



MANIS: JURNAL MANAJEMEN, INOVASI BISNIS DAN STRATEGI

Homepage: <https://jurnal.usk.ac.id/manis>

Vol. 1 No. 1, Juni (2023)

Pengaruh *Cash Flow*, Utang, Peluang Investasi Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Sektor Industri *Consumer Goods*

Ummi Asma Putri¹⁾, Syarifah Rahmawati²⁾, Nurhalis³⁾

^{1,2,3)} Prodi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Syiah Kuala

¹E-mail: ummi25putri@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh arus kas, utang, peluang investasi, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor industri barang konsumsi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Teknik pengambilan sampel yang digunakan yaitu *purposive sampling* dengan beberapa kriteria sehingga diperoleh 16 sampel dari perusahaan sektor industri barang konsumsi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2016-2019. *Ordinary Least Square (OLS)* dengan data panel digunakan sebagai metode analisis. Hasil penelitian menunjukkan bahwa arus kas berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Utang berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Sementara peluang investasi berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kata Kunci: Kebijakan Dividen; Arus Kas; Utang; Peluang Investasi; dan Ukuran Perusahaan.

The Effect of Cash Flow, Debt, Investment Opportunities and Company Size on Dividend Policy in Consumer Goods Industry Sector Companies

ABSTRACT

This study aims to determine to the effect of cash flow, debt, investment opportunities, and firm size on dividend policy in consumer goods sector industry companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX). The sampling technique used purposive sampling with several criteria to obtain 16 samples from in consumer goods sector industry companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the 2016-2019 period. Ordinary Least Square (OLS) with panel data used to analytical method. The results showed that cash flow had a positive and insignificant effect on dividend policy. Debt ratio had a negative and insignificant effect on dividend policy. Meanwhile, the variable investment opportunity had a significant negative effect on dividend policy and the firm size had a significant positive effect on dividend policy.

Keywords: Dividend Policy; Cash Flow; Debt; Investment Opportunities; and Firm Size.

PENDAHULUAN

Perkembangan teknologi ke depan semakin maju. Hal tersebut terlihat dari persaingan yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan dalam memperoleh laba. Setiap perusahaan tentu akan menggunakan berbagai strategi untuk memperoleh keuntungan dan meningkatkan aset. Aset tersebut dapat berasal dari laba, utang, dan modal yang ditanamkan oleh para investor. Di masa globalisasi ini banyak investor melirik pasar modal untuk berinvestasi, tujuannya agar mendapatkan pengembalian investasi berupa *capital gain* maupun dividen. Kebijakan dividen adalah sebuah keputusan yang diambil oleh perusahaan

akan keuntungan yang diperoleh apakah membagikan dividen kepada pemegang saham atau menyimpannya sebagai laba ditahan untuk digunakan sebagai pembiayaan investasi masa depan (Gitman dan Zutter, 2014:614). Dividen yang dibagikan bisa berupa *cash dividend* atau *stock dividend*. Jika perusahaan tidak melakukan pembayaran dividen maka perusahaan memiliki laba internal yang banyak dan mengurangi ketergantungan pada laba eksternal. Jika perusahaan melakukan pembayaran dividen maka laba internal yang dimiliki menjadi sedikit dan meningkatkan ketergantungan pada utang dan pembiayaan eksternal lainnya, oleh karena itu kebijakan dividen mempengaruhi struktur modal dan keputusan investasi (Lee et al., 2010).

Ross (1973) mengatakan bahwa masalah agensi (*agency problem*) muncul karena *asymmetric information*, baik yang berkaitan dengan kegiatan (*hidden action*) yaitu *moral hazard* maupun informasi (*hidden information*) yaitu *adverse selection* yang dimiliki oleh seorang agen. Konflik yang terjadi antara agen dengan *principal* akan menimbulkan *agency cost*. Pemegang saham memiliki ikatan kontrak pada perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Munculnya kepentingan-kepentingan yang berlawanan karena setiap pihak tidak mempunyai kesamaan dalam bertindak. Agar investor tidak merasa dirugikan akibat perlakuan manajer, investor melakukan pengawasan (*monitoring*) dan manajer melakukan pembatasan atas tindakan-tindakannya (*bonding*). Hal tersebut memunculkan biaya dan membuat investor menjadi waspada, sehingga muncullah biaya agensi (*agency cost*).

Sinyal dividen menampakkan informasi tentang kinerja perusahaan yang akan menyebabkan pemegang saham bereaksi terhadap pengumuman tersebut (Miller dan Modigliani, 1961). Dividen sebagai alat untuk menyampaikan informasi ke pasar tentang laba dan pertumbuhan perusahaan saat ini dan di masa depan (John dan Williams, 1985). Bhattacharya (1979) menunjukkan bahwa pembayaran dividen dapat berfungsi sebagai sinyal kesehatan bagi keuangan perusahaan dan dapat mengkomunikasikan profitabilitas perusahaan kepada pemegang saham, hal ini menunjukkan bahwa manajer mengharapkan bisnis mereka memiliki arus kas yang lebih tinggi di masa depan. Sehingga nilai yang lebih tinggi ditandai oleh dividen yang lebih tinggi.

Cash flow merupakan kas masuk dan kas keluar dari aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan. Rasio *cash flow* yang digunakan adalah *operation cash flow ratio* yaitu, kenaikan bersih setelah kas masuk dan kas keluar akibat pelaksanaan proyek selama masa pakainya (Gitman dan Zutter, 2014:481). Arus kas perusahaan yang banyak menandakan perusahaan memiliki cukup kas untuk operasi sehari-hari dan jika memungkinkan untuk dividen. Pengukuran utang perusahaan menggunakan rasio utang (*debt ratio*). Rasio utang mengukur proporsi total aset yang dibiayai oleh kreditor perusahaan. Semakin tinggi rasio utang mendakan semakin banyak uang orang lain yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan (Gitman dan Zutter, 2014:126). Sehingga meningkatnya utang diiringi dengan penurunan dividen.

Perusahaan dapat berinvestasi apabila memiliki kelebihan uang dalam jumlah besar dan peluang investasi dapat muncul jika pertumbuhan perusahaan rendah (Rozeff, 1982). Peluang investasi diukur menggunakan rasio *retained earnings to total asset*, yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba ditahan dari total aset (Gitman dan Zutter, 2014). Jika rasio ini bernilai positif maka perusahaan tidak mengalami *financial distress*. *Logaritma natural of total assets* digunakan untuk mengukur ukuran perusahaan (Jabbouri, 2016). Total aset perusahaan yang besar menandakan bahwa ukuran

perusahaan juga besar, serta modal meningkat untuk investasi. Biasanya perusahaan besar mampu untuk membayarkan dividen yang lebih dibandingkan perusahaan kecil.

Sektor industri *consumer goods* dipilih sebagai objek penelitian ini. Industri ini bergerak dibidang produksi kebutuhan sehari-hari yang dibutuhkan oleh masyarakat, dari kebutuhan pokok, kebutuhan sekunder dan kebutuhan tersier.

Tabel 1. Rata-Rata DPR, Rasio CF, Rasio Utang, IO, dan Size Pada 4 Perusahaan Sektor Industri Consumer Goods

Variabel	Tahun			
	2016	2017	2018	2019
Kebijakan Dividen (%) (DPR)	72,278	78,098	75,917	75,778
Cash Flow (%) (Cash Flow Operation Ratio)	23,196	107,187	26,469	25,937
Utang (%) (Debt Ratio)	58,995	222,263	55,630	55,853
Peluang Investasi (%) (Rasio RE/TA)	35,222	94,572	38,074	35,760
Ukuran Perusahaan (Ln Total Aset)	31,411	30,902	31,546	31,603

Sumber: Laporan Keuangan Tahunan 4 Perusahaan (diolah) 2021, *idx.co.id*

Pada tabel 1 menunjukkan rata-rata 4 perusahaan yang liquid di sektor industri *consumer goods*, yaitu Gudang Garam tbk, H.M Sampoerna tbk, Indofood Sukses Makmur tbk, dan Unilever tbk untuk melihat permasalahan yang ada selama periode 2016-2019. DPR pada tahun 2017 memiliki nilai rata-rata paling tinggi. Rasio CF setiap tahunnya sejalan dengan teori, di mana sinyal CF ditangkap oleh pasar dengan kenaikan dividen, begitu juga sebaliknya dividen menurun dikarenakan sinyal CF tidak sampai ke pasar. Dari tahun 2016 sampai 2019 *Size* perusahaan tidak ada yang sejalan dengan teori, ini menandakan pada 4 perusahaan tersebut *size* tidak mempengaruhi keputusan dividen.

Utang (*debt*) yang diukur menggunakan rasio utang (*debt ratio*), pada tahun 2017 ke 2018 sejalan dengan teori di mana perusahaan tidak dapat meminimumkan *agency cost* yang ditandai dengan penurunan dividen ketika utang perusahaan naik, begitu juga sebaliknya dividen perusahaan akan menurun jika utang perusahaan naik. Investment opportunities (IO) yang diukur menggunakan rasio RE/TA hanya 2 tahun yang sejalan dengan teori yaitu tahun 2016 ke 2017 dan 2017 ke 2018, dimana perusahaan lebih mementingkan memperbanyak investasi dibandingkan meningkatkan pembayaran dividen apabila IO naik dan perusahaan tidak dapat meminimumkan *agency cost*, begitu juga sebaliknya ketika IO menurun maka perusahaan dapat membayar dividen lebih tinggi dan meminimumkan *agency cost*.

Labhane dan Mahakud (2016) menemukan pengaruh negatif signifikan dari peluang investasi terhadap pembayaran dividen. Maladjin dan Khoury (2014) menyimpulkan bahwa bank-bank yang terdaftar di Lebanon lebih suka mempertahankan laba untuk pertumbuhan investasi dibandingkan membayar dividen. Nathani dan Gangil (2018) menemukan arus kas

tidak signifikan untuk menentukan kebijakan dividen di sektor farmasi dan *leverage* serta ukuran perusahaan tidak mempengaruhi keputusan dividen di sektor otomotif.

Berdasarkan latar belakang dan fenomena diatas, maka sangat menarik untuk melakukan penelitian dengan judul pengaruh arus kas, utang, peluang investasi, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor industri *consumer goods* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dengan tujuan: 1) Untuk mengetahui apakah arus kas (*cash flow*) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (*dividend policy*) pada perusahaan sektor industri *consumer goods* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. 2) Untuk mengetahui apakah utang (*debt*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (*dividend policy*) pada perusahaan sektor industri *consumer goods* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. 3) Untuk mengetahui apakah peluang investasi (*investment opportunities*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (*dividend policy*) pada perusahaan sektor industri *consumer goods* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. 4) Untuk mengetahui apakah ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (*dividend policy*) pada perusahaan sektor industri *consumer goods* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia.

Wasike dan Ambrose (2015) menyelidiki faktor-faktor kebijakan dividen dari 60 emiten di *Nairobi Securities Exchange*, Kenya untuk periode antara tahun 2004 dan 2014. Hasilnya menemukan *cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap keputusan dividen. Al Ajmi dan Hussain (2011), Labhane dan Mahakud (2016) dan Mehrani et al. (2011) menemukan *cash flow* menjadi penentu pembayaran dividen. *Cash flow* tidak signifikan terhadap kebijakan dividen ditemukan dalam penelitian Yusof dan Ismail (2016) dan Hudiwijono et al. (2018). *Cash flow* dapat diukur menggunakan rasio *cash flow* yang berasal dari aktivitas operasi. *Operation cash flow* adalah kenaikan bersih setelah kas masuk dan kas keluar akibat pelaksanaan proyek selama masa pakainya (Gitman dan Zutter, 2014:481). Rasio arus kas operasi menunjukkan adanya perlindungan pajak dari utang untuk keputusan pembiayaan yang menggunakan utang dan tidak keputusan operasi.

H₁: Arus kas (*cash flow*) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen di perusahaan sektor industri *consumer goods* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Utang merupakan rasio untuk mengukur seberapa efektif perusahaan mengelola utangnya (Brigham dan Houston, 2019: 114). Eko (2020) menemukan utang berpengaruh negatif terhadap dividen dikarenakan tingginya utang menyebabkan dividen yang dibagikan oleh perusahaan semakin rendah. Hal ini sesuai dengan temuan Labhane & Mahakud (2016), Patra et al. (2012), Imad (2016) dan Yusof & Ismail (2016) menemukan hubungan negatif antara utang dan kebijakan dividen. Pada temuan Hudiwijono dkk. (2018) dan Maladjian & Khoury (2014) menemukan bahwa utang signifikan positif terhadap dividen. Rasio utang mengukur proporsi total aset yang dibiayai oleh kreditor perusahaan. Semakin tinggi rasio utang mendakan semakin banyak uang orang lain yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan (Gitman dan Zutter, 2014:126).

H₂: Utang (*debt*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen di perusahaan sektor industri *consumer goods* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI).

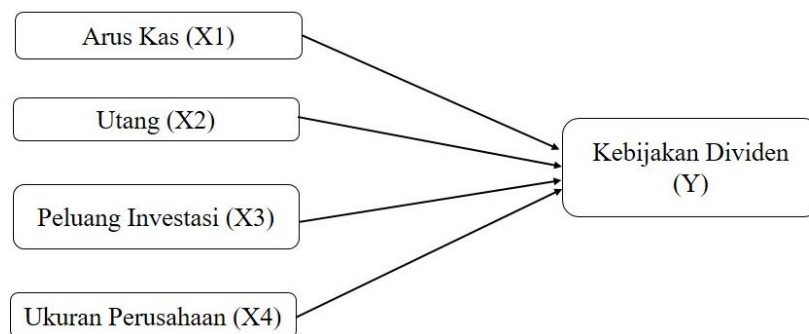
Yusof & Ismail (2016) dan Al-Shubiri (2011) menemukan peluang investasi berpengaruh positif terhadap DPR. Peluang investasi dapat diukur menggunakan rasio *retained earnings to total aset*. Rasio ini menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba ditahan dari total aset (Gitman dan Zutter, 2014). Jika rasio ini bernilai positif maka perusahaan tidak mengalami *financial distress*.

H₃: Peluang Investasi (*IOvestment oppurtunities*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen di perusahaan sektor industri *consumer goods* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Ukuran perusahaan menentukan seberapa besar perusahaan dapat mencapai profitabilitas dan stabilitasnya. Kuzucu (2015) menemukan ukuran perusahaan memiliki hubungan positif dan signifikan dengan kebijakan dividen. Hasil ini konsisten dengan temuan Yusof & Ismail (2016), Labhane & Mahakud (2016) dan Kumar & Sujit (2018). Ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pembayaran dividen doyemukan oleh Hudiwijono dkk. (2018) dan Asad & Yousaf (2014). *Logaritma natural of total assets* digunakan untuk mengukur ukuran perusahaan (Jabbouri, 2016). Total aset perusahaan yang besar menandakan bahwa ukuran perusahaan juga besar, serta modal meningkat untuk investasi.

H₄: Ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen di perusahaan sektor industri *consumer goods* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Kerangka konseptual di bawah akan memperlihatkan hubungan antara masing-masing variabel yang terlihat pada Gambar 1.



Gambar 1. Kerangka Konseptual

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan sektor industri *consumer goods* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan metode *purposive sampling*, yaitu menentukan sampel penelitian berdasarkan kriteria tertentu adalah sebagai berikut: 1) Perusahaan sektor industri *consumer goods* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2019, 2)

Perusahaan yang membayarkan dividen periode 2016-2019 dan 3) Perusahaan dengan arus kas positif. kemudian ditemukan sampel sebanyak 16 perusahaan.

Teknik Pengumpulan Data

Pooled data atau jenis data panel menjadi metode yang digunakan peneliti untuk pengumpulan data. Data tersebut diperoleh dari data sekunder, yaitu laporan keuangan perusahaan industri *consumer goods* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama empat tahun periode 2016-2019 yang memenuhi kriteria sampel penelitian. Data laporan keuangan dapat diperoleh melalui website www.idx.co.id dan www.sahamok.com

Metode Analisis

Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah OLS (*Ordinary Least Square*) dengan alat analisis *evIEWS*. Regresi data panel merupakan model penelitian ini. Berikut persamaan model regresi linier berganda penelitian ini:

$$D_{it} = \beta_0 + \beta_1 CF_{it} + \beta_2 DEBT_{it} + \beta_3 IO_{it} + \beta_4 SIZE_{it}$$

Keterangan:

CF = *Cash Flow* (Arus Kas)

DEBT = Utang

IO = *Investment Opportunities* (Peluang Investasi)

SIZE = Ukuran Perusahaan

Variabel Operasional

1. Variabel Dependen

– Kebijakan Dividen

Proksi untuk mengukur kebijakan dividen sebagai berikut:

$$Dividend\ Payout\ Ratio = \frac{Dividend\ per\ Share}{Earning\ per\ Share} \times 100\%$$

2. Variabel Independen

– *Cash Flow* (Arus Kas)

Proksi untuk mengukur kebijakan dividen sebagai berikut:

$$Cash\ Flow\ Ratio = \frac{Arus\ kas\ operasi}{Total\ aset} \times 100\%$$

– *Debt* (Utang)

Proksi untuk mengukur kebijakan dividen sebagai berikut:

$$Rasio\ utang = \frac{Total\ utang}{Total\ aset} \times 100\%$$

– *Investment Opportunities* (Peluang Investasi)

Proksi untuk mengukur kebijakan dividen sebagai berikut:

$$\text{Rasio RE/TA} = \frac{\text{Laba ditahan}}{\text{Total aset}} \times 100\%$$

– *Firm Size* (Ukuran Perusahaan)

Proksi untuk mengukur kebijakan dividen sebagai berikut:

$$\text{Size} = \ln(\text{total aset})$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Statistik Deskriptif

Pada tabel 1 terlihat karakteristik variabel penelitian, dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, nilai tertinggi (*maximum*) dan nilai terendah (*minimum*). Untuk nilai maksimum dan minimum DPR masing-masing sebesar 179,7990 dan 4,859000 dengan *mean* sebesar 53,09749. Nilai *mean* DPR menunjukkan bahwa perusahaan mampu membayarkan dividen dari laba yang dihasilkan perusahaan sebesar 53,09749%.

Nilai maksimum dan minimum dari variabel *cash flow* (CF) sebesar 0,289000 dan 67,35000. Nilai *mean* CF sebesar 16,90231 menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan arus kas aktivitas operasi sebesar 16,90231% dari aktiva yang dimiliki. Distribusi data yang baik ditandai dengan nilai *mean* CF lebih besar dari nilai standar deviasi nya.

Nilai maksimum dan minimum dari variabel utang (*debt*) sebesar 7,689000 dan 80,39600, nilai *mean* sebesar 38,58771. Nilai *mean* utang sebesar 38,58771 menunjukkan bahwa penggunaan aktiva perusahaan dalam utang mampu mendanai aktivitas perusahaan sebesar 38,58771%. Distribusi data yang baik ditandai dengan nilai *mean* utang lebih besar dari nilai standar deviasi nya.

Nilai maksimum dan minimum dari variabel peluang investasi (*investment opportunities*) sebesar 0,175000 dan 82,45200. Nilai *mean* peluang investasi sebesar 38,74764 menunjukkan bahwa perusahaan mampu menggunakan laba ditahan sebesar 38,74764% dari total aset. Distribusi data yang baik ditandai dengan nilai *mean* peluang investasi lebih besar dari nilai standar deviasi nya.

Nilai maksimum dan minimum dari variabel ukuran perusahaan (*size*) sebesar 25,97400 dan 32,20100. Nilai *mean* utang sebesar 29,37741 menunjukkan bahwa perusahaan mampu mendanai perusahaan sebesar 29,37741% dari total aset. Distribusi data yang baik ditandai dengan nilai *mean* ukuran perusahaan lebih besar dari nilai standar deviasi nya.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Standar Deviasi
DPR	64	4.859000	179.7990	53.09749	37.98157
Cash flow (CF)	64	0.289000	67.35000	16.90231	15.02662
Utang (<i>Debt</i>)	64	7.689000	80.39600	38.58771	18.40835
Investment Opportunities (IO)	64	0.175000	82.45200	38.74764	24.32497
Size	64	25.97400	32.20100	29.37741	1.461526

Sumber: Data Output Eviews (2021)

Pengujian Hipotesis

Analisis regresi linier berganda (*Multiple Linear Regression*) digunakan untuk teknik analisis data penelitian ini. Hal ini dilakukan untuk membuktikan pengaruh variabel independen pada model regresi apakah memiliki kontribusi nyata terhadap perubahan variasi variabel dependen.

Tabel 3. Hasil Pengujian Statistik

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistik	Prob.
C	-48.36470	12.91516	-3.744802	0.0006
LOG(CF)	0.098669	0.080591	1.224316	0.2282
LOG(<i>Debt</i>)	-0.135340	0.427725	-0.316419	0.7534
LOG(IO)	-2.319706	0.638495	-3.633086	0.0008
SIZE	2.035352	0.469658	4.333689	0.0001

Sumber: Data *Output Eviews* (2021)

Pada tabel 3 terlihat bahwa nilai koefisien *cash flow* (CF) ialah 0,098625. Nilai probabilitas CF ialah 0,2285 lebih besar dari tingkat signifikan (0,05), maknanya H_0 diterima dan H_1 ditolak. Sehingga *cash flow* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Nathania dan Gangil (2018), Yusof dan Ismail (2016), Gill A et al. (2010), Al-Ajmi (2008) menemukan bahwa adanya pengaruh positif dan tidak signifikan antara *cash flow* dengan kebijakan dividen, besar kecilnya pembayaran dividen tidak dipengaruhi oleh *cash flow* yang besar, sesuai dengan hasil penelitian ini. Berbeda dengan hasil penelitian Hudiwijono dkk. (2018) dan Labhane & Mahakud (2016) yang menemukan adanya pengaruh positif dan signifikan antara *cash flow* dengan kebijakan dividen dimana dividen yang tinggi diikuti dengan *cash flow* yang tinggi.

Pembayaran dividen menandakan arus kas keluar bagi sebuah perusahaan. Jika perusahaan ingin mengeluarkan dividen sedangkan kondisi *cash flow* tidak memungkinkan, perusahaan dapat menggunakan pendanaan eksternal. Byrd (2010) berpendapat bahwa perusahaan yang menghasilkan arus kas di luar yang dibutuhkan untuk membiayai semua proyek nilai sekarang bersih positif sangat rentan terhadap masalah keagenan. Karena ada perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham (Jensen, 1986). Oleh karena itu, arus kas operasi yang positif tidak menandakan bahwa perusahaan bagi dividen, karena kas tersebut digunakan untuk mengoptimalkan modal perusahaan (Agung, 2013). Perusahaan dapat membagikan dividen jika masih mempunyai kas yang tersisa (laba ditahan) setelah semua investasi telah didanai. Biasanya perusahaan yang kurang berkembang cenderung lebih membayar dividen yang tinggi dan perusahaan dengan pertumbuhan tinggi akan menahan hampir seluruh labanya (Brigham dan Houston, 2019).

Nilai koefisien utang (*debt*) ialah -0,135324. Nilai probabilitas utang ialah 0,7534 lebih besar dari tingkat signifikan (0,05), maknanya H_0 diterima dan H_2 ditolak. Sehingga utang berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Gill A et al. (2010), Al-Najjar dan Hussainey (2009), Sri Hermuningsih (2007), Kinfé (2011), Hanif M. dan Bustamam (2017), Nathania dan Gangil (2018), Astiti dkk. (2017), Fitri (2015) menemukan utang berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen,

dikarenakan semakin besar utang tidak mempengaruhi besar kecilnya pembayaran dividen, sesuai dengan hasil penelitian ini. Bertolak belakang dengan hasil penelitian Hudiwijono dkk. (2018), Maladjian & Khoury (2014), Appannan & Sim (2011) yang menyatakan utang berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* (DPR).

Utang dapat digunakan untuk modal investasi, sehingga laba perusahaan akan menurun akibat pelunasan utang yang tinggi. Perusahaan dapat membayar dividen dengan laba ditahan dengan syarat laba ditahan tidak digunakan untuk pelunasan utang, karena perusahaan dengan utang yang tinggi akan mengurangi laba atau mengalami kerugian sehingga perusahaan tidak mampu membayarkan dividen. Perusahaan dapat membayarkan dividen setelah melunasi utang menggunakan kas sisa atau menerbitkan saham baru, sehingga utang tidak mempengaruhi pembayaran dividen. Utang yang tinggi bisa menyebabkan gangguan pada pendanaan dan dapat menimbulkan risiko keuangan karena fluktuasi suku bunga yang terkait dengan utang tersebut (Gill A et al., 2010).

Nilai koefisien *investment opportunities* (IO) ialah -2,419900. Nilai probabilitas IO ialah 0,0008 lebih kecil dari tingkat signifikan (0,05), maknanya H_3 diterima dan H_0 ditolak. Sehingga peluang investasi berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Hasil ini sejalan dengan penelitian Maldajian & Khoury (2014), Labhane & Mahakud (2016), Anastacia et al. (2014), Dewasari et al. (2019), Nathania dan Gangil (2018), Marfo-Yiadom and Agyei (2011), Patra et al. (2012), Dewasari et al. (2019), dan Al-Kayed (2017) yang menemukan adanya pengaruh bahwa peluang investasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, peluang investasi yang tinggi menyebabkan dividen rendah. Bertolak belakang dengan hasil penelitian Al-Shubiri (2011), Grullon et al. (2002) dan Yusof dan Ismail (2016) yang menemukan peluang investasi berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* (DPR).

Keuntungan perusahaan digunakan untuk berinvestasi dalam pertumbuhan dan menangkap peluang investasi baru daripada membayar dividen ke pemegang saham. Dibutuhkan kas yang banyak bagi perusahaan yang memiliki peluang investasi yang tinggi agar dapat membiayai sebuah proyek. Hal tersebut mempengaruhi keputusan dividen perusahaan dan juga berdampak pada *agency cost* karena perusahaan ingin menangkap peluang investasi yang NPV saat ini positif serta ekspansi. Dalam penggunaan laba, perusahaan dapat membagikan keuntungannya dalam bentuk dividen atau laba ditahan untuk di investasikan kembali. Perusahaan yang berada di posisi *maturity* memiliki laba ditahan yang cukup atau lebih, karena tujuannya berfokus pada menghasilkan keuntungan, sehingga tanpa harus mengurangi proporsi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dapat digunakan untuk investasi kembali.

Nilai koefisien ukuran perusahaan (*size*) ialah 2,035098. Nilai probabilitas ukuran perusahaan ialah 0,0001 lebih kecil dari tingkat signifikan (0,05), maknanya H_4 diterima dan H_0 ditolak. ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Hasil ini sejalan dengan penelitian Kuzucu (2015) dimana ada pengaruh positif signifikan antara ukuran perusahaan dengan pembayaran dividen, dividen yang tinggi dibarengi dengan ukuran perusahaan yang besar. Yusof dan Ismail (2016), Imran (2011), Labhane dan Mahakud (2016), Maldajian dan Khoury (2014), Hashemi dan Zadeh (2012), Mehrani et al. (2011), dan Kumar dan Sujit (2018) mendukung temuan Kuzucu (2015).

Bertolak belakang dengan hasil penelitian Nathani dan Gangil (2019), Hudiwijono dkk. (2018) dan Asad dan Yousaf, (2014) yang menemukan adanya pengaruh negatif signifikan antara ukuran perusahaan dengan pembayaran dividen.

Semakin besar perusahaan semakin tinggi biaya kontrolnya (*agency cost*), untuk meminimalisir *agency cost* perusahaan membagikan dividen. Semakin besar aset perusahaan, *market capitalization* dan total penjualan menandakan prospek perusahaan bagus. Perusahaan dikatakan stabil dan mampu menghasilkan laba yang positif jika memiliki kas yang banyak, sehingga dapat memenuhi kebutuhan dana eksternal, seperti membayar dividen atau membayar utang perusahaan. Dalam teori *agency cost*, kemampuan investor untuk mengelola kegiatan pembiayaan dapat berkurang dikarenakan perusahaan memiliki struktur kepemilikan yang luas, sehingga muncul *asymmetric information* dan *agency cost* yang tinggi. Oleh karena itu dividen digunakan untuk meminimalisir *agency cost*.

Pengujian koefisien determinasi (R^2) bertujuan untuk melihat seberapa baik sebuah garis regresi sampel sesuai dengan datanya. R^2 yang mendekati satu menandakan variabel-variabel independen semakin baik (Ghozali, 2013).

Tabel 4. Hasil Pengujian Koefisien Determinasi (R^2)

R-squared	Adjusted R-squared	S.E. of regression
0.832951	0.751567	0.347859

Sumber: Data *Output Eviews* (2021)

Nilai adjusted R^2 persamaan diatas sebesar 0.751567 yang mengindikasikan bahwa pengaruh variabel X yaitu *cash flow*, utang, peluang investasi, dan ukuran perusahaan dapat menjelaskan DPR sebesar 75,16%, sedangkan sisanya sebesar 24,84% dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar model yang dianalisis.

PENUTUP

Penelitian ini menguji tentang kebijakan dividen yang dipengaruhi oleh *cash flow*, utang, peluang investasi, dan ukuran perusahaan pada perusahaan sektor industri *consumer goods* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2016-2019. Berdasarkan hasil pemaparan penelitian di atas dapat ditarik kesimpulan dan saran sebagai berikut: 1) Kebijakan dividen tidak dipengaruhi secara signifikan oleh *cash flow*. Maknanya *cash flow* yang banyak atau sedikit tidak mempengaruhi kebijakan dividen, karena penentu distribusi dividen bisa berasal dari laba ditahan jika mencukupi. 2) Utang memberikan efek tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Maknanya kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh utang, karena utang yang banyak atau sedikit tidak mencerminkan pembayaran dividen yang tinggi atau rendah, distribusi dividen bisa diambil dari laba ditahan jika mencukupi. 3) Kebijakan dividen dipengaruhi secara negatif signifikan oleh peluang investasi. Perusahaan mendanai investasi yang memiliki nilai NPV positif saat ini kemudian tidak mampu membayarkan dividen dikarenakan uang yang ada sudah terpakai untuk melakukan investasi atau ekspansi. Maknanya meningkatnya peluang investasi diikuti oleh penurunan dividen. 4) Ukuran perusahaan memberikan efek positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Perusahaan besar memiliki kas yang cukup sehingga dapat membayarkan dividen yang lebih, meningkatnya ukuran perusahaan diikuti oleh peningkatan dividen.

Berikut beberapa saran yang diajukan oleh penulis yang bisa dipertimbangkan oleh peneliti selanjutnya dan juga pihak perusahaan: 1) Diharapkan pada penelitian selanjutnya menggunakan rasio lain dalam pengukuran *cash flow* seperti *current ratio* dan ukuran perusahaan menggunakan *market cap*. Diharapkan juga agar dapat meninjau faktor-faktor lain yang berefek pada kebijakan dividen pada perusahaan sektor industri *consumer goods*, sehingga dapat menjelaskan nilai determinasi pada penelitian ini sebesar 24,84%. 2) Bagi investor, harus hati-hati dalam menanamkan modalnya atau berinvestasi pada sebuah perusahaan. Jangan sampe salah menangkap informasi yang diberikan oleh perusahaan. Perhatikan peluang investasi dan ukuran perusahaan sehingga investor dapat mengambil keputusan untuk berinvestasi atau tidak. 3) Bagi perusahaan sektor industri *consumer goods* hasil penelitian ini dapat menjadi salah satu cerminan untuk melihat prospek perusahaan kedepan mengenai dividen. Diperlukan keseimbangan antara peluang investasi dan dividen agar dapat mengurangi *agency cost* serta meningkatkan nilai perusahaan dan mensejahterakan pemegang saham.

REFERENSI

- Al-kuwari, D. 2009. Determinants of The Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries. *Global Economy & Finance Journal*, 2(2), pp. 38-63.
- Al-Ajmi, J. dan Hussain, H. 2011. Corporate Dividends Decisions: Evidence from Saudi Arabia. *The Journal of Risk Finance*, 12(1), pp. 41-56.
- Al-Malkawi, H.A. 2007. Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of The Tobit Model. *Journal of Economic dan Administrative Sciences*, 23(2), pp. 44-70.
- Al-Najjar, B. dan Hussainey, K. 2009. The Association Between Dividend Payout and Outside Directorships. *Journal of Applied Accounting Research*, 10(1), pp. 4-19.
- Al-Shubiri, F. 2011. Determinants of Changes Dividend Behavior Policy: Evidence from The Amman Stock Exchange. *Far East Journal of Psychology and Business*, 4(2), pp. 1-15.
- Al-Kayed, L.T. 2017. Dividend Payout Policy of Islamic VS Conventional Banks: Case of Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 10(1), pp. 117-128.
- Anastacia C.A., Abor, J., Charles K.D., Adjasi, C. and Amidu, M. 2014. What Influence Dividend Decisions of Frms in Sub-Saharan African?. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 4(1), pp. 57-78.
- Arifin. 2005. *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Yogyakarta: Ekosinia
- Akerlof, G. 1970. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, 84, pp. 488-500.
- Astiti dkk. 2017. Pengaruh Debt to Equity, Current Ratio, Net Present Margin, Return on Asset, terhadap Dividend Payout Ratio Studi pada Perusahaan Basic Industry dan Properti, Real Estate & Building Contruction yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015. *Jurusan Akuntansi S1 Universitas Pendidikan Ganesha*. 7(1).

- Appannan, S. and Sim, L.W. 2011. A study on leading Determinants of Dividend Policy in Malaysia Listed Companies for Food Industry Under Consumer Product Sector. *Paper Presented at 2nd International Conference on Business and Economic Research Proceeding*.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in The Hand' Fallacy. *Bell Journal of Economics*, 10(1), pp. 259-270.
- Black F. 1976. The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management* 2, pp. 5-8.
- Brennan, M. J. 1990. Latent Assets. *The Journal of Finance*, 45(3), pp. 709-730.
- Brigham, E. F., & Ehrhardt, M. C. 2014. *Financial Management Theory dan Practice*. 14th ed. Canada: Cengage Learning.
- Brigham, Eugene F, dan Joel F Houston. 2019. *Fundamentals of Financial Management 15 Edition*. 15th ed. United States of America: Cengage Learning.
- Brittain, J. A. (1964). The Tax Structure and Corporate Dividend Policy. *American Economic Review*, 54(3), pp. 272-287.
- Brittain, J. A. (1966). Corporate Dividend Policy. *Brookings institution*, Washington, DC.
- Charitou, A. 2000. The Impact of Losses and Cash Flows of Dividends: Evidence of Japan. *ABACUS*, 36(2), pp. 198-225.
- Dewasari et al. 2019. Determinants of Dividend Policy: Evidence from An Emerging and Developing Market. *Emerald Insight*, 45(3), pp. 413-429.
- Fahmi, Irham. 2014. *Manajemen Keuangan Perusahaan Dan Pasar Modal*. Jakarta: Penerbit Mitra Wacana Media.
- Fama, E.F. and French, K.R. 2001. Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?. *Journal of Financial Economics*. 60, pp. 3-43.
- Fitri, Rembulan Rahmadia. 2015. Pengaruh Return On Asset, Debt To Equity Ratio, Asset Growth, dan Deviden Payaout Ratio tahun Sebelumnya terhadap Dividen Payaout Ratio pada perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic index periode 2009-20014. *Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah*
- Ghozali, I. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 21*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. 2018. *Analisis Multivariat dan Ekonometrika: Teori, Konsep dan Aplikasi dengan EvIEWS 10*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, L. J. 2006. *Principles of Managerial Finance*. 12th ed. Pearson Education Inc. United State.
- Gitman, L. J, dan Chad J Zutter. 2015. *Principles of Managerial Finance*. Pearson.
- Gill, A., Bigger, N. dan Tibrewala, R. 2010. Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence from United States. *The Open Business Journal*, 3, pp. 8-14.
- Gordon, M. J. 1959. Dividends, Earnings and Stock Prices. *Review of Economics and Statistiks*, 99-105.
- Grinstein, Y. dan Michaely, R. 2005. Institutional Holdings and Payout Policy. *Journal of Finance*, 60(3), pp. 1389-1426.
- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are dividend changes a sign of firm maturity? *Journal of Business*. 75(3), pp. 387-424
- Gujarati, D.N., & Porter D.C. 2004. *Basic Econometrics*. New York: Mc Graw. Hill

Company.

- Gujarati, D.N. 2013. *Dasar-dasar Ekonometrika*. Buku 2. Edisi 5. Jakarta: Salemba Empat.
- Hashemi, A.S. and Zadeh, F.Z.F. 2012. The Impact of Financial Leverage Operating Cash Flow and Size of Company on Dividend Policy (Case Study of Iran). *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(10), pp. 264-270.
- Hanif M. dan Bustamam. 2017. Pengaruh Debt to Equity Ratio, Return on Asset, Firm Size, dan Earnings per Share terhadap Dividend Payout Ratio. *JIMEKA*. 2(1), pp. 73-81
- Higgins, R.C. 1972. The Corporate Dividend-Saving Decision. *Journal of Financial dan Quantitative Analysis*, 7(2), pp. 1527-1541.
- Ho, H. (2003). Dividend Policies in Australia and Japan. *International Advances in Economic Research*, 9(2), pp. 91-100.
- Hudiwijono, R.E.W., Aisjah, S. dan Ratnawati, K. 2018. Influence of Fundamental Factors on Dividend Payout Policy: Study on Construction Companies Listed on Indonesian Stock Exchange. *Indonesian Journal of Social dan Humanity Study*, 21(1), pp. 20-26.
- Imran, K. 2011. Determinants of Dividend Payout Policy: A Case of Pakistan Engineering Sector. *The Romanian Economic Journal*, 14(41).
- Jensen, M.C. dan Meckling, W. 1976. The Theory of Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost dan Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. 3(4), pp. 305-360.
- Jensen, G., Solberg, D. dan Zorn, T. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial dan Quantitative Analysis*, 27(2), pp. 274-263.
- Kale, J.R. dan Noe, T.H. 1990. Dividends, Uncertainty and Underwriting Costs Under Asymmetric Information. *Journal of Financial Research*, 13(4), pp. 265-267.
- Kasmir. 2009. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: PT.Raja Grafindo Persada
- Khan, M.N. dan Shamim, M. 2017. A Sectoral Analysis of Dividend Payment Behavior: Evidence from Karachi Stock Exchange. *SAGE*, 1, pp. 1-13.
- Kamat, M. 2016. Corporate Dividend Policy in India: Does Industry Affiliation Matter?. *Elk Asia Pacific Journal Of Finance Dan Risk Management*, 7(2), pp. 1-36.
- Kinfe, T. 2011. Determinants of Dividend Payout: An Empirical Study on Banking Industry in Ethiopia 2006–2010. (Unpublished Master Thesis). *Addis Ababa University*.
- Kumar, R. dan Sujit. 2018. Determinants of Dividends Among Indian Frms – An Empirical Study. *Cogent Economics & Finance*, 6(1).
- Kuzucu, N. 2015. A Survey of Managerial Perspective on Corporate Dividend Policy: Evidence from Turkish Listed Firms. *International Journal of Research in Business dan Social Science*, 4(2), pp. 1-19.
- Labhane, N.B. dan Mahakud, J. 2016. Determinants of Dividend Policy of Indian Companies: A Panel Data Analysis. *Paradigm*, 20(1), pp. 36-55.
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. dan Vishny, R. 2000. Agency Problems and Dividend Around The World. *The Journal of Finance*, 55, pp. 1-33.
- Lee, C.-F., Lee, A.C. and Lee, J. 2010. Investment, Dividend, Financing, and Production Policies: Theory and Implications in Lee, C.-F., Lee, A.C. and Lee, J. (Eds). *Handbook of Quantitative Finance and Risk Management*, Springer-Verlag, New York, NY, pp. 23-40.

- Lintner, J. 1956. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*, 46(2), pp. 97-113.
- Litzenberger, R. H. dan, Ramaswamy, K. 1979. The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence. *Journal of financial economics*, 7(2), pp. 163-195.
- Marfo-Yiadom, E., dan Agyei, S. K. 2011. Determinants of Dividend Policy of Banks in Ghana. *International Research Journal of Finance and Economics*, 61(61), pp. 99-108.
- Maladjian, C. dan Khoury R. El. 2014. Determinants of The Dividend Policy. An Empirical Study on The Lebanese Listed Banks. *International Journal of Economics dan Finance*. 6(4).
- Malik, Fakhra, Sajid Gul, et al. 2013. Factors Influencing Corporate Dividend Payout Decisions of Financial and Non-Financial Firms. *Research Journal of Finance dan Accounting*, 14(1), p. 35-46.
- Mehrani, S., Moradi, M. and Eskandar, H. 2011. Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Iran. *African Journal of Business Management*, 5(17), pp. 7516-7525.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. 1961. Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34, pp. 411-433.
- Nathani, N dan Gangill, R. 2018. Determinants of dividend policy: A study of FMCG sector in India. *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, 20(2), pp. 40-46
- Patra, T., Poshakwale, S. and Ow-Yong, K. 2012. Determinants of Corporate Dividend Policy in Greece. *Applied Financial Economics*, 22(13), pp. 1079-1087.
- Pruitt, S.W. dan Gitman, L.J. 1991. The Interactions Between The Investment, Financing, and Dividend Decisions of Major US Firms. *Financial Review*, 26 (3), pp. 409-430.
- Rozeff, S.M. 1982. Growth, Beta and Agency Cost as Dterminants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 5, pp. 411-33.
- Ross, S., 1977. The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *Bell. Journal of Economics*, 8, PP. 3-40.
- Sartono, A. 2010. *Manajemen keuangan Teori dan Aplikasi*, Edisi Empat. Yogyakarta : BPFE.
- Sinaei, A., & Habibi, L. 2012. An Investigation of Factors Relevant to Payout Ratio in listed firms on the Tehran stock exchange. *International Journal of Multidisciplinary Management Studies*, 2(2), pp. 22–37.
- Singla, H.K. dan Samanta, P.K. 2019. Determinants of Dividend Payout of Construction Companies: A Panel Data Analysis. *Journal of Financial Management of Property dan Construction*, 24(1), pp. 19-38.
- Soondur, S. A., Maunick D. & Sewak, S. 2016. Determinants of The Dividend Policy of Companies Listed on The Stock Exchange of Mauritius. *Proceedings of the Fifth Asia-Pacific Conference on Global Business Economics, Finance dan Social Sciences*, Ebene-Mauritius, 21-23 January, 2016
- Spence, M. 1973. Job Market Signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, 87(3), pp. 355-374.

- Stice et al. 2009. *Akuntansi Keuangan Menengah*. Edisi 16, Buku 2. Edisi Bahasa Indonesia. Terjemah Oleh Ali Akbar. PT. Salemba Empat: Jakarta.
- Sudana, I.M. 2015. *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Erlangga.
- Sugiyono. 2009. *Metode Penelitian Pendidikan Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. CV. Alfabeta. Bdanung.
- Uwuigbe, O. R. 2013. Determinants of Dividend Policy: A Study of Selected Listed Firms in Nigeria. *Manager journal*, 17, pp. 107-119.
- Utami, S.R. dan Inanga, E.L. 2011. Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia. *International Research Journal of Finance dan Economics*, 33, pp. 7-24.
- Eko, Wahjudi. 2019. Factors Affecting Dividend Policy in Manufacturing Companies in Indonesia Stock Exchange. *Emerald insight*, 39(1), pp. 4-17
- Wasike, T. W., & Ambrose, D. J. 2015. Determinants of Dividend Policy in Kenya. *International Journal of Arts dan Entrepreneurship*, 4, 71–80.
- Woolridge, J.R. 1983. Dividend Changes and Security Prices. *The Journal of Finance*, 38(5), 1607-1615.
- Yusof, Y. dan Ismail, S. 2016. Determinants of Dividend Policy of Public Listed Companies in Malaysia. *Review of International Business dan Strategy*, 26(1), pp. 88-99.