah biaya yang dikeluarkan oleh pemegang saham (prinsipal) dalam rangka melakukan pengawasan terhadap pihak manajemen (agen) (Michael C. Jensen & Meckling, 1976). Pengawasan ini dimaksudkan agar kerja pihak manajemen lebih berorientasi pada pencapaian kinerja perusahaan, yang pada akhirnya akan berdampak pada pencapaian cita-cita pemegang saham. Cita-cita pemegang saham tidak lain adalah pencapaian kinerja perusahaan jangka panjang, yang akan berdampak pada perolehan keuntungan berupa dividen.

Kebijakan dividen merupakan salah satu hal yang sifatnya sensitif, karena erat kaitannya dengan distribusi laba perusahaan kepada para pemegang saham dan peningkatan nilai investasi perusahaan. Kedua hal ini berhubungan terbalik, di mana ketika perusahaan memutuskan untuk membagikan dividen maka alokasi laba untuk peningkatan investasi akan berkurang. Sementara jika pihak manajemen memprioritaskan alokasi laba untuk peningkatan investasi, maka dampaknya adalah penurunan jumlah dividen, yang berarti pendapatan pemegang saham juga akan menurun (Darman, 2017). Hal ini perlu dipertimbangkan, mengingat bahwa kebijakan pembayaran dividen akan berdampak pada harga saham, yang menjadi salah satu daya tarik investor. Pola ini telah diuji dan dibuktikan secara empiris oleh (Sidabutar dkk., 2019) yang menyatakan bahwa *dividen payout* berperan dalam peningkatan harga saham perusahaan publik.

Sejumlah penelitian empiris terkait biaya agensi dan kebijakan dividen telah dilakukan dan selalu menyajikan hasil yang tidak konsisten. Hasil pengujian statistik dengan data perusahaan manufaktur dan jasa yang terdaftar di BEI, menunjukkan bahwa konflik keagenan dapat diminimalisir dengan kebijakan pembayaran dividen, kepemilikan saham orang dalam (*insider ownership*), penyebaran kepemilikan saham (*shareholders dispersion*) dan hutang jangka panjang (*debt*) (Pujiastuti, 2008). Temuan penelitian lain membuktikan secara empiris bahwa biaya agensi tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, dikarenakan biaya agensi tidak menjadi satu-satunya faktor penentu kebijakan dividen (Darman, 2017). Studi empiris lain yang juga dilakukan pada perusahaan terdaftar di BEI, menyatakan bahwa *free cash flow, maturity* (fase kedewasaan), dan struktur kepemilikan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan struktur modal menunjukkan pengaruh yang signifikan (Hitten, 2016).

Penelitian ini akan menguji dan membandingkan (secara empiris) pengaruh biaya agensi dan fase kedewasaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada 2015-2018. Hal ini terinspirasi dari hasil temuan empiris yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh motivasi manajer untuk menunjukkan kinerja, tetapi karena banyaknya dana menganggur (Michaely dkk., 2002; Hitten, 2016). Pernyataan ini juga pernah dibuktikan dengan data perusahaan *listing* di pasar modal Amerika dengan temuan bahwa pada fase tertentu perusahaan tidak lagi membutuhkan dana investasi pada proyek yang dianggap menguntungkan, sehingga dana yang ada dapat dialokasikan untuk pemegang saham (Jain dkk., 2004; Sharma, 2001).

METODE

Penelitian ini merupakan studi komparatif dengan pendekatan kuantitatif. Teknik komparatif dimaksudkan untuk melihat variabel yang lebih signifikan antara biaya agensi dan fase kedewasaan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Dugaan tersebut dibuktikan dengan analisis regresi data pool, dengan model berikut ini;

$$KD_{it} = \alpha + \beta_1 IO_{it} + \beta_2 DO_{it} + \beta_3 FM_{it} + \beta_4 KH_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

Di mana:

KD_{it} : Kebijakan pembayaran dividen perusahaan i pada periode t

IO_{it} : *Institutional Ownership* perusahaan i pada periode t

DO_{it} : *Dispersion of ownership* perusahaan i pada periode t

FM_{it} : *Fase maturity* perusahaan i pada periode t

KH_{it} : Kebijakan hutang perusahaan i pada periode t

ROA_{it} : *Return on Assets* perusahaan i pada periode t

Sebelum dilakukan pengujian data dengan analisis regresi berganda, perlu dilakukan uji asumsi klasik berupa uji normalitas, uji heterokedastisitas, uji multikolinearitas, dan uji autokorelasi. Adapun toleransi kesalahan yang digunakan adalah 5 persen (derajat keyakinan sebesar 95 persen). Seluruh pengujian dilakukan dengan SPSS 22.

Pengukuran variabel

Kebijakan pembayaran dividen

Kebijakan pembayaran dividen (KD) diprosikan dengan rasio pembayaran dividen (RPD), yang dihitung dengan formula berikut;

$$\text{Rasio Pembayaran Dividen} = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

Institutional ownership

Institutional Ownership (IO) atau kepemilikan institusional merupakan presentase jumlah saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi, yang menjadi tolok ukur kemampuan mengontrol pihak manajemen. *Institutional ownership* diformulasikan dengan (Hitten, 2016);

$$\text{Institutional Ownership} = \frac{\text{Jumlah saham institusi}}{\text{Jumlah keseluruhan saham}}$$

Dispersion of ownership

Dispersion of ownership atau kepemilikan menyebar merupakan jumlah sebaran kepemilikan dari seluruh saham yang beredar. Kepemilikan menyebar dapat dilihat dari jumlah kelompok pemegang saham atas saham suatu perusahaan (Haye, 2014).

$$\text{Dispersion of ownership} = \text{Jumlah kelompok pemegang saham}$$

Fase maturity

Fase maturity diprosikan dengan *free cash flow (FCF)* atau arus kas bebas. *Free cash flow* merupakan sejumlah kas yang melebihi keperluan kas untuk mempertahankan aset atau untuk mendanai investasi baru yang dianggap profitable (Smith & Pennathur, 2019). *Free cash flow* menjadi salah satu indikator utama yang digunakan untuk melihat kinerja perusahaan, sekaligus menunjukkan tingkat pertumbuhan perusahaan (Hendrawaty, 2019). *Free cash flow* diformulasikan dengan jumlah kas (dari aktivitas operasi) setelah dikurangi belanja modal dan pembayaran dividen tunai (Weygandt dkk., 2018).

$$\text{Fase Maturity} = \text{Jumlah kas dari aktivitas operasi} - \text{Capital expenditure} - \text{Dividen tunai}$$

Kebijakan hutang

Kebijakan hutang merupakan salah satu strategi perusahaan yang berhubungan dengan pemenuhan kebutuhan permodalan perusahaan. Pada saat tertentu, kebijakan ini harus diambil oleh manajer terkait dengan proporsi jumlah hutang yang akan diambil perusahaan (Pirdayanti & Dewa Gede Wirama, 2019). Kebijakan hutang diprosikan dengan perbandingan total utang terhadap total aset (*debt to asset ratio*) (Suherman dkk., 2019).

$$KH = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$$

Return on assets

Return on Assets (ROA) merupakan salah satu indikator kinerja keuangan yang paling banyak digunakan. ROA dihitung dengan formula (Weygandt dkk., 2018);

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Rata - rata aset}}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam rangka menggambarkan karakteristik data penelitian, maka dilakukan analisis statistik deskriptif, berupa mean (rata-rata), median (nilai tengah), dan deviasi standar. Berikut statistik deskriptif dari sampel penelitian berupa 29 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2014 hingga 2018.

Tabel 1. Statistik deskriptif

Variabel	Jumlah Observasi	Mean	Median	Deviasi Standar
Kebijakan Dividen (KD)	145	0,49	0,54	0,20
<i>Institutional Ownership</i> (IO)	145	0,36	0,40	0,15
<i>Dispersion of Ownership</i> (DO)	145	3,70	3,00	1,47
Fase <i>Maturity</i> (FM)	145	12,15	12,28	0,76
Kebijakan Hutang (KH)	145	0,45	0,42	0,24
<i>Return on Assets</i> (ROA)	145	13,17	13,13	0,16

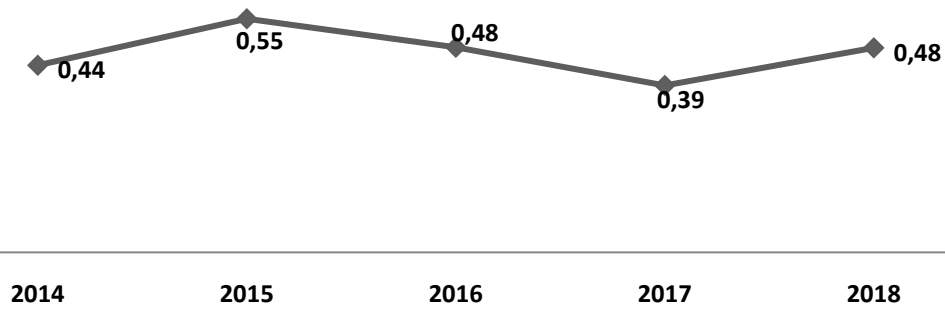
Tabel 1 merupakan gambaran karakteristik data penelitian yang dituangkan dalam statistik deskriptif. Dengan jumlah observasi sebanyak 145, diperoleh nilai rata-rata dari Kebijakan Pembayaran Dividen (KD) sebesar 0,49 sehingga dapat dikatakan bahwa KD pada beberapa perusahaan terdaftar di BEI tergolong rendah, meskipun diperoleh nilai tengah sebesar 0,54. Besaran nilai rata-rata mendekati nilai tengah. Hal ini mengindikasikan data berdistribusi normal.

Institutional Ownership (IO) yang merupakan perbandingan jumlah saham kepemilikan institusi terhadap keseluruhan jumlah saham, diperoleh nilai rata-rata 0,36 dan nilai tengah 0,40. Jadi, IO pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI termasuk rendah, di bawah 50 persen. Sementara itu, *dispersion of ownership* (DO) yang merupakan sebaran kepemilikan saham diperoleh rata-rata tiap perusahaan sebanyak 3.

Fase *Maturity* (FM) yang ditandai dengan *free cash flow* memiliki nilai rata-rata 12,15 dan nilai tengah 12,28, dengan nilai simpangan sebesar 0,76. Besarnya *free cash flow* menunjukkan bahwa kelebihan dana yang dimiliki tidak dimaksimalkan untuk *capital expenditure*. *Free cash flow* yang tersedia bisa dialokasikan untuk pembayaran hutang, pembayaran dividen, atau investasi pada proyek-proyek yang diprediksi *profitable*. Besarnya *free cash flow* berpotensi untuk menambah alokasi pembayaran dividen.

Kebijakan Hutang (KH) menggambarkan kebijakan hutang suatu perusahaan. Rasio total utang terhadap total aset diperoleh nilai rata-rata 0,45 dan nilai tengah 0,42. Angka ini membuktikan bahwa jumlah utang perusahaan lebih kecil dari pada jumlah aset. Rata-rata jumlah utang perusahaan sebesar 45 persen terhadap jumlah aset. Dari angka ini dapat disimpulkan bahwa kondisi perusahaan masih longgar dalam pemenuhan pembayaran hutang dengan aset yang tersedia.

Return on Assets (ROA) yang merupakan ukuran profitabilitas suatu perusahaan terlihat cukup baik, dengan rata-rata 13,17 dan nilai tengah 13,13, dengan nilai simpangan 0,16. ROA menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dari setiap aset yang dimiliki. Semakin tinggi ROA, maka kinerja perusahaan semakin baik.



Grafik 1. Trend kebijakan dividen perusahaan publik tahun 2014-2018

Grafik 1 mendeskripsikan trend kebijakan pembayaran dividen perusahaan publik dalam kurun waktu 2014 hingga 2018. Angka tersebut merupakan rata-rata rasio pembayaran dividen dari 29 perusahaan tiap tahun. Dalam lima tahun terakhir, terlihat fluktuasi pembayaran dividen oleh perusahaan publik. Hal ini membuktikan bahwa kebijakan dividen pada perusahaan publik tidak stabil tiap tahunnya. Rasio tertinggi terjadi di tahun 2015, yaitu sebesar 0,55 dan diikuti dengan penurunan selama dua tahun berturut-turut. Rasio pembayaran dividen kembali mengalami peningkatan di tahun 2018, meskipun baru mencapai 0,48.

Uji asumsi klasik

Normalitas

Uji normalitas dilakukan dengan Kolmogorov Smirnov. Inti dari pengujian ini adalah membandingkan distribusi data (yang akan diuji normalitasnya) dengan distribusi normal baku. Hasil pengujian Kolmogorov Smirnov diperoleh nilai signifikansi dari *unstandardized residual* sebesar 0,7 sehingga dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal.

Autokorelasi

Uji autokorelasi dimaksudkan mendeteksi ada dan tidaknya korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode berjalan (t) dengan kesalahan pengganggu pada periode sebelumnya ($t-1$). Hasil uji autokorelasi diperoleh nilai Durbin Watson (d) sebesar 2,21. Dengan α 5% diketahui $dL = 1,568$ dan $dU = 1,800$. $d (2,21) > dU (1,800)$ berarti tidak ada autokorelasi positif. $4-d (1,79) < dU 1,800$ berarti terdapat autokorelasi negatif.

Multikolinearitas

Uji multikolinearitas digunakan untuk mendeteksi hubungan yang kuat antar variabel bebas. Multikolinearitas dalam hal ini diukur dengan nilai *tolerance* dan *Variance Inflating Factor* (VIF).

Tabel 2. Hasil uji multikolinearitas dengan nilai tolerance dan vif (variabel terikat: kebijakan dividen)

Variabel Bebas	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
<i>Institutional Ownership</i> (IO)	0,909	1,045
<i>Dispersion of Ownership</i> (DO)	0,957	1,055
<i>Fase Maturity</i> (FM)	0,948	1,042
Kebijakan Hutang (KH)	0,960	1,157
<i>Return on Assets</i> (ROA)	0,864	1,101

Tabel 2 menampilkan hasil pengujian multikolinearitas dengan nilai tolerance dan VIF. Seluruh variabel bebas mempunyai nilai VIF lebih rendah dari 10 ($VIF < 10$) dan nilai *tolerance* lebih besar dari 0,1 ($tolerance > 0,1$), sehingga dapat dikatakan tidak terjadi multikolinearitas dalam model regresi.

Heterokedaktisitas

Uji heterokedaktisitas dilakukan dalam rangka menguji terjadinya perbedaan variance dari nilai residu pada satu periode pengamatan ke periode pengamatan lain. Uji heterokedaktisitas dilakukan dengan uji Glejser, yaitu melakukan analisis regresi dengan variabel terikat berupa nilai residual absolut (Abs_RES).

Tabel 3. Hasil uji heterokedaktisitas dengan glejser

(Analisis regresi dengan variabel terikat residual absolut (Abs_RES))		
Variabel Bebas	Koefisien Regresi	Nilai Signifikansi (Sig.)
Koefisien	0,196	0,021
<i>Institutional Ownership</i> (IO)	0,169	0,948
<i>Dispersion of Ownership</i> (DO)	0,038	0,960
<i>Fase Maturity</i> (FM)	-0,659	0,864
Kebijakan Hutang (KH)	0,008	0,399
<i>Return on Assets</i> (ROA)	0,020	0,516

Hasil uji glejser, sebagaimana dalam tabel 3, terlihat bahwa seluruh variabel bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap residual absolut (Abs_RES), karena nilai signifikansi (sig) lebih besar dari 0,05. Dengan demikian, tidak ada gejala heterokedaktisitas dalam model regresi.

Identifikasi beberapa faktor yang diprediksi berpengaruh terhadap kebijakan deviden dilakukan dengan analisis regresi. Dalam analisis regresi ini digunakan toleransi kesalahan 5% atau derajat keyakinan 95%.

Tabel 4. Koefisien regresi dengan variabel terikat kebijakan dividen

Variabel Bebas	Koefisien Regresi	Nilai Signifikansi (Sig.)
Koefisien	-,993	,322
<i>Institutional Ownership</i> (IO)	21,348	,000
<i>Dispersion of Ownership</i> (DO)	-2,012	,046
<i>Fase Maturity</i> (FM)	1,533	,027
Kebijakan Hutang (KH)	-,687	,049
<i>Return on Assets</i> (ROA)	,117	,907
R ²	0,779	
F statistik	8,02	0,00

Tabel 4 merupakan hasil analisis regresi dengan variabel terikat berupa kebijakan pembayaran dividen (KD) dan variabel bebas *institutional ownership* (IO), *dispersion of ownership* (DO), *fase maturity* (FM), kebijakan hutang (KH), dan *return on assets* (ROA). Dari analisis regresi diperoleh R² sebesar 0,779 dan F statistik senilai 8,02 (sig. 0,000). Jika dilihat dari kedua indikator ini (R² dan F statistik) maka dapat disimpulkan bahwa model regresi ini baik/ layak (*goodness of fit*).

***Institutional ownership* (io) dan kebijakan pembayaran dividen**

Institutional Ownership (IO), yang merupakan perbandingan jumlah saham institusi terhadap jumlah saham secara menyeluruh, berdampak signifikan positif (Sig. 0,000) terhadap kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan publik. Koefisien regresi untuk *institutional ownership* sebesar 21,348. Artinya bahwa jika terjadi peningkatan 1 kepemilikan saham institusi, maka kebijakan pembayaran dividen (yang diukur dengan rasio pembayaran dividen) akan meningkat sebanyak 21,348.

Hal ini sangat mungkin terjadi jika *institutional ownership* didominasi oleh investor bertipe income investing. Investor income investing merupakan salah satu tipe investor yang berharap keuntungan besar dengan membeli saham yang konsisten membayarkan dividen dalam jumlah yang besar. Banyaknya *institutional ownership* yang memiliki kesamaan kepentingan terhadap perusahaan (income investing) akan berpotensi mendominasi suara di antara investor yang lain. Kemungkinan yang dapat ditimbulkan dari situasi ini adalah kebijakan pembayaran dividen yang tinggi.

Temuan ini bertolak belakang dengan hasil penelitian (Darman, 2017; Hitten, 2016; Pujiastuti, 2008) yang membuktikan secara empiris bahwa *institutional ownership* tidak berpengaruh terhadap kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan publik. Temuan tersebut didukung dengan argumen bahwa para investor (*institutional ownership*) cenderung berorientasi jangka panjang, di mana keuntungan yang diperoleh cenderung untuk diinvestasikan kembali dari pada diterima sebagai dividen.

***Dispersion of ownership (do)* dan kebijakan pembayaran dividen**

Dispersion of ownership mencerminkan jumlah sebaran kepemilikan dari seluruh saham yang beredar, yang diukur dari jumlah kelompok pemegang saham atas saham suatu perusahaan (Haye, 2014). Temuan penelitian ini secara empiris membuktikan bahwa sebaran kepemilikan (*dispersion of ownership*) berpengaruh negatif (sig. 0,046) terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian (Pujiastuti, 2008) dan bertolak belakang dengan hasil penelitian (Darman, 2017) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak dipengaruhi oleh sebaran kepemilikan.

Dari temuan ini dapat disimpulkan bahwa semakin besar sebaran kepemilikan saham suatu perusahaan, maka kebijakan pembayaran dividen justru menjadi rendah. Diperoleh koefisien regresi dari *dispersion of ownership* (DO) sebesar -2,012 sehingga jika terdapat penambahan satu kelompok pemegang saham, maka rasio pembayaran dividen akan menurun sebesar 2,012.

Banyaknya kelompok pemegang saham perusahaan akan memungkinkan semakin banyaknya variasi kepentingan masing-masing kelompok. Kondisi itu akan berdampak pada segala kebijakan perusahaan, termasuk salah satunya adalah kebijakan pembayaran dividen.

Fase maturity (fm) dan kebijakan pembayaran dividen

Fase *maturity* yang diukur dengan *free cash flow (FCF)* atau arus kas bebas menggambarkan sisa kas dari aktivitas operasi (*operating activity*) setelah digunakan untuk membiayai *capital expenditure* dan membayar dividen. Penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa fase *maturity* berpengaruh positif (sig. 0,027) terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan, dengan koefisien regresi sebesar 1,533. Berdasarkan hasil analisis ini dapat dikatakan bahwa jika fase *maturity* suatu perusahaan naik 1 level, maka rasio pembayaran dividen akan naik 1,533. Dengan kata lain, kebijakan dividen masih bergantung pada tinggi rendahnya arus kas bebas. Temuan ini sejalan dengan hasil penelitian (Hitten, 2016).

Tingginya arus kas bebas menunjukkan bahwa kondisi keuangan perusahaan cukup longgar dalam hal belanja modal dan membayar dividen. Arus kas bebas dapat digunakan untuk meningkatkan *capital expenditure* atau membayar dividen. Jika perusahaan membiarkan arus kas bebas tinggi dengan *capital expenditure* yang relatif rendah, maka besar kemungkinan perusahaan sudah pada titik jenuh dalam hal peningkatan nilai investasi perusahaan. Apabila hal ini terjadi, sisa kas dari aktivitas operasi bisa digunakan untuk menambah jumlah pembayaran dividen pada investor. Hal ini dikarenakan jika tidak ada peningkatan jumlah pembayaran dividen dan arus kas bebas dibiarkan bernilai besar, maka secara otomatis biaya agensi perusahaan akan meningkat. Hal ini dikarenakan tingginya arus kas bebas yang dikelola perusahaan, membutuhkan pengawasan ekstra, sehingga biaya agensi meningkat (Jensen, 1986).

Kebijakan hutang (kh) dan kebijakan pembayaran dividen

Hutang terkadang menjadi sesuatu yang tidak bisa dihindari oleh perusahaan, kaitannya dengan kebutuhan modal perusahaan. Kebijakan hutang, yang dalam hal ini diukur dengan perbandingan total utang terhadap total aset (*debt to asset ratio*), terbukti secara empiris berdampak negatif terhadap kebijakan pembayaran dividen (sig. 0,049), dengan nilai koefisien -0,687. Jika terjadi kenaikan *debt to asset ratio* senilai 1, maka rasio pembayaran dividen akan menurun 1 rasio. Temuan ini didukung dengan argumen bahwa hutang perusahaan menuntut pembayaran angsuran pokok pinjaman disertai bunga pinjaman. Semakin tinggi jumlah hutang yang dimiliki, maka kewajiban membayar angsuran pinjaman dan bunganya akan semakin besar. Kondisi ini berpotensi mengurangi jumlah pembayaran dividen, karena besarnya tekanan membayar hutang dan bunganya. Hasil ini berkebalikan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh (Darman, 2017; Pujiastuti, 2008).

Return on assets (roa) dan kebijakan pembayaran dividen

Return on Assets (ROA) yang merupakan perbandingan laba bersih terhadap rata-rata aset perusahaan, menjadi tolok ukur kinerja keuangan perusahaan yang paling sering disorot investor. Meskipun demikian, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ROA tidak berpengaruh terhadap kebijakan pembayaran dividen (sig. 0,907). Laba bersih yang tinggi, tidak mencerminkan jumlah kas yang tinggi pula. Sementara syarat pembayaran dividen tunai adalah memiliki laba ditahan dan kas yang cukup untuk membayar dividen. Arus kas bebas lebih relevan dijadikan dasar pembayaran dividen,

dibandingkan dengan laba bersih (ada unsur akrualnya). Temuan ini berbanding terbalik dengan hasil penelitian (Ginting, 2018; Parmitasari & Sutrisna, 2016) yang menyimpulkan bahwa semakin besar ROA maka rasio pembayaran dividen akan meningkat.

Kebijakan pembayaran dividen dalam kajian ini lebih dipengaruhi oleh arus kas bebas, kebijakan hutang, kepemilikan saham institusi dan sebaran kepemilikan saham perusahaan. Jika dibandingkan dari sisi yang **paling berpengaruh** terhadap kebijakan pembayaran dividen, maka yang paling berpengaruh adalah kepemilikan saham institusi, sebaran kepemilikan saham, fase *maturity* dan kebijakan hutang. Urutan ini didasarkan pada nilai koefisien regresi masing-masing variabel.

SIMPULAN

Penelitian ini dilakukan pada 29 perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2014-2018. Sampel diambil dengan teknik *purposive sampling*. Data diambil dari laporan keuangan tahunan perusahaan (*pooled data*). Dengan analisis regresi (tingkat signifikansi 95%) diperoleh temuan bahwa:

Institutional ownership dan fase *maturity* berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen; *Dispersion of ownership* dan kebijakan hutang berefek signifikan negatif terhadap kebijakan dividen; *Return on assets* tidak memiliki dampak terhadap kebijakan dividen.

Secara umum, data yang digunakan dalam analisis regresi sudah memenuhi uji asumsi klasik, berupa uji normalitas, heterokedastisitas, dan multikolinearitas. Sementara pengujian autokorelasi menunjukkan hasil tidak adanya autokorelasi positif, tetapi ada gejala autokorelasi negatif.

DAFTAR PUSTAKA

- Darman. (2017). Agency Costs dan Kebijakan Dividen pada Emerging Market. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 2, 198.
- Ginting, S. (2018). Pengaruh Likuiditas, Profitabilitas. Dan Leverage terhadap Kebijakan Deviden pada Perusahaan LQ45 yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2016. 8, 10.
- Godfrey, J., Hodgson, A., Tarca, A., Hamilton, J., & Holmes, S. (2010). *Accounting Theory* (7 ed.). Wiley.
- Haye, E. (2014). Dividend Policy and Agency Effects: A Look at Financial Firms. *International Journal of Economics and Finance*, 6(2), p8. <https://doi.org/10.5539/ijef.v6n2p8>
- Hendrawaty, E. (2019). Value of Excess Cash Holdings of Financially Unconstrained Companies. *Contemporary Economics*, 13(3), 293–303.
- Hitten, A. (2016). Kebijakan Dividen dari Perspektif Agency Cost Model (Studi Kasus Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013). *Jurnal Ekonomi Bisnis Dan Kewirausahaan (JEBIK)*, 5(1), 73–93. <https://doi.org/10.26418/jebik.v5i1.16184>
- Jain, B. A., Shekhar, C., & Violet Torbey. (2004). Determinants of Dividend Initiation by IPO Issuing Firms.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323–329.
- Masdupi, E. (2015). Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan. *Journal of Indonesian Economy and Business*, 20(1). <https://doi.org/10.22146/jieb.6515>
- Michael C. Jensen, & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Michaely, R., Grullon, G., & Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *The Journal of Business*, 75, 387–424. <https://doi.org/10.1086/339889>

-
-
- Parmitasari, R. D. A., & Sutrisna. (2016). Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Moderasi (Studi terhadap Perusahaan Consumer Goods yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014). *Jurnal Minds: Manajemen Ide Dan Inspirasi*, 3(2). <https://doi.org/10.24252/minds.v3i2.2938>
- Pirdayanti, P. D., & Dewa Gede Wirama. (2019). Pengaruh Likuiditas, Kebijakan Utang, Pertumbuhan Perusahaan, Dewan Komisaris dan Komite Audit Terhadap Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi*, 1650. <https://doi.org/10.24843/EJA.2019.v28.i03.p02>
- Pujiastuti, T. (2008). Agency Cost terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur dan Jasa yang Go Public di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 2, 183.
- Sharma, S. (2001). Do Dividend Initiation Signal Prosperity? *Journal of Finance*, 51, 1–36.
- Sidabutar, E., Masyithoh, S., & Ginting, Y. L. (2019). Pengaruh struktur modal, perputaran piutang dan devidend payout ratio terhadap harga saham pada perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di bursa efek indonesia. *AKUNTABEL*, 16(2), 179–188. <https://doi.org/10.29264/jakt.v16i2.6120>
- Smith, D. D., & Pennathur, A. K. (2019). Signaling Versus Free Cash Flow Theory: What Does Earnings Management Reveal About Dividend Initiation? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 34(2), 284–308. <https://doi.org/10.1177/0148558X17724051>
- Suherman, Resy Purnamasari, & Umi Mardiyati. (2019). Pengaruh Struktur Aset, Likuiditas, dan Profitabilitas terhadap Struktur Modal yang Dimoderasi Oleh Ukuran Perusahaan. *MIX: Jurnal Ilmiah Manajemen*, 2, 369. <https://doi.org/10.22441/mix.2019.v9i2.009>
- Weygandt, J. J., Kimmel, P. D., & Kieso, D. E. (2018). *Financial Accounting with International Financial Reporting Standards* (4 ed.). Wiley.