

KORELASI

Konferensi Riset Nasional Ekonomi, Manajemen, dan Akuntansi

Volume 2, 2021 | hlm. 155-172

ANALISIS KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN INDEX HIGH DIVIDEN 20 DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)

Muhammad Akbar^{1*}, Sri Mulyantini², Tri Siswantini³
m.akbar@upnvj.ac.id, srimulyantini@upnvj.ac.id, trisiswantini@upnvj.ac.id

*Penulis Korespondensi

Abstrak

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional, likuiditas, leverage, growth dan free cash flow terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini menggunakan objek yaitu indeks high dividen 20 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2017-2019. Sampel penelitian ini 20 perusahaan selama periode 2017-2019. Penelitian ini menggunakan Analisis Regresi Linier Berganda dengan program Eviews 9.0 dan tingkat signifikansi 5% (0,05). Hasilnya menunjukkan (1) tidak terdapat pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen, (2) tidak terdapat pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen (3) terdapat pengaruh negative terhadap kebijakan dividen, (4) tidak terdapat pengaruh growth terhadap kebijakan dividen, (5) terdapat pengaruh positif free cash flow terhadap kebijakan dividen.

Kata kunci : kebijakan dividen, kepemilikan institusional, likuiditas, leverage, free cash flow.

Abstract

This research is a quantitative study which aims to show the effect of institutional ownership, liquidity, leverage, growth, and free cash flow on dividend policy. This study uses an object, namely the high dividend index of 20 which is listed on the Indonesia Stock Exchange in the 2017-2019 period. The sample of this research is 20 companies during the 2017-2019 period. Hypothesis testing in this study uses Multiple Linear Regression Analysis with the Eviews 9.0 program and a significance level of 5% (0.05). The results of the test obtained (1) there is no significant effect of institutional ownership on dividend policy, (2) there is no significant effect of liquidity on dividend policy (3) there is a negative effect on dividend policy, (4) there is no significant effect of growth on dividend policy, (5) there is a positive and insignificant effect of free cash flow on dividend policy.

Keywords: dividend policy, institutional ownership, liquidity, leverage, free cash flow.

PENDAHULUAN

Dalam keberlangsungan pasar didorong oleh banyak faktor salah kebijakan dividen, disebabkan investor akan tertarik untuk berinvestasi dengan harapan mendapatkan keuntungan. Menurut Jabbouri (2016) kebijakan dividen pada setiap negara memiliki perbedaan mulai dari faktor pertumbuhan ekonomi sampai dengan keputusan investasi investor. Sehingga kebijakan dividen seperti layaknya *puzzle* yang terdiri dari potongan dan teka teki. Indonesia termasuk negara berkembang oleh sebab itu dibutuhkan kebijakan dividen yang baik dan tepat pada pelaksanaannya, sebab kebijakan dividen pada negara belum tentu cocok diterapkan di Indonesia.

Bursa efek Indonesia menciptakan indeks baru di 2018 tentang *dividen* yaitu Indeks High Dividen 20 (DIV20). Indeks tersebut merupakan indeks yang memperkirakan kinerja nilai saham dari 20 emiten saham yang membagikan *dividen* tunai selama 3 tahun terakhir serta memiliki *dividendeild* yang tinggi.

Tabel 1. Perkembangan Kebijakan Dividen, DPS dan Profit pada 5 Emiten Saham di Indeks High Dividen Periode 2017-2019

| No | Nama Perusahaan | TAHUN | DPR | DPS | PROFIT |
|-----------|--|-------|---------|----------|---------|
| 1 | PT Telekomunikasi Indonesia Tbk (TLKM) | 2017 | 76.21% | 219.69 | 32.701 |
| | | 2018 | 90.01% | 182.03 | 26.979 |
| | | 2019 | 81.95% | 111.83 | 15.498 |
| 2 | PT Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF) | 2017 | 49.99% | 474.75 | 5.145 |
| | | 2018 | 49.79% | 474.48 | 4.962 |
| | | 2019 | 49.73% | 289.88 | 2.936 |
| 3 | PT Indo Tambangraya Megah Tbk (ITMG) | 2017 | 103.67% | 505.22 | 1.860 |
| | | 2018 | 103.21% | 311.29 | 1.146 |
| | | 2019 | 80.08% | 173.86 | 0.640 |
| 4 | PT Unilever Indonesia Tbk (UNVR) | 2017 | 99.46% | 918.03 | 7.005 |
| | | 2018 | 99.16% | 1,193.90 | 9.109 |
| | | 2019 | 55.36% | 649.59 | 3.697 |
| 5 | PT Astra International Tbk (ASII) | 2017 | 39.70% | 466.39 | 23.165 |
| | | 2018 | 40.02% | 535.35 | 27.372 |
| | | 2019 | 39.93% | 242.15 | 12.301 |
| Rata-Rata | | 2017 | 73.81% | 516.816 | 13.9752 |
| | | 2018 | 76.44% | 539.41 | 13.9136 |
| | | 2019 | 61.41% | 293.462 | 7.0144 |

Sumber : IDX dan Laporan perusahaan yang diolah.

Dari tabel diatas terlihat perkembangan DPR, DPS dan Profit pada 5 emiten yang tergabung dalam indeks highdividen 20 selama 3 tahun. Dapat dilihat bahwa pergerakan kebijakan dividen terbilang cukup besar dan stabil, bahkan mengalami kenaikan mayoritas pada ditahun 2018. Saham Indo Tambangraya Megah dan Indocement Tunggal Perkasa adalah yang superior karena DPR nya tercatat 100%, dengan begitu investor mendapatkan keuntungan investasi yang sangat menggiurkan. Rata-rata ditahun 2017 DPR sebesar 73.81% dan di tahun 2018 mengalami kenaikan 3.47% dengan besaran 76.44%, sedangkan ditahun 2019 mengalami penurunan cukup besar sebesar 15.03% dengan besaran 61.41%. Dari hasil tersebut kebijakan dividen di DIV 20 terbilang fluktuatif. Pada DPS tercatat bahwa emiten UNVR

memiliki DPS tertinggi sebesar 1,193.90 triliun, sementara untuk rata-rata DPS pada tahun 2017 sebesar 516.816 dan di tahun 2018 mengalami kenaikan menjadi sebesar 539.41, serta pada tahun 2019 mengalami penurunan cukup besar menjadi sebesar 293.462. Sehingga dari hasil DPS dapat dikatakan terjadi fluktuatif dan sejalan dengan DPR. Pada profit terbesar terlihat pada emiten TLKM sebesar 32.701 pada tahun 2017, dalam pergerakan profit pada tahun 2017 sebesar 13.9752 dan pada tahun 2018 mengalami penurunan yang cukup kecil menjadi 13.9136, serta pada tahun 2019 terjadi penurunan yang cukup besar menjadi 7.0144. Dari data profit perusahaan terlihat selama 3 tahun berturut-turut mengalami penurunan.

Kebijakan dividen dapat dilihat dalam *dividen payout ratio* (DPR) emiten terkait, Munawar (2019) yaitu jumlah persentase keuntungan yang didistribusikan berupa dividen tunai, sehingga ukuran DPR akan menjadi faktor pertimbangan investasi bagi investor dan disisi lain memiliki dampak terhadap keadaan keuangan perusahaan. Ketika perusahaan melakukan kebijakan DPR menjadi naik akan berpengaruh untuk naik. Menurut Firth, *et al* (2016) keberhasilan tersebut terjadi berkat upaya mengembangkan institusional dengan baik dengan begitu investor akan meningkatkan efisien dan menjaga tata kelola perusahaan serta menjaga kestabilan pasar. Emiten PTBA memberikan kebijakan dividen sebesar Rp. 3.65 triliun atau 90% dari RUPS, hal tersebut didorong oleh Inalum selaku kepemilikan dominan atas saham PTBA (Hartomo, 2020). Dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional memiliki dampak besar dalam setiap keputusan perusahaan.

Aliran kas bebas adalah berupa kas yang dimiliki perusahaan dari hasil sisa biaya operasi perusahaan, sehingga perusahaan akan melakukan kebijakan agar produktif. Menurut Firth, *et al* (2016) dengan menggunakan arus kas bebas dalam membayar dividen dapat mengurangi biaya agensi. Dengan begitu perusahaan akan memaksimalkan keputusan manajer. Beberapa faktor yang bisa mempengaruhi dalam mengambil suatu keputusan dari suatu kebijakan dividen dalam suatu perusahaan diantaranya yaitu dengan mempertimbangkan peluang investasi, biaya sumber dana alternatif, ketersediaan dan dampak kebijakan dividen pada *retained earning* dan, pembatasan pembayaran dividen. (Brigham dan Houston, 2016).

Dalam indeks high dividen 20 dipengaruhi berdasarkan imbal hasil dividen, standarisasi likuiditas serta ukuran kapitalisasi pasar. Penelitian mengenai kebijakan dividen dalam indeks high dividen masih sedikit dilakukan dari Munawar (2019) dan Odiatma (2020). Dari penelitian tersebut Munawar (2019) menyatakan ROE berpengaruh positif dan tidak signifikan, DER berpengaruh negative signifikan dan Odiatma (2020) return on equity, debt to equity ratio, dan cash ratio berpengaruh terhadap kebijakan dividen, serta memberikan saran bahwa untuk menambah variabel independent lainnya. Oleh karena itu penelitian ini meneliti pada indeks high dividen 20.

Berdasarkan penelitian terdahulu diketahui terdapat hasil yang inkonsisten atau gap research perihal hubungan antara kepemilikan institusional, rasio likuiditas (CR), rasio *leverage* (DER), *growth* (g), *freecash flow* (FCF) dan kebijakan dividen (DPR). Research gap hasil penelitian pertama ialah pada variabel kepemilikan institusional terhadap variabel kebijakan dividen (DPR). Berikut penelitian dari Firth, *et al* (2016) menyimpulkan pengaruh positif antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. Dari Al-Najjar dan Kilincarslan (2016) mengungkapkan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Serta dari Cheng, *et al* (2018) dan Jory, *et al* (2017) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Lalu Nurwulansari dan Rikumahu (2018), Basri H (2017), Deni, *et al* (2016), dan Ardianto, *et al* (2017) mengungkapkan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sementara dari Jayanti dan Puspitasari (2017) mengungkapkan kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Faktor selanjutnya likuiditas (CR), penelitian dari Franc-Dąbrowska (2018), Kajola, *et al* (2015) dan Jabbouri (2016) mengungkapkan likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sementara Kaźmierska-Jóźwiak B (2015), Wajudi E (2018), serta Permana dan Hidayati (2016) mengungkapkan likuiditas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Dari Pamungkas, *et al* (2017) dan Lestari dan Chabachib (2016) mengungkapkan likuiditas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Selanjutnya leverage (DER), hasil dari penelitian oleh Yarram dan Dollery (2015), Bae dan Elhousseiny (2017) dan Widyawati dan Indriani (2019) menyatakan leverage berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sementara Kaźmierska-Jóźwiak B (2015), Kajola, *et al* (2015) dan Jabbouri (2016) leverage berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Dari Pernama dan Hidayati (2016), Ardianto, *et al* (2017), Deni, *et al* (2016), Munawar (2019) dan Basri H (2017) leverage berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Faktor berikutnya yaitu *growth* dari hasil penelitian Firth, *et al* (2016) mengungkapkan pengaruh *growth* terhadap kebijakan dividen. Sementara dari penelitian Jabbouri (2016) dan Iqbal, *et al* (2020) menyatakan *growth* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen..dari penelitian Nurwulansari dan Rikumahu (2018), Lestari dan Chabachib (2016), Basri H (2017), Wajudi E (2018), dan Permana dan Hidayati (2016) mengungkapkan *growth* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Kemudian dari *freecash flow* (FCF), penelitian dari Firth, *et al* (2016), Yarram dan Dollery (2015) mengungkapkan *freecash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sementara Jabbouri (2016) dan Al-Kawuari D (2009) mengungkapkan *freecash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Menurut Jayanti dan Puspitasari (2017) dan Nurwulansari dan Rikumahu (2018) menyebutkan *freecash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan penjelasan di atas terdapat beberapa hasil yang belum konsisten atau kongkret dari pengaruh *Dividend Payout Ratio* (DPR), sehingga perlu ada penelitian terutama perusahaan DIV20 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk jangka waktu dari tahun 2017-2019. Penelitian ini di tujukan untuk mengembangkan dan meneliti kembali akan adanya pengaruh atau faktor yang mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* (DPR). Faktor-faktor yang dimaksud diantaranya kepemilikan institusional, *likuiditas*, *financial leverage*, *growth*, dan *free cash flow* terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan High Dividen 20 yang terdaftar di BEI selama periode pengamatan 2017-2019.

TINJAUAN PUSTAKA

Teori Keagenan, Singnalling Hypothesis, dan Kebijakan Dividen

Menurut Jensen dan Meckling (1976) teori keagenan (*agency theory*) yang menerangkan kaitan hubungan dari pemegang saham dan manajemen yang muncul akibat dari perjanjian antar investor (prinsipal) yang mewakilkan kewajiban pengendalian perusahaan kepada manajemen (agen). Anggapan dalam *agency theory* adalah tiap-tiap personal (prinsipal dan agen) terdorong untuk mendapatkan kesenangan pribadi, sehingga dapat memunculkan konflik antara prinsipal dan agen. Disini pihak agen termotivasi untuk dapat mengembangkan perusahaan, sedangkan pihak prinsipal termotivasi untuk mendapatkan profitabilitas maksimal demi kepuasan diri berdasarkan kesepakatan kontrak.

Teori keagenan sebagai hubungan yang terbentuk antara principal dan agen dalam keputusan perusahaan (Brigham dan Houston, 2015). Perbedaan antara kepentingan dari pihak manajer dengan pemegang saham besar kemungkinan untuk terjadi karena kesalahan pengambilan keputusan oleh manajer (agen) tidak perlu bertanggung jawab akan risiko tersebut. Begitu juga ketika manajer (agen) tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan, maka risiko dari kebijakan tersebut seutuhnya ditanggung oleh pemilik perusahaan. Dengan begitu

banyak pihak cenderung mendapat kerugian dari keputusan yang kurang optimal dari, pihak manajemen (agen). Menurut Iqbal, *et al* (2020) beranggapan bahwa perusahaan yang mempunyai tata kelola yang lemah serta masalah keagenan yang parah membuat tidak dapat melindungi pengambilalihan saham dan membayar dividen yang rendah.

Teori *signalling* yang diuraikan oleh Ross (1977) dilatari oleh adanya perbedaan informasi lebih lengkap dan lengkap yang dimiliki pihak manajemen dibanding para pemegang saham, hal ini disebut *asymetris information*. *Signalling hypothesis* menurut Miller dan Rock (1985) menjelaskan bahwa sinyal tentang peluang atau prospek di masa yang akan datang dari suatu perusahaan yang dimana informasi tersebut berdasarkan atas perubahan dividen yang dibayarkan. Perusahaan yang memiliki prospek bagus yang disinyali dari manajemen kepada bursa merupakan suatu pengertian dari peningkatan dividen. Untuk para investor peningkatan dividen adalah suatu sinyal bahwa manajemen perusahaan memprediksikan penghasilan yang bagus dimasa yang akan datang (Nidar, 2016 hlm 259).

Kebijakan dividen merupakan suatu ketetapan yang dapat dilakukan oleh perusahaan untuk memberikan dividen kepada investor atau menahan laba menjadi laba ditahan atau retained earning untuk diinvestasikan kembali oleh perusahaan. Kebijakan dividen merupakan besaran *net income* yang akan ditahan serta dibagikan kepada pemegang saham dari perusahaan (Fama dan French, 1998). adapun pengertian dari kebijakan dividen menurut Lestari dan Chabachib (2016), mereka mengatakan bahwa kebijakan dividen merupakan kebijakan yang memiliki hubungan oleh pembayaran dari suatu dividen bagi perusahaan, kebijakan ini menentukan seberapa besar pembayaran yang akan dibayarkan oleh perusahaan terkait dividen dan laba yang ditahan dengan tujuan untuk kepentingan perusahaan.

Menurut Brigham dan Houston (2016) teori kebijakan dividen terbagi menjadi 3 yaitu sebagai berikut :

- a. *Dividend Irrelevant Theory* adalah teori yang diungkapkan oleh Modigliani dan Miller (MM) kekuatan laba dan risiko bisnis merupakan penentu dari suatu nilai perusahaan. Sehingga kekuatan nilai dari suatu perusahaan berdasarkan berasal dari pemasukan yang dihasilkan oleh *asset*, bukan dari mana pemasukan tersebut dibagi antara laba ditahan dan dividen dibagikan..
- b. *Bird in the Hand Theory* adalah teori yang diungkapkan oleh Gordon dan Lintner, berpandangan bahwa peningkatan dividen merupakan bentuk dari penurunan risiko saham.
- c. *Tax Effect Theory* merupakan suatu teori yang mengungkapkan bahwa investor akan lebih menentukan untuk menabung dimasa depan (*capital gain*) daripada pendapatan (*dividen*).

Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan jumlah sahan perusahaan yang dimiliki dari suatu institusi dan juga blockholders di akhir tahun merupakan salah satu definisi dari kepemilikan instisional. Kepemilikan Institusional merupakan jumlah kepemilikan atas perusahaan tersebut diakhir tahun. Menurut Ardianto, *et al* (2017) bahwa Keberadaan investor institusional dapat menyelesaikan *problem* atas perbedaan kepentingan pihak manajemen antara dengan pemilik perusahaan karena tujuan perusahaan diharapkan tindakan manajemen sesuai dan sejalan dengan dilakukan pengawasan ini. Menurut Cheng, *et al* (2018) bahwa ketika kepemilikan institusional stabil, maka institusional investor akan lebih memperhatikan nilai jangka panjang dan bekerja lebih keras untuk meminimalisir konflik keagenan antara manajer dan investor. Menurut Al-Najjar dan Kilincarslan (2016) institusi umumnya lebih suka membawa perusahaan untuk membayar dividen yang lebih besar, oleh karena itu mereka harus mendekati ke pasar modal eksternal untuk kebutuhan pendanaan di masa depan.

Dengan penelitian dari Firth, *et al* (2016), Al-Najjar dan Kilincarslan (2016), Cheng, *et al* (2018), Jory, *et al* (2017), Nurwulansari dan Rikumahu (2018), Basri H (2017), Deni, *et al* (2016), dan Ardianto, *et al* (2017) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. yang menemukan bahwa rasio kepemilikan institusional memiliki pengaruh atas kebijakan dividen.

Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen

Likuiditas adalah kemampuan dari suatu perusahaan dalam menunaikan kewajiban jangka pendek serta membayar kegiatan operasional perusahaan. Adapun fungsi dari likuiditas itu sendiri yaitu untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membiayai serta menyanggupi kewajiban atau utang ketika jatuh waktu atau ditagih menurut (Kasmir, 2016:145). Perusahaan yang memiliki likuiditas yang baik bisa dikatakan perusahaan itu dapat membayar dividen dengan baik juga. Suatu kemampuan yang dimiliki oleh perusahaan agar perusahaan tersebut dapat melunasi kewajiban jangka pendeknya juga disebut dengan Likuiditas (Wajudi E, 2018).

Perusahaan dengan ketersediaan kas lebih tinggi memiliki kecenderungan membayar dividen, dibanding perusahaan yang memiliki tingkat kas yang tidak mencukupi (Kaźmierska-Jóźwiak B (2015). Likuiditas yang baik akan berdampak pada pembagian dividen yang besar begitu juga sebaliknya, karena perusahaan dapat membayar kewajiban jangka pendek dan biaya operasional perusahaan. Semakin besar likuiditas perusahaan mempengaruhi terhadap investasi perusahaan dan juga kebijakan pemenuhan kebutuhan dana. Kas keluar untuk membayar dividen, oleh karena itu besaran kemampuan perusahaan dalam membayar dividen dipengaruhi dari besaran jumlah kas dan likuiditasnya. Dalam hal ini likuiditas dapat diprosikan dengan *Current Ratio* (CR) dan *Loan to Deposit Ratio* (LDR). CR adalah barometer likuiditas yang dapat dihitung dari membagi aktiva lancar dengan utang lancar.

Dengan penelitian dari Franc-Da browska (2018), Kajola, *et al* (2015), Jabbouri (2016), Pamungkas, *et al* (2017) dan Lestari dan Chabachib (2016) mengungkapkan likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Leverage terhadap Kebijakan Dividen

Leverage adalah besaran modal pinjaman yang dipakai oleh perusahaan dalam setiap kegiatan operasional perusahaan tersebut. Leverage merupakan perimbangan antar hutang dan modal dari perusahaan. Menurut Wajudi (2018) rasio leverage yang tinggi menunjukkan kewajibawan perusahaan dalam memenuhi semakin besar, dan rasio leverage semakin rendah menunjukkan perusahaan mampu memenuhi kebutuhan pendanaan dengan modal sendiri.

Berdasarkan teori *agency*, dengan leverage yang tinggi akan meminimalisir terjadinya konflik kepentingan antara manajer (agen) dan investor (prinsipal). Hal tersebut terjadi disebabkan oleh investor akan melepaskan keuntungan perusahaan tersebut untuk dialokasikan membayar tagihan dan bunga, maka *dividen* yang dibagikan menjadi berkurang. Menurut Ardianto, *et al* (2017) bahwa dengan jatuh waktu pembayaran hutang menyebabkan perusahaan akan mementingkan membereskan hutang terlebih dahulu menggunakan laba sehingga perusahaan tidak dapat memberikan *dividen*.

Dengan penelitian Kaźmierska-Jóźwiak B (2015), Kajola, *et al* (2015), Jabbouri (2016), Pernama dan Hidayati (2016), Ardianto, *et al* (2017), Oditama (2020), Munawar (2019) dan Basri (2017) mengungkapkan leverage berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Growth Asset terhadap Kebijakan Dividen

Growth adalah rasio yang mengukur akan pertumbuhan asset suatu perusahaan, yaitu proporsi total asset perusahaan dari tahun ke tahun atau bisa juga seperti perubahan asset perusahaan. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan cenderung membutuhkan dana yang besar buat mengembangkan perusahaannya. Menurut Basri H (2017) bahwa dengan pertumbuhan aset yang lebih tinggi mungkin berasal dari pendapatan yang disimpan atau *retained earning*, dengan mempertahankan tersebut berarti bagian dari laba yaitu tersedia untuk pemegang saham menjadi lebih kecil. Growth dapat digambarkan dari *total asset* perusahaan. Semakin besar *asset* yang diperoleh oleh perusahaan maka akan semakin besar juga keuntungan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan memiliki ikatan yang positif dengan laba karena untuk melihat apakah perusahaan melakoni pertumbuhan yang meningkat atau sedang melakoni kemunduran dengan menggunakan laba sebagai alat ukur (Wahjudi, 2018). Pertumbuhan perusahaan sedang tumbuh dengan cepat mendapatkan nilai positif, dalam arti perusahaan tersebut berhasil dalam penetapan posisi pasar dan diiringi peningkatan penjualan, maka pendapatan meningkat sehingga dividen yang dibagikan besar.

Dengan penelitian Firth, *et al* (2016) menyatakan *growth* memiliki pengaruh positif atas kebijakan dividen.

Free Cash Flow terhadap Kebijakan Dividen

Arus kas yang melebihi dari diperlakukan dalam membiayai seluruh kegiatan yang terdapat nilai bersih yang positif ketika didiskontokan dengan biaya modal yang relevan merupakan definisi dari Arus kas bebas. (Jensen, 1986). Arus kas identik dengan konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer atas kebijakan dividen. Pemegang saham akan mengarahkan perusahaan untuk membagikan dividen tunai yang lebih tinggi, serta membantu mencegah mereka bebas arus kas dari pemborosan untuk aktivitas yang tidak produktif. Sementara manajer akan menginvestasikan dan mengoptimalkan dana tersebut.

Menurut Firth, *et al* (2016) dengan memaksa perusahaan untuk membayar dividen yang tinggi membantu mencegah arus kas bebas dari pemborosan untuk kegiatan yang tidak produktif. Dividen mengurangi biaya agensi dari arus kas bebas serta meminimalkan perilaku manajerial yang kurang optimal (Easterbrook, 1984). Dengan arus kas yang tinggi akan mendorong pembayaran dividen sehingga menjadikan suatu signal yang bagus, jika perusahaan melaksanakan (Yarram dan Dollery (2015). Semakin besar FCF yang tersedia maka dividen yang akan dibagikan juga akan semakin besar.

Free cash flow menjadi tolak ukur dalam investor melihat perusahaan tersebut efektif atau tidak. Menurut Nurwulansari dan Rikumahu (2018) Free cash flow adalah sisa kas setelah digunakan untuk berbagai keperluan yang telah direncanakan oleh perusahaan proyek seperti pembayaran gaji, biaya cicilan hutang, produksi, tagihan, dan bunga, serta pajak belanja modal untuk pengembangan usaha atau investasi.

Dengan penelitian penelitian dari Firth, *et al* (2016), Yarram dan Dollery (2015), Jayanti dan Puspitasari (2017) dan Nurwulansari dan Rikumahu (2018) menyebutkan *freecashflow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Hipotesis

Berdasarkan uraian teori di atas maka dapat dirumuskan hipotesis dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut:

H1: Kepemilikan Institusional mempengaruhi kebijakan dividen secara positif pada perusahaan Index High Dividen 20 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

H2: Likuiditas mempengaruhi kebijakan dividen secara positif pada perusahaan *Index High Dividen 20* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia .

H3: Leverage mempengaruhi kebijakan dividen secara negatif pada perusahaan *Index High Dividen 20* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

H4: Growth mempengaruhi kebijakan dividen secara positif pada perusahaan *Index High Dividen 20* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

H5: Free cash flow mempengaruhi kebijakan dividen secara positif pada perusahaan *Index High Dividen 20* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

METODOLOGI PENELITIAN

Pengukuran Variabel

Variabel Dependen (Y) kebijakan dividen dalam penelitian ini akan dihitung menggunakan Dividen Payout ratio (DPR) yang membandingkan antara didviden yang dibagikan dengan laba yang dibagikan (EPS). Berikut ini rumus Dividen Payout ratio (DPR):

$$\text{Dividen Payout Ratio} = \frac{\text{Dividen per Share}}{\text{Earnign per Share}} \quad (1)$$

Variabel independen (X1) Kepemilikan instusional dalam penelitian ini diukur dengan jumlah kepemilikan saham oleh instusional dibagi dengan jumlah saham beredar. Berikut ini rumus kepemilikan institusional dapat dicari dengan rumus sebagai berikut (Firth, et al ,2016):

$$\text{Kepemilikan institutional} = \frac{\text{jumlah kepemilikan saham oleh institusi}}{\text{jumlah saham beredar}} \quad (2)$$

Variabel independen (X2) Likuiditas yang digunakan dalam penelitian ini yaitu dengan melakukan pembagian antara aktiva lancar dengan utang lancar. CR dapat dicari dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Wajudi, 2018):

$$\text{Current Ration} = \frac{\text{Current Asset}}{\text{Current Liabilities}} \quad (3)$$

Khusus bidang finance menggunakan LDR, dapat dicari dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Kasmir, 2016)

$$\text{LDR} = \frac{\text{total kredit}}{\text{total dana pihak ketiga}} \quad (4)$$

Variabel independen (X3) Leverage dihitung dengan menggunakan dengan Debt to Equity Ratio (DER) yang membandingkan total liabilities dan total equiities. Debt to Equity Ratio dapat dicari dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Lestari dan Chabachib, 2016):

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}} \quad (5)$$

Variabel independen (X4) Growth dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan perhitungan dengan perbandingan antara total aset tahun berjalan dan total aset yang ada sebelumnya. Adapun rumus Growth yang dikemukakan oleh (Iqbal, et al, 2020) adalah sebagai berikut :

$$\text{Asset Growth} = \frac{\text{Asset Tahun} - \text{Asset Tahun } t-1}{\text{Asset Tahun } t-1} \quad (6)$$

Variabel independen (X5) Free Cash Flow akan dihitung dengan menggunakan arus kas operasional dikurangi dengan pengeluaran. FCF dapat dicari dengan rumus sebagai berikut (Firth, et al, 2016) :

$$\text{Free Cash Flow} = \text{Arus kas operasi bersih} - \text{pengeluaran modal} \quad (7)$$

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah sektor *Index High Dividen 20* yang tercatat dalam Bursa Efek Indonesia pada tahun 2017-2019 yaitu terdiri dari 20 emiten saham.

Metode pengambilan sample yang digunakan dalam penelitian ini adalah Probability sampling Lalu dari metode tersebut menggunakan sampel jenuh, yaitu teknik pemilihan sampel bila semua anggota populasi digunakan sebagai sampel. Karena dalam penelitian ini seluruh anggota populasinya yaitu 20 emiten saham di sektor *Index High Dividen 20*.

Teknik Pengumpulan Data

Dalam penelitian ini, jenis data yang digunakan dalam penyusunan nantinya yaitu jenis data sekunder, dimana data sekunder tersebut merupakan kumpulan data laporan keuangan industri sektor *Index High Dividen 20* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2017 – 2019. Seluruh data yang ada dalam penelitian ini berasal dari laman Bursa Efek Indonesia (BEI) pada www.idx.co.id.

Teknik Analisis dan Uji Hipotesis

Data yang diperoleh dari hasil penelitian diolah menggunakan bantuan program E-Views 9.0 dan Microsoft Excel sehingga menghasilkan model regresi data panel yang digunakan adalah:

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \varepsilon \quad (8)$$

Keterangan :

Y_{it} : *Dividend Payout Ratio (DPR)*

β : konstanta

X_1 : Kepemilikan Institusional

X_2 : *Leverage (DER)*

X_3 : *Likuiditas (CR)*

X_4 : Growth

X_5 : *Free Cash Flow (FCF)*

ε : *error*

Menurut Supranto & Limakrisna (2013:210) menjelaskan bahwa adanya 3 cara (metode) yang dapat dipakai agar dapat bekerja dengan menggunakan data panel yaitu Common Effect Model, Fixed Effect model dan Random Effect Model. Setelah mendapatkan model yang terbaik digunakan dalam penelitian dilakukan pengujian hipotesis secara parsial menggunakan Uji t. Menurut Ghozali (2013, hlm 98) uji t pada dasarnya menunjukkan seberapa berpengaruh antara hubungan satu variable bebas atas variable terikat. Dalam uji statistik t merupakan pengambilan keputusan dilatari pada tingkat signifikan sebesar 5% atau 0.05. selanjutnya koefisien determinasi (R^2) bermaksud akan menggambarkan seberapa jauh tingkat kapasitas model saat menjabarkan variasi variable terikat (Ghozali, 2013: 97). Nilai dalam uji R^2 memiliki interval antara 0 sampai 1 ($0 \leq R^2 \leq 1$).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 2. Hasil statistik deskriptif

| | GROWTH | | | | | |
|------------------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| | DPR | INS | LIQ | DER | ASSET | FCF |
| Mean | 0.608090 | 0.579492 | 1.850967 | 1.736500 | 0.084368 | 625.0748 |
| Median | 0.511000 | 0.567500 | 1.434850 | 0.855000 | 0.091700 | 291.5700 |
| Maximum | 1.768500 | 0.925000 | 5.272300 | 6.080000 | 0.413500 | 4216.910 |
| Minimum | 0.000000 | 0.174800 | 0.478800 | 0.160000 | -0.107500 | -775.5400 |
| Std. Dev. | 0.323984 | 0.150385 | 1.183117 | 1.895141 | 0.094879 | 972.5475 |
| Observatio ns | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 | 60 |

Sumber : Output Program *Eviews* 9.0 (data diolah)

Berdasarkan hasil output E-views pada tabel 13 diatas, interpretasi statistik deskriptif dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1) Kebijakan Dividen (DPR)

Nilai rata-rata dari 60 data observation adalah 0.608090. Dividen payout ratio tertinggi sebesar 1.768500 adalah dari emiten INTN pada tahun 2018, kemudian untuk nilai terendah sebesar 0 adalah dari emiten LPPF dan GGRM pada tahun 2019. Kemudian untuk standar deviasi sebesar 0,323984 yang berarti penyebaran dividen payout ratio berada dibawah rata-rata, oleh karena itu data yang dipakai dalam keadaan yang baik.

2) Kepemilikan Institusional (INS)

Nilai rata-rata dari 60 data observation adalah 0.579492. Kepemilikan instusional tertinggi sebesar 0.925000 adalah dari emiten HMSP, sedangkan untuk nilai terendah sebesar 0.174800 adalah dari emiten LPPF selama 2017 sampai 2018. Kemudian untuk standar deviasi sebesar 0.150385, yang berarti penyebaran kepemilikan institusional berada dibawah rata-rata, oleh karena itu data yang dipakai dalam keadaan yang baik.

3) Likuiditas (CR)

Nilai rata-rata dari 60 data observation adalah 1.850967. Likuiditas tertinggi sebesar 5.272300 adalah emiten HMSP pada tahun 2017, kemudian nilai terendah sebesar 0.478800 adalah emiten TOWR. Kemudian untuk standar deviasi sebesar 1.183117 yang berarti penyebaran likuiditas berada dibawah rata-rata, oleh karena itu data yang dipakai dalam keadaan yang baik.

4) Leverage (DER)

Nilai rata-rata dari 60 data observation adalah 1.736500. Leverage tertinggi sebesar 6,08000 adalah dari emiten BBNI pada tahun 2018, kemudian nilai terendah sebesar 0,160000 adalah emiten INTN pada tahun 2018. Selanjutnya untuk standar deviasi sebesar 1,895141 yang berarti penyebaran likuiditas berada diatas rata-rata, oleh karena itu data yang dipakai dalam keadaan tidak baik.

5) Growth

Nilai rata-rata dari 60 data observation adalah 0.084368. Growth tertinggi sebesar 0.413500 adalah dari emiten UNTR pada tahun 2018, sedangkan nilai terendah di tahun 2017 sebesar -1.07500 adalah emiten PGAS. Untuk standar deviasi yang bernilai 0.094879

yang memiliki makna bahwa penyebaran growth berada diatas rata-rata, oleh karena itu data yang dipakai dalam keadaan yang tidak baik.

6) Free Cash Flow (FCF)

Nilai rata-rata dari 60 data observation adalah 625.0748. Free cash flow tertinggi sebesar 4216.910 adalah emiten GGRM pada tahun 2018, sedangkan nilai terendah sebesar -775.5400 adalah emiten BBNI pada tahun 2019. Kemudian untuk standar deviasi sebesar 972.5475 yang berarti penyebaran free cash flow berada diatas rata-rata, oleh karena itu data yang dipakai dalam keadaan yang tidak baik.

Uji parsial (Uji t)

Tabel 3. Uji t

| Variable | Coefficient | Std. Error | t-Statistic | Prob. |
|-------------|-------------|------------|-------------|--------|
| C | 3.664660 | 5.429334 | 0.674974 | 0.5041 |
| INS | -4.135203 | 9.432195 | -0.438414 | 0.6638 |
| LIQ | -0.150066 | 0.085311 | -1.759041 | 0.0873 |
| DER | -0.221878 | 0.163486 | -1.357169 | 0.1834 |
| GROWTHASSET | -0.726667 | 0.396721 | -1.831681 | 0.0755 |
| FCF | 0.000103 | 5.41E-05 | 1.897566 | 0.0560 |

Sumber : Output Program Eviews 9.0 (data diolah)

Berdasarkan hasil data statistik pada tabel 14, maka dapat diketahui pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial sebagai berikut:

1) Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen (DPR).

Bedasarkan hasil dari data yang tercantum pada tabel 17 diatas, didapat hasil kepemilikan institusional menunjukan tingkat signifikansi lebih besar dari α yaitu $0,6638 > 0,05$ dan besaran koefisien bernilai -0.438414 serta nilai t hitung lebih kecil dari t tabel $-0.438414 < 1,67303$ dengan $df = 60-5 = 55$ dan taraf signifikannya 5%, maka dari itu H_0 dapat diterima sedangkan H_1 ditolak. Dengan demikian disimpulkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

2) Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen (DPR)

Bedasarkan hasil dari data yang tercantum pada tabel 17, terdapat hasil likuiditas yang dapat diukur dengan *current ratio* (CR). Menunjukan tingkat signifikansi lebih besar dari α yaitu $0,0873 > 0,05$ dan besaran koefisien bernilai -0.150066 serta nilai t hitung lebih kecil dari t tabel $-1.759041 < 1,67303$ dengan $df = 60-5 = 55$ dan taraf signifikannya 5%, maka dari itu H_0 dapat diterima sedangkan H_1 ditolak. Dengan demikian disimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak di pengaruhi oleh likuiditas.

3) Pengaruh Leverage terhadap Kebijakan Dividen (DPR)

Bedasarkan hasil dari data yang tercantum pada tabel 17, terdapat hasil leverage yang dapat diukur dengan *debt to equity ratio* (DER). Menunjukan tingkat signifikansi lebih besar dari α yaitu $0.1834 > 0,05$ dan besaran koefisien bernilai -0.221878 serta nilai t hitung lebih kecil dari t tabel $-1,351548 < 1,67303$ dengan $df = 60-5 = 55$ dan taraf signifikannya 5%, maka dari itu H_0 dapat diterima sedangkan H_1 ditolak. Dengan demikian disimpulkan bahwa kebijakan dividen negatif dipengaruhi oleh leverage.

4) Pengaruh Growth Asset terhadap Kebijakan Dividen (DPR)

Bedasarkan hasil dari data yang tercantum pada tabel 17, terdapat hasil growth yang dapat diukur dengan *growth asset*. Menunjukan tingkat signifikansi lebih besar dari α yaitu 0.0755

$> 0,05$ dan besaran koefisien bernilai -0.726667 serta nilai t hitung lebih kecil dari t tabel $-1.831681 < 1,67303$ dengan $df = 60-5 = 55$ dan taraf signifikannya 5% , maka dari itu H_0 dapat diterima sedangkan H_1 ditolak. Dengan demikian disimpulkan bahwa growth tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

5) Pengaruh FreeCash Flow terhadap Kebijakan Dividen (DPR)

Bedasarkan hasil dari data yang tercantum pada tabel 17, terdapat hasil free cash flow yang diukur dengan perhitungan *free cash flow* (FCF). Menunjukan tingkat signifikansi lebih besar dari α yaitu $0.05 \leq 0,05$ dan besaran koefisien bernilai $0,000103$ serta nilai t hitung lebih besar dari t tabel $1.897566 > 1,67303$ dengan $df = 60-5 = 55$ dan taraf signifikannya 5% , maka dari itu H_0 dapat ditolak sedangkan H_1 diterima. Dengan demikian dapat ditarik sebuah kesimpulan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh free cash flow.

Uji Koefisien Determinasi (Adjusted R²)

Tabel 4. Uji Koefisien Determinasi (R²)

| | | | |
|--------------------|----------|-----------------------|-----------|
| R-squared | 0.781865 | Mean dependent var | 0.608090 |
| Adjusted R-squared | 0.632287 | S.D. dependent var | 0.323984 |
| S.E. of regression | 0.196462 | Akaike info criterion | -0.122358 |
| Sum squared resid | 1.350906 | Schwarz criterion | 0.750285 |
| Log likelihood | 28.67075 | Hannan-Quinn criter. | 0.218981 |
| F-statistic | 5.227138 | Durbin-Watson stat | 2.503881 |
| Prob(F-statistic) | 0.000006 | | |

Sumber : Output *Eviews* 9.0 (data diolah)

Bedasarkan tabel 18, hasil dari output menunjukan nilai koefisien determinasi yang dipakai merupakan *Adjusted R-squared* dengan nilai 0.632287 . Oleh karena itu menunjukan bahwa variabel independent yaitu kepemilikan institusional, likuiditas, leverage, growth dan free cash flow dapat menjabarkan serta menjelaskan sebesar 63.2287% terhadap total varians variabel dependent yaitu kebijakan dividen serta sebesar 36.713% dijabarkan oleh varibel lain yang tidak digunakan pada penelitian ini.

Pembahasan

Pengaruh Kepemilikan Insitusional terhadap Kebijakan Dividen

Hasil yang didapatkan yang berdasar dari tabel 17 didapat hasil kepemilikan institusional menunjukan nilai t hitung memiliki nilai yang lebih kecil dari t tabel $-0.438414 < 1,67303$ dengan begitu dividen tidak dipengaruhi oleh kepemilikan institusional serta besaran signifikansi yang dilihat dari probabilitas sebesar $0,6638 > 0,05$, yang berarti kepemilikan institusioanl tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Sehingga hipotesis pertama (H_1) penelitian ini ditolak, ini berarti secara parsial kebijakan dividen tidak dipnegraruhi dan tidak signifikasi oleh kepemilikan institusional. Menyimpulkan kepemilkan instusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Perusahaan dengan tingkat kepemilikan institusional yang besar belum tentu memberikan kebijakan dividen yang tinggi. Hal itu dikarenakan kepemilikan institusional memiliki kepentingan lain dengan menahan laba yang dibagikan menjadi *retained earning* untuk pembelanjaan perusahaan dimasa yang akan datang. Dapat dilihat perusahaan GGRM dan LPPF yang tidak membagikan dividen pada tahun 2019. Perusahaan GGRM dengan kepemilikan institusional sebesar 75.55% membagikan pada tahun 2017 sebesar 64.52% dan pada tahun 2018 sebesar 64.2% akan tetapi dengan pada tahun 2019 tidak membagikan dividen, padahal secara pendapatan mengalami peningkatan menjadi sebesar $110,523,819$ dari tahun 2018 sebesar $95,707,663$. Perusahaan LPPF yang mengalami peningkatan kepemilikan institusional pada tahun 2019 menjadi sebesar 18.18% dari

sebelumnya di tahun 2017 dan 2018 sebesar 17.48%, akan tetapi dengan peningkatan kepemilikan institusional perusahaan LPPF tidak membagikan dividen di tahun 2019. Menurut Cheng, *et al* (2018) bahwa ketika kepemilikan institusional stabil, maka institusional investor akan lebih memperhatikan nilai jangka panjang dan bekerja lebih keras untuk menekan konflik keagenan antara manajer dan investor. Dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional akan memperhatikan nilai jangka panjang dan bukan hanya mementingkan kebijakan dividen, serta lebih mengarahkan untuk memperkecil dividen untuk mengurangi pajaka dividen sesuai teori *tax effect*..

Dengan demikian, penelitian ini memiliki hasil yang sesuai dan didukung dari penelitian sebelumnya yang telah diteliti oleh Jayanti dan Puspitasari (2017) dengan menyatakan hasil bahwa kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh kepemilikan institusional.

Pengaruh Tingkat Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen

Bedasarkan hasil yang didapatkan dengan menggunakan analisis regresi data panel seperti yang tertera di tabel 17 didapat hasil likuiditas adanya perbandingan yang dihasilkan antara t hitung dengan t tabel yaitu $-1.759041 < 1,67303$ dimana perbandingan ini menyatakan nilai t hitung lebih kecil dibandingkan nilai t tabel yang berarti likuiditas tidak mempunyai suatu pengaruh terhadap kebijakan dividen dan tingkat signifikansi yang dilihat dari probabilitas sebesar $0,0873 > 0,05$, yang berarti likuiditas tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Sehingga hipotesis kedua (H_2) penelitian ini ditolak, ini berarti secara parsial bahwa kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh nilai likuiditas suatu perusahaan. menyimpulkan likuiditas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Tingkat likuiditas yang besar yang dimiliki dalam suatu perusahaan nyatanya belum tentu memberikan kebijakan dividen dengan jumlah yang tinggi. Hal itu dikarenakan likuiditas tidak membayar dividen, akan tetapi dialokasikan kepada pembelian asset serta melunasi utang jatuh tempo dan sebagainya. Dapat dilihat perusahaan TLKM dengan memiliki *current ratio* pada tahu 2017 sebesar 104.82% dan pada tahun 2018 terjadi penurunan menjadi sebesar 93.53% dan pada tahun 2019 mengalami peningkatan menjadi sebesar 104.46%, akan tetapi hal itu berbanding terbalik dengan kebijakan dividen dapat dilihat bahwa pada tahun 2017 sebesar 76.21% dan di tahun 2018 mengalami peningkatan menjadi sebesar 90.01% serta di tahun 2019 mengalami penurunan menjadi sebesar 81.95%. Hal ini membuktikan bahwa dengan penurunan *current ratio* belum tentu sejalan dengan kebijakan dividen, akan tetapi dengan likuiditas yang besar menandakan pencyinalan bahwa perusahaan tersebut baik.

Penelitian ini memiliki hasil yang sesuai dan didukung dari penelitian sebelumnya yang telah diteliti oleh Kaźmierska-Jóźwiak B (2015), Wajudi E (2018), Ardianto, *et al* (2017) serta Permana dan hidayati (2016) menyatakan kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh likuiditas perusahaan.

Pengaruh Leverage terhadap Kebijakan Dividen

Bedasarkan dari perhitungan regresi data panel pada tabel 17 didapat hasil leverage menunjukan perbandingan nilai dari t hitung yang memiliki nilai lebih kecil dibandingkan dengan nilai yang ada pada t tabel, yaitu $-1,351548 < 1,67303$ yang berarti leverage tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan tingkat signifikansi yang dilihat dari probabilitas sebesar $0.1834 > 0,05$, yang berarti likuiditas tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Sehingga hipotesis ketiga (H_3) penelitian ini ditolak, ini berarti secara parsial leverage tidak berpengaruh dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Menyimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh leverage. Tingkat leverage yang besar yang dimiliki dalam suatu perusahaan tidak sepenuhnya pasti akan memberikan kebijakan dividen yang tinggi. Hal itu

dikarenakan banyak nya labiliti yang dijadikan sebagai modal belum tentu hasilnya dipakai dalam pembayaran dividen akan tetapi dapat dipergunakan dalam pembelajaran asset serta pembiayaan beban perusahaan dan sebagainya. Dapat dilihat bank BBNI yang memiliki tingkat DER pada tahun 2018 yang tinggi sebesar 6.08 kali dikarenakan perusahaan memiliki liabilitas sebesar Rp. 671.237.546 dan nilai ekuitas sebesar Rp. 110.373.789. Pada tahun 2017 BBNI mengalami peningkatan pendapatan menjadi sebesar Rp. 54.138.613. Peningkatan tersebut dikarenakan besar liabilitas yang dijadikan sebagai pendaan sebesar 6.08 kali berasal dari meningkatnya total simpanan nasabah sebesar Rp. 552.172.202. Akan tetapi dalam kebijakan dividen mengalami penurunan menjadi sebesar 25% yang sebelumnya pada tahun 2017 sebesar 35.01%. Hal ini membuktikan bahwa dengan penurunan *debt to equity* (DER) sejalan dengan kebijakan dividen, akan tetapi dengan leverage yang besar menandakan perusahaan tersebut menggunakan liabilitas sebagai sumber pendaan perusahaan.

Penelitian ini memiliki hasil yang sesuai dan didukung dari penelitian sebelumnya yang telah diteliti oleh Kaźmierska-Jóźwiak B (2015), Kajola, *et al* (2015), Jabbouri (2016), Pernama dan Hidayati (2016), Ardianto, *et al* (2017), Oditama (2020), Munawar (2019) dan Basri (2017) mengungkapkan bahwa kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh leverage.

Pengaruh Growth Asset terhadap Kebijakan Dividen

Bedasarkan hasil dari data yang diperoleh dari regresi data panel pada tabel 17 didapat hasil *growth* menunjukan bahwa *t* hitung memiliki nilai yang lebih kecil dibandingkan dari nilai *t* tabel $-1.831681 < 1,67303$ yang berarti *growth* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen serta tingkat nilai signifikansi yang dilihat dari probabilitas sebesar $0.0755 > 0.05$, yang memiliki arti bahwa *growth* tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Sehingga hipotesis empat (H_4) penelitian ini ditolak, ini berarti secara parsial kebijakan dividen tidak dipengaruhi dan tidak disignifikansi oleh *growth*. Mengungkapkan dividen tidak dipengaruhi oleh *growth*. *Growth* yang tinggi pada suatu perusahaan yang akan membuat hasil laba dialokasikan kepada *retained earning* sehingga dividen dibagikan akan sedikit. Dapat dilihat perusahaan UNTR yang memiliki peningkatan *growth asset* cukup besar sebesar 41.35%, hal itu karena jumlah asset tahun 2018 sebesar Rp. 116.281.017 dari jumlah asset tahun 2017 sebesar Rp. 82.262.093. Perusahaan UNTR membagikan kebijakan dividen ditahun 2018 sebesar 39.99%. Perusahaan ITMG pada 2019 mengalami pertumbuhan yang rendah sebesar -10.75%, akan tetapi dividen yang dibagikan sebesar 80.08%, kasus ini tidak sesuai dengan teori *irrelevant* karena dengan asset minus tetap membagikan dividen yang cukup besar. Hal itu membuktikan pertumbuhan yang tinggi rendah tidak mempengaruhi kebijakan dividen.

Pada perhitungan yang didapatkan dari penelitian ini, didapatkan hasil yang sesuai dengan penelitian sebelumnya dimana penelitian sebelumnya tersebut ditemukan oleh Lestari dan Chabachib (2016), Jabbouri (2016), Pernama dan Hidayati (2016), Basri (2017), Nurwulansari dan Rikumahu (2018), dan Iqbal, *et al* (2020).

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Dividen

Dalam hasil penelitian ini menunjukan bahwa Bedasarkan regresi data panel pada tabel 17 *free cash flow* menunjukan nilai *t* hitung lebih besar dibandingkan nilai yang tertera pada *t* tabel yaitu $1.897566 > 1,67303$ dengan arti bahwa *free cash flow* dan tingkat nilai signifikansi yang dilihat dari probabilitas sebesar $0.05 \leq 0.05$, yang berarti *free cash flow* signifikan terhadap kebijakan dividen. Sehingga hipotesis lima (H_5) penelitian ini diterima, ini berarti secara parsial kebijakan dividen positif dipengaruhi dan signifiikansi oleh *free cash flow*.

Dalam hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran besar atau kecilnya free cash flow pada suatu perusahaan mempengaruhi jumlah dividen. Semakin besar kebijakan dividen yang dilakukan dalam suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula free cash flow yang ada pada perusahaan. Hal ini terjadi karena dana kas bebas dialokasikan kepada kebijakan dividen. Dapat dilihat perusahaan GGRM dengan free cash flow yang tinggi pada tahun 2018 sebesar 4216.91, dengan kebijakan dividen yang cukup besar juga pada tahun 2018 sebesar 64.2%. Perusahaan ITMG dengan free cash flow pada 2017 sebesar 3031.36, dengan kebijakan dividen sebesar 103.67%. Hal itu membuktikan kebijakan dividen dipengaruhi oleh free cash flow yang tinggi.

Pada perhitungan yang didapatkan dari penelitian ini, didapatkan hasil yang sesuai dengan penelitian sebelumnya dimana penelitian sebelumnya tersebut ditemukan oleh Yarram dan Dollery (2015), Firth, *et al* (2016), Jayanti dan Puspitasari (2017) dan Nurwulansari dan Rikumahu (2018) menyebutkan *freecash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

SIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pengujian hipotesis melalui analisis regresi data panel pada 20 perusahaan Indeks High Dividen 20 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2017 hingga 2019, maka didapatkan suatu kesimpulan sebagai berikut:

- a. Hasil pengujian yang diuji pada variable Kepemilikan institusional, kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh kepemilikan institusional. Disimpulkan bahwa hipotesis penelitian ini menerima H_0 . Hal tersebut dapat dipengaruhi oleh kondisi perusahaan untuk memperkirakan jangka panjang serta faktor lainnya, kondisi terkini adalah terjadi pandemic oleh karena kepemilikan akan berfikir untuk mengelola keuangan perusahaan dengan baik untuk menghadapi kondisi ini, sehingga mengurangi terjadinya konflik antara investor dan manajer.
- b. Hasil pengujian yang diuji pada variable Likuiditas berdasarkan hitungan dengan menggunakan *current ratio* (CR) dan *Loan to Deposit Ratio* (LDR) menunjukkan hasil Kebijakan Dividen tidak dipengaruhi oleh Likuiditas. Disimpulkan hipotesis penelitian ini menerima H_0 . Hal tersebut terjadi disebabkan perusahaan dalam memanfaatkan kas dialokasikan ke berbagai bagian dan bukan hanya pembagian dividen akan tetapi bisa dibelanjakan asset atau melakukan investasi dengan menambah pemasukan perusahaan.
- c. Hasil dari pengujian variable Leverage negatif terhadap kebijakan dividen. Disimpulkan hipotesis penelitian ini terbukti. Hal tersebut terjadi karena perusahaan akan mementingkan pembayaran utang jatuh tempo serta pembiayaan lain, sehingga alokasi yang tersisa berkurang untuk pembagian dividen.
- d. Hasil dari pengujian variable Growth, kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh Growth pada perusahaan tersebut. Disimpulkan hipotesis penelitian ini menerima H_0 . Hal tersebut terlaksana karena perusahaan melihat pembagian dividen tidak dipengaruhi oleh asset sesuai dengan teori irrelevant, akan tetapi perusahaan akan tertarik untuk melakukan reinvestasi sebab mungkin resiko yang diberikan terbilang menjamin sesuai dengan teori bird hand.
- e. Hasil dari pengujian variable Free Cash Flow, kebijakan dividen dipengaruhi oleh Free Cash Flow dalam perusahaan tersebut. Disimpulkan hipotesis penelitian ini terbukti. Hal tersebut sesuai karena investor mendorong perusahaan untuk membagikan dividen serta mengoptimalkan pengeluaran perusahaan dari pemborosan.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Kuwari, D. (2009). Determinants of the dividend policy of companies listed on emerging stock exchanges: the case of the Gulf Cooperation Council (GCC) countries. *Global Economy & Finance Journal*, 2(2), 38-63.
- Al-Najjar, B., & Kilincarslan, E. (2016). The effect of ownership structure on dividend policy: evidence from Turkey. *Corporate Governance: The international journal of business in society*.
- Ardianto, M. J., CHABACHIB, M., & Mawardi, W. (2017). *Pengaruh Kepemilikan Institusional, DER, ROA, dan Current Ratio terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening (Studi pada Perusahaan Manufaktur di BEI Periode Tahun 2011-2015)* (Doctoral dissertation, Diponegoro University).
- Bae, B., & Elhousseiny, M. F. (2017). The Relationship Between Dividend Payment Patterns and Firm Characteristics. In *Growing Presence of Real Options in Global Financial Markets*. Emerald Publishing Limited.
- Basri, H. (2019). Assessing determinants of dividend policy of the government-owned companies in Indonesia. *International Journal of Law and Management*.
- Brigham, Eugene F. dan Joel Houston, 2010. *Teori Keuangan*. Edisi Kelimabelas Terjemahan Dodo Suharno. Jakarta: Erlangga.
- Brigham, Eugene F. dan Joel Houston, 2010. *Fundamentals of Financial Management, Concise Eighth Edition*. South Western: Cengage Learning
- Cheng, J. C., Lin, F. C., & Tung, T. H. (2018). The Effect of Institutional Ownership Stability on Cash Dividend Policy: Evidence from Taiwan', *Advances in Pacific Basin Business, Economics and Finance (Advances in Pacific Basin Business, Economics and Finance, Volume 6)*.
- Deni, F. F., Aisjah, S., & Djazuli, A. (2016). Analisis variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen (Studi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 14(2), 359-365.
- Easterbrook, F. H. (1984). Two agency-cost explanations of dividends. *The American economic review*, 74(4), 650-659.
- Fama, E. F., dan K. R. French. 1998. Taxes, Financing Decision, and Firm Value, *The Journal of Finance* LIII (June 3): 819-843.
- Fauzi , A & Nurmatias. (2015). PENGARUH PROFITABILITAS DAN LEVERAGE TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN SEBAGAI VARIABEL INTERVENING PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BEI TAHUN 2013. *Ekonomi dan Bisnis*, 2(2), 177-202.
- Firth, M, Jin Gao, Jianghua Shen, dan Yuanyuan Zhang., 2016, Institutional Stock Ownership and Firms Cash Dividend Policies: Evidence from China, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 65: 91-107.
- Franc-Dąbrowska, J., Mađra-Sawicka, M., & Ulrichs, M. (2020). Determinants of dividend payout decisions—the case of publicly quoted food industry enterprises operating in emerging markets. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 33(1), 1108-1129.
- Iqbal, A., Zhang, X., Tauni, M. Z., & Jebran, K. (2020). Principal–principal agency conflicts, product market competition and corporate payout policy in China. *Journal of Asia Business Studies*.
- Ghozali, Imam. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program IBM SPSS21*. Edisi 7. Penerbit Universitas Diponegoro: Semarang.
- Jabbouri, I. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, 283-298.

- Jayanti, I. S. D., & Puspitasari, A. F. (2017). Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *The Indonesian Journal of Applied Business*, 1(1), 1-13.
- Jensen, Michael C., dan William H. Meckling, 1976, Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 : 305-360.
- Jory, S. R., Ngo, T., & Sakaki, H. (2017). Institutional ownership stability and dividend payout policy. *Managerial Finance*.
- Kajola, S. O., Desu, A. A., & Agbanike, T. F. (2015). Factors influencing dividend payout policy decisions of Nigerian listed firms. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 3(6), 539-557.
- Kasmir (2016). *Analisis Laporan Keuangan*. Cetakan Ketiga. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persa
- Kaźmierska-Jóźwiak, B. (2015). Determinants of dividend policy: evidence from polish listed companies. *Procedia economics and finance*, 23, 473-477.
- Lestari, D. S. J., & Chabachib, M. C. M. (2016). ANALISIS FAKTOR–FAKTOR YANG MEMPENGARUHI DIVIDEND PAYOUT RAYIO (STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2010-2014). *Diponegoro Journal of Management*, 5(3), 68-79.
- Munawar, A. H. (2019). FIRM AGE MEMODERASI ROE DAN DER TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN BERDASARKAN INDEKS IDX HIGH DIVIDEND 20. *JURNAL AKUNTANSI*, 14(1), 22-31.
- Nguyen, T. T. N., & Bui, P. K. (2019). Dividend policy and earnings quality in Vietnam. *Journal of Asian Business and Economic Studies*.
- Nidar, Sulaeman Rahman. 2016. *Manajemen Keuangan Perusahaan Modern*, Bandung: Pustaka Reka Cipta.
- Nurwulansari, N., & Rikumahu, B. (2018). DETERMINANTS OF DIVIDEND PAYOUT RATIO: A STUDY OF LISTED COMPANIES IN INDONESIA STOCK EXCHANGE. In *Proceeding of International Seminar & Conference on Learning Organization*.
- Odiatma, F. (2020). Financial Ratio and Dividend Policy.
- Pamungkas, N. (2017). Pengaruh Return On Equity, Debt To Equity Ratio, Current Ratio, Earning Per Share dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Analisa Akuntansi dan Perpajakan*, 1(1).
- Permana, H. A. (2016). Analisis Pengaruh Leverage, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal Manajemen Bisnis Indonesia (JMBI)*, 5(6), 648-659.
- Prastika, T., & Pinem, D. B. (2015). PENGARUH RETURN ON EQUITY, LEVERAGE DAN SALES GROWTH TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN GO PUBLIC DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2013. *Ekonomi dan Bisnis*, 2(2), 155-166.
- Supranto, J., & Limakrisna, N. (2013). Petunjuk Praktis Penelitian Ilmiah Untuk Menyusun Skripsi, Tesis, dan Disertasi. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Van Horne, James C. dan John M. Wachowicz, Jr. 2013. Prinsip – prinsip Manajemen Keuangan. Edisi 13 Buku kedua. Jakarta : Salemba Empat
- Wahjudi, E. (2019). Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *Journal of Management Development*.
- Widyawati, D., & Indriani, A. (2019). Determinants of dividend payout ratio: evidence from Indonesian manufacturing companies. *Diponegoro International Journal of Business*, 2(2), 112-121.

- Yarram, S. R., & Dollery, B. (2015). Corporate governance and financial policies. *Managerial Finance*.
- Bursa Efek Indonesia (2020) Index Fact Sheet High dividen 20. Diakses 30 September 2020, dari https://www.idx.co.id/media/8201/fact-sheet_20191230_07_idxhidiv20.pdf
- Bursa Efek Indonesia (2020) Laporan Keuangan Tahunan. Diakses 30 September 2020, dari <https://www.idx.co.id/perusahaan-tercatat/laporan-keuangan-dan-tahunan/>
- Bursa Efek Indonesia (2020) Laporan Keuangan Tahunan. Diakses 30 September 2020, dari <https://www.idx.co.id/media/7599/lq45-company-profiles-august-2019.pdf>
- Badan pusat Statistik (2020) Ekonomi Indonesia 2019 Tumbuh 5,02 Persen. Diakses 20 Oktober 2020, dari <https://www.bps.go.id/pressrelease/2020/02/05/1755/ekonomi-indonesia-2019-tumbuh-5-02-persen.html>
- IDX Channel Okezone (2020) PTBA Bagikan Dividen Rp3,65 Triliun, Terbesar dalam Sejarah BUMN di BEI. Diakses 1 Desember 2020, dari <https://idxchannel.okezone.com/read/2020/06/10/278/2227634/ptba-bagikan-dividen-rp3-65-triliun-terbesar-dalam-sejarah-bumn-di-bei>
- Investasi Kontan (2020) Gudang Garam (GGRM) tak bagi dividen untuk tahun buku 2019, dari <https://investasi.kontan.co.id/news/gudang-garam-ggrm-tak-bagi-dividen-untuk-tahun-buku-2019>
- Market Bisnis (2020) Terdampak Covid-19, Matahari Department Store (LPPF) Absen Bagi Dividen <https://market.bisnis.com/read/20200604/192/1248759/terdampak-covid-19-matahari-department-store-lppf-absen-bagi-dividen>
- Fiskal Kemenkeu (2020)_APBN 2019: Ekspansif di Tengah Melambatnya Pertumbuhan Ekonomi dan Penurunan Harga Komoditas <https://fiskal.kemenkeu.go.id/baca/2020/01/10/082035048566031-apbn-2019-ekspansif-di-tengah-melambatnya-pertumbuhan-ekonomi-dan-penurunan-harga-komoditas>