

# **HUBUNGAN ALIRAN KAS BEBAS DAN KEBIJAKAN DIVIDEN SET KESEMPATAN INVESTASI SEBAGAI VARIABEL MODERASI**

Oleh

**ABSTRACTS**

**FERRY HENDRO BASUKI**

The objectives of this study are to empirically examine the association between free cash flow and dividend policy, and test the influence investment opportunity set as moderating variable to the correlation. Variable used in this research is investment opportunity set measured hence proxy based on the price that is market to book value of equity ( MBVE), free cash flow, and dividend policy. This variable are later then analysed by using method of pooled regression that is model the linear regresi by adding cross-product term. As much 89 company which have publik at Jakarta Stock Exchange (JSX) except mining company, bank, insurance, sekuritas, real estate, credit agent, hotel and travel which used as sampel research. Test the assumption classical indication there are trouble heteroskedastisitas, after done by remedial hence the rest of 216 from 445 perception weared to test the alternative hypothesizing one and alternative hypothesizing two. The empiric result obtained depict that free cash flow individually correlate the negativity and don't signifikan with the dividend policy without including moderasi set the invesment opportunity, and so do when testing free cash flow relation with the dividend policy by including to invesment opportunity set as its moderating variable result depict the negative relation and don't signifikan. this finding Impirik explain that invesment opportunity set unable to influence the free cash flow relation and dividend policy, even so there relation is very small.

Key words: Free Cash Flow, Invesment Opportunity Set, Dividend Policy, Heteroskedasticity, Moderating Variable.

## PENDAHULUAN

### Latar Belakang

Kebijakan pembayaran dividen secara teoritis akan dapat berfungsi sebagai *signaling* (Bhattacharya 1979; John dan William 1985; Miller dan Rock 1985) bagi pasar dan juga bermanfaat karena adanya *information content* yang sangat penting bagi pelaku pasar, khususnya investor maupun emiten. Tujuan utama investor adalah meningkatkan kesejahteraan mereka melalui keuntungan dalam bentuk dividen maupun *capital gain* (Sutrisno, 2001). Besarnya dividen dipengaruhi oleh besarnya laba yang diperoleh perusahaan dan kebijakan dividen atau keputusan mengenai prosentase keuntungan yang akan dibagikan kepada *shareholders* dan besarnya *retained earnings* (Levy dan Sernat, 1990).

Dividen memberikan sinyal kepada pasar mengenai kemampuan entitas untuk mendapatkan laba dan prospek yang baik di masa depan (*information content of dividend*). Lintner (1956) berpendapat bahwa perusahaan berusaha mempertahankan tingkat dividen yang dibayarkan, karena penurunan dividen akan memberikan sinyal negatif yang menggambarkan perusahaan dalam kondisi *financial distress*. Hartono (1998) mengatakan bahwa perusahaan yang mempunyai fluktuasi laba yang tinggi kemungkinan juga akan memberikan sinyal yang tidak baik, khususnya bila dividennya turun, untuk menghindari hal ini perusahaan yang mempunyai fluktuasi laba yang tinggi biasanya cenderung membayarkan dividen yang rendah agar tidak terjadi *dividend cut* kalau laba perusahaan turun.

Brigham dan Gapenski (1996) menemukan bahwa setiap perubahan dalam kebijakan pembayaran dividen akan memiliki dua dampak yang berlawanan. Apabila dividen akan dibayarkan semua, maka kepentingan cadangan akan

terabaikan, sebaliknya bila laba akan ditahan semuanya, maka kepentingan *shareholders* akan uang kas akan terabaikan. Untuk menjaga keseimbangan kedua kepentingan tersebut, manajer keuangan harus menempuh kebijakan dividen yang optimal. Teori kebijakan dividen yang optimal diartikan sebagai rasio pembayaran dividen yang ditetapkan dengan memperhatikan kesempatan untuk menginvestasikan dana serta berbagai preferensi yang dimiliki para investor mengenai dividen daripada *capital gain*. Kebijakan dividen terkait hubungan antara manajer dan *shareholders*. Kepentingan yang berbeda di antara keduanya akan menimbulkan suatu konflik yang akan menimbulkan biaya keagenan (Easterbrook, 1984).

Lintner (1962) menemukan bahwa perusahaan yang membayar dividen yang tinggi mempunyai risiko yang lebih kecil dibandingkan ketika mereka menahan laba, pendapat ini mendasarkan pada *bird in the hand theory*. Maksud dari teori ini adalah bahwa investor lebih menyukai dividen yang diterima seperti burung di tangan yang risikonya lebih kecil dibandingkan dengan dividen yang tidak dibagikan (*bird in the bush*). Fauzan (2002) menemukan bahwa beta sebagai proksi dari risiko pasar secara statistik signifikan berhubungan negatif dengan rasio pembayaran dividen. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mempunyai tingkat risiko yang tinggi akan membayar dividen dengan tingkat yang lebih rendah.

Selanjutnya, manajemen yang lebih mengutamakan nilai perusahaan (*value of the firm*) lebih menyukai melakukan reinvestasi terhadap laba yang diperolehnya dengan harapan bisa menaikkan nilai perusahaan. Apabila tidak ada kesempatan investasi yang menguntungkan maka perusahaan akan

cenderung membagikan laba yang diperoleh dalam bentuk dividen. Myers (1977) merupakan orang yang pertama kali mengenalkan istilah *investment opportunity set* (IOS) untuk menggambarkan mengenai luasnya kesempatan investasi, menurut dia perusahaan merupakan kombinasi antara aktiva riil dan opsi investasi dimasa depan. Beberapa proksi yang telah digunakan dalam penelitian dan literatur akuntansi untuk mengembangkan gagasan Myers mengenai IOS, proksi-proksi tersebut dapat diklasifikasikan ke dalam tiga tipe yaitu (1) proksi berbasis harga, (2) proksi berbasis investasi dan (3) proksi berbasis ukuran varian.

Smith dan Watts (1992) menemukan bahwa perusahaan yang memiliki level IOS tinggi cenderung membagikan dividen lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki level IOS rendah. Hasil penelitian Gaver dan Gaver (1993) menunjukkan bahwa *dividend yield* signifikan berkorelasi negatif dengan IOS. Penelitian serupa dilakukan oleh Subekti (2000), Fijrijanti (2000), Prasetyo (2000) dalam Jati (2002) menemukan bahwa kebijakan dividen antara perusahaan yang memiliki level IOS tinggi dengan perusahaan yang memiliki level IOS rendah menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki level IOS tinggi mempunyai kebijakan pembayaran dividen yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan perusahaan yang memiliki level IOS rendah.

Ross et al. (2000) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap. Pendapat tersebut mengisyaratkan bahwa aliran kas bebas suatu perusahaan merupakan faktor yang penting yang harus dipertimbangkan

sebelum mengambil keputusan untuk menentukan besarnya dividen yang akan dibayar kepada *shareholders*. Selanjutnya berdasarkan temuan empirik dari Jensen (1986) bahwa keberadaan *free cash flow* (FCF) menandai suatu IOS yang lemah karena manajer akan tergoda untuk meningkatkan penghasilan konsumsi tambahan atau membelanjakan FCF pada investasi yang tidak optimal seperti akuisisi yang keliru. Pasar rasional mengenali keberadaan dari biaya-biaya ini dan menghukum perusahaan yang memiliki FCF dengan menawar secara rendah harga sekuritasnya (Kallapur dan Trombley, 2001).

*Free Cash Flow* di dalam penelitian ini akan digunakan sebagai variabel bebas dengan tujuan untuk mengetahui hubungan variabel tersebut dengan variabel tergantung kebijakan dividen. Variabel pemoderasi adalah variabel independen kedua yang dicakup dalam hipotesis karena diduga mempunyai dampak yang berarti terhadap hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen yang semula dinyatakan (Cooper dan Emory, 1995). Sekaran (2000) menyebutkan bahwa variabel pemoderasi adalah variabel yang mempunyai pengaruh kesatuan pada hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Kebijakan variabel pemoderasi ini memodifikasi hubungan *original* yang diharapkan antara variabel independen dengan variabel dependen. Penelitian ini, merupakan pembuktian terhadap fenomena aliran kas bebas karena dari berbagai bukti empirik menyatakan bahwa keberadaan aliran kas bebas memberikan sinyal adanya set kesempatan investasi yang rendah dalam perusahaan, padahal aliran kas bebas juga mengindikasikan adanya

kelebihan dana operasional yang berasal dari aliran kas operasional.

#### 1. Perumusan masalah

Berdasarkan uraian di atas, maka masalah yang dapat diteliti adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana hubungan aliran kas bebas dengan kebijakan dividen?
2. Apakah set kesempatan investasi memoderasi hubungan aliran kas bebas dengan kebijakan dividen?

#### 2. Hipotesis penelitian

Dari masalah dalam penelitian dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

1. Terdapat hubungan aliran kas bebas dengan kebijakan dividen.
2. Ada hubungan set kesempatan investasi memoderasi dengan aliran kas bebas dengan kebijakan dividen

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 1. Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan strategis yang melibatkan dua kelompok kepentingan yang berbeda diantara pemegang saham dan manajemen. Kedua kelompok tersebut memandang dividen dengan kepentingannya masing-masing, seperti pemegang saham memandang dividen sebagai bentuk kompensasi atas kepemilikan terhadap saham perusahaan, sedangkan manajemen memandang dividen sebagai pengurangan terhadap potensial laba ditahan.

Modigliani dan Miller (1961) menemukan bahwa pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham dan nilai perusahaan. Nilai perusahaan lebih ditentukan oleh *earning power* dari asset perusahaan, sehingga dapat dikatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi. Hal ini menunjukkan kebijakan dividen dan keputusan investasi merupakan dua hal yang tidak berkaitan

(*independen*). Pendapat tersebut mendasarkan pada asumsi: pasar modal yang sempurna, perilaku rasional dari pelaku pasar modal, tidak ada pajak dan tidak ada biaya transaksi, dari pemikiran M&M tersebut mendorong munculnya pemikiran-pemikiran atau teori-teori baru yang memfokuskan pada ketidaksempurnaan pasar. Pemikiran baru tersebut antara lain: *The residual theory of dividends* (teori dividen sisa), dividen akan dibayarkan setelah pendanaan untuk investasi terpenuhi (Brigham, 1996); peran dividen dalam mengurangi masalah keagenan atau *the role of dividends in reducing agency problem* Jensen dan Meckling, 1976); peran dividen dalam menandakan sesuatu atau *signalling role of dividends* (Lintner, 1962).

Alexander et al. (1993) menyebutkan bahwa manajemen akan meningkatkan porsi laba perlembar saham yang dibayarkan sebagai dividen, maka mereka dapat meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham, hal ini menyarankan bahwa keputusan dividen yaitu jumlah dividen yang dibayarkan suatu hal yang penting.

Weston dan Brigham (1998), Levy dan Sarnat (1990), Van Horn (1986) menyimpulkan terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi penetapan kebijakan dividen pada perusahaan, yaitu:

1. Peraturan Hukum. Terdapat tiga hal yang ditekankan berkaitan dengan pembayaran dividen oleh perusahaan, yaitu:
  - a. Peraturan mengenai laba bersih, menentukan bahwa dividen dapat dibayar dari laba dahulu dan laba sekarang.
  - b. Peraturan mengenai tindakan yang merugikan pemodal, akan melindungi para kreditur dengan melarang tindakan membayar dividen dengan menyedot dana

- modal (pembayaran dividen dengan memakai dana modal berarti membagi-bagikan investasinya bukan membagikan keuntungannya).
- c. Peraturan mengenai hak mampu bayar (*insolvency*), menentukan bahwa perusahaan tidak membayar dividen jika tidak mampu (berarti bahwa perusahaan dalam keadaan bangkrut), artinya jumlah utangnya lebih besar dari jumlah harta, membayar dividen dalam kondisi demikian akan berarti memberikan kepada pemegang saham tersebut dana yang sebenarnya milik para kreditor.
2. Posisi Likuiditas. Maksudnya jika laba yang ditahan telah diinvestasikan dalam bentuk aktiva tetap seperti mesin dan peralatan, bahan persediaan dan barang-barang lainnya, dan bukan disimpan dalam bentuk uang tunai maka hal tersebut dapat menunjukkan posisi likuiditas perusahaan yang rendah dan terdapat kemungkinan perusahaan tidak mampu membayarkan dividennya.
  3. Perlunya Membayar Kembali Pinjaman. Perusahaan perlu menyisihkan laba sebelum jatuh tempo hutang agar keuntungan perusahaan pada saat jatuh temponya hutang tidak dibebani pembayaran seluruh hutang. Jika diputuskan pinjaman tersebut akan dilunasi, maka biasanya harus ada laba yang ditahan.
  4. Keterbatasan Karena Kontrak Hutang. Dalam perjanjian hutang terdapat larangan-larangan bagi debitur sehubungan dengan pembayaran dividen, untuk melindungi pihak kreditor sehubungan dengan dana yang dipinjamkan. Pembatasan tersebut dilakukan dengan cara sebagai berikut: dividen yang akan datang hanya boleh dibayar dari keuntungan yang diperoleh sesudah ditandatanganinya kontrak hutang, atau dividen tidak dibayarkan jika modal kerja bersih jumlahnya lebih kecil dari suatu jumlah tertentu.
  5. Tingkat Perluasan Perusahaan. Semakin cepat tingkat pertumbuhan perusahaan maka makin besar kebutuhannya untuk membiayai pengembangan harta perusahaan tersebut. Semakin banyak dana yang dibutuhkan dikemudian hari semakin banyak pula keuntungan yang harus ditahan dan bukan dibayarkan dalam bentuk dividen kepada pemegang saham (dividen yang dibayarkan relatif kecil).
  6. Tingkat Keuntungan. Tingkat keuntungan yang dimaksud adalah tingkat hasil pengembangan atas aktiva yang diharapkan. Hal ini menentukan perusahaan untuk membayar dividen atau menggunakannya di dalam perusahaan.
  7. Stabilitas Perusahaan. Perusahaan dengan tingkat keuntungan yang relatif stabil, seringkali dapat memperkirakan bagaimana keuntungannya dikemudian hari, dengan demikian kemungkinan besar perusahaan akan membagikan keuntungannya dalam prosentase yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang keuntungannya berfluktuasi, karena tingkat kepastian untuk memperoleh laba yang diharapkan tinggi.
  8. Kemampuan memasuki Pasar Modal. Perusahaan besar yang sudah mapan, dengan profitabilitas yang tinggi dan keuntungan yang stabil, dengan mudah dapat masuk ke pasar modal atau memperoleh lebih banyak sumber dana dari luar untuk pembiayaannya. Karena itu perusahaan yang sudah mapan akan mempunyai tingkat dividen yang

- lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil atau masih baru.
9. Kontrol. Kekhawatiran berkurangnya kekuasaan kelompok dominan dalam mengendalikan perusahaan, cenderung mendorong perusahaan untuk memperbesar laba yang ditahan demi keperluan ekspansinya, yang berarti akan memperkecil pembayaran dividennya.
  10. Kedudukan Pajak Para Pemegang Saham. Pada umumnya para pemilik perusahaan yang memegang sebagian besar sahamnya tergolong kelompok berpendapatan tinggi dan pembayar pajak yang tinggi. Karena kondisi perusahaan dipegang oleh kelompok ini, maka perusahaan akan membayar dividen yang rendah, untuk menghindari kelompok tersebut dari pajak penghasilan yang tinggi.
  11. Pajak atas Penghasilan yang diperoleh dengan tidak wajar. Untuk mencegah perusahaan menahan keuntungan hanya untuk menghindari tarif pajak perusahaan yang tinggi, maka dikeluarkan peraturan yang membebani pajak tambahan terhadap keuntungan atas penghasilan yang diperoleh secara tidak wajar.
  12. Tingkat Inflasi. Kecenderungan kenaikan harga termasuk harga aktiva tetap menyebabkan akumulasi penyusutan tidak lagi mencukupi untuk mengganti aktiva tetap yang aus karena proses produksi, oleh karena itu perusahaan akan memperbesar porsi laba yang ditahan sehingga porsi untuk dividen menjadi berkurang. Brigham dan Gapenski (1996:437) menemukan bahwa perubahan kebijakan dividen memiliki dua dampak yang berlawanan. Jika dividen dibayarkan semua, kepentingan cadangan akan terabaikan, sebaliknya jika laba ditahan semua, maka kepentingan pemegang saham akan uang kas terabaikan. Untuk menjaga

kepentingan diantara para *stakeholders* tersebut, manajer keuangan dapat menempuh kebijakan dividen yang optimal. Weston dan Brigham (1990) dalam penelitiannya menemukan bahwa kebijakan dividen yang optimal merupakan pembayaran yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga memaksimalkan harga saham. Husnan (1988:260) menguraikan bahwa teori kebijakan dividen yang optimal diartikan sebagai rasio pembayaran dividen yang ditetapkan dengan memperhatikan kesempatan untuk menginvestasikan dana serta berbagai preferensi yang dimiliki para investor mengenai dividen daripada *capital gain*.

Dividen merupakan sinyal bagi pasar, hasil penelitian terhadap model sinyal kebijakan dividen seperti, Firth (1996) menemukan bukti bahwa terdapat pengaruh signifikan informasi pengumuman perubahan dividen terhadap penilaian dan peramalan *earning* pada beberapa perusahaan pada industri yang sama. Temuan ini konsisten dengan pengumuman perubahan dividen sebuah perusahaan merupakan signal bagi *earnig* di masa depan dan dividen perusahaan lain sehingga mempengaruhi penilaian pasar saham suatu perusahaan. Penelitian sejenis juga telah dilakukan oleh Batthacharya (1979), John dan William (1985), Miller dan Rock (1985) yang memberikan bukti empirik bahwa perilaku *earning* mengikuti perubahan dividen. Healy dan Palepu (1988) menemukan bahwa perubahan abnormal *earning* pada awalnya mengikuti dividen sedangkan Ofer dan Siegel (1987) dan Carrol (1992) mencatat bahwa revisi peramalan para analis mengikuti perubahan dividen.

Lang dan Litzenberger (1989) menduga bahwa perubahan dividen memiliki muatan informasi tentang investasi perusahaan di masa depan. Sedangkan Souza dan Saxena (1999) menyatakan bahwa kebijakan dividen sebagai rasio pembayaran dividen perusahaan yang menggunakan prosentase kepemilikan institusional terhadap jumlah saham perusahaan sebagai proksi biaya agensi, selanjutnya temuannya mengindikasikan terdapat hubungan antara kebijakan dividen dan kesempatan investasi yang secara statistik tidak signifikan.

## 2. Aliran Kas Bebas

*Free cash flow hypothesis* dikembangkan oleh Jensen (1986) yang menyatakan bahwa manajer dibantu dengan FCF akan berinvestasi dalam proyek yang mempunyai *net present value* (NPV) negatif daripada membayarkannya kepada *shareholders*. Namun terdapat ketidak konsistenan dengan pernyataan tersebut seperti yang ditunjukkan oleh Jensen dan Meckling (1976) bahwa para manajer dapat mengurangi biaya agensi dari FCF dengan memasukkan kontrak atau pembuatan komitmen lain yang menuntut pembayaran tunai secara periodik. Salah satu jenis kontrak yang memerlukan pembayaran tunai periodik adalah hutang. Jensen meramalkan bahwa perusahaan dengan FCF yang cukup tinggi akan menyukai hutang melebihi ekuitas di dalam pembuatan keputusan struktur modal, dalam rangka mengurangi biaya agensi FCF. Pilihan ini mengakibatkan hubungan positif antara FCF dan leverage. Dengan cara yang sama, perusahaan dapat meningkatkan *cash payouts* dalam wujud dividen, menghasilkan hubungan positif antara FCF dengan *dividend payout*.

Aliran kas bebas mencerminkan keleluasaan bagi perusahaan untuk melakukan investasi tambahan, melunasi hutang-hutang, membeli saham treasury,

atau secara sederhana menambah likuiditas. Terdapat tiga sumber aliran kas bebas yaitu aliran kas dari operasi, pengeluaran modal dan perubahan modal kerja bersih (Ross et al. 2000:) aliran kas dari operasi merupakan aliran kas yang berasal dari kegiatan utama perusahaan dan merupakan laba bersih perusahaan tanpa memasukkan depresiasi dan biaya bunga. Pengeluaran modal merupakan kas yang dipakai untuk membiayai pembelian aset-aset tetap perusahaan, kemudian dikurangi penjualan aset-aset tersebut. Sedangkan perubahan modal kerja bersih adalah kas perusahaan yang dikeluarkan perusahaan untuk mendanai investasi pada aset-aset lancar. Pendekatan yang paling mudah untuk menentukan perubahan modal kerja bersih adalah mengurangi modal kerja bersih awal dan modal kerja akhir.

## 3. Set Kesempatan Investasi

Myers (1977) merupakan orang yang pertama kali memperkenalkan istilah *investment opportunity set* (IOS) untuk menggambarkan mengenai luasnya kesempatan investasi, menurutnya perusahaan merupakan kombinasi antara aktiva riil dan opsi investasi di masa datang. Beberapa proksi yang telah digunakan dalam penelitian dan literatur akuntansi untuk mengembangkan gagasan Myers mengenai *investment opportunity set* (IOS), proksi-proksi tersebut dapat diklasifikasikan kedalam tiga tipe yaitu: proksi-proksi berbasis harga, proksi-proksi berbasis investasi dan proksi berbasis ukuran varian. (Kallapur dan Trombley, 1999).

Selanjutnya, nilai IOS perusahaan sangat tergantung kepada banyak faktor seperti spesifikasi perusahaan dan spesifikasi industri. Cristie (1989) dalam Kallapur dan Trombley (2001) berpendapat bahwa penentu utama IOS adalah faktor-faktor industri seperti

siklus hidup produk dan hambatan untuk masuk dalam industri. Faktor-faktor tersebut mengarahkan perusahaan menggunakan investasi untuk meningkatkan hambatan untuk masuk (Chung dan Charoenwong, 1991). Siklus hidup produk yang pendek menunjukkan adanya investasi pada riset dan pengembangan dan menentukan kebutuhan *human capital* dalam riset dan pengembangan sehingga mereka lebih produktif dan mendatangkan keunggulan komparatif yang meningkatkan nilai perusahaan. Nilai yang akan dicapai bisa juga dilakukan dengan investasi pada merek dagang melalui pengiklanan dan upaya pemasaran (Gaver dan Gaver, 1993) tergantung pada faktor-faktor seperti lingkungan persaingan yang dihadapi perusahaan, kualitas produk dan *product differentiation*.

Gaver dan Gaver (2001) menemukan pentingnya untuk membedakan antara IOS dan *growth*. Menurut mereka, pertumbuhan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan ukuran (*size*), sementara kesempatan investasi merupakan pilihan untuk menginvestasikan dalam proyek yang memiliki NPV yang positif. Sehingga kesempatan investasi selalu menghasilkan peningkatan dalam ukuran (*size*) perusahaan, dan tidak semua kesempatan bertumbuh (*growth opportunity*) memiliki nilai NPV yang positif.

Pertumbuhan (*growth*) perusahaan merupakan salah satu proksi dari kesempatan investasi. Pertumbuhan perusahaan dapat didefinisikan sebagai suatu peningkatan yang terjadi pada suatu perusahaan, dimana tingkat pertumbuhan ini dapat diukur dengan berdasarkan pertumbuhan aktiva atau berdasarkan pertumbuhan penjualan. Jika semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, semakin besar kebutuhan dana di masa depan, semakin mungkin perusahaan

menahan pendapatan, bukan membayarkan sebagai dividen. Karena itu potensi pertumbuhan perusahaan menjadi faktor yang menentukan kebijakan dividen (Subekti, 2000).

Keputusan investasi akan menentukan set kesempatan investasi yaitu peluang-peluang/prospek di masa yang akan datang untuk tumbuh dan investasi yang ditanamkan dalam bentuk aktiva tetap perusahaan sehingga kita dapat mengetahui nilai suatu perusahaan (*value of the firm*) (Pagulung, 2003:4). IOS bervariasi yang merupakan perbedaan penentuan tingkat optimal dari beberapa kebijakan yang dikeluarkan oleh perusahaan, seperti kebijakan pendanaan, dividen, kompensasi, kebijakan pemilihan metode akuntansi dan lain-lain. Variasi IOS dengan penentuan kebijakan perusahaan inilah yang banyak diteliti di bidang akuntansi dan keuangan. Hal ini terjadi karena pandangan teori akuntansi positif misalnya melihat kebijakan perusahaan yang dikeluarkan oleh manajer dapat diartikan sebagai kebijakan yang mengarah pada bentuk efisiensi ataukah dapat pula dalam bentuk lain untuk kepentingan tertentu manajer (*opportunistic*).

#### **4. Hubungan Set Kesempatan Investasi dan Kebijakan Dividen**

Penelitian mengenai hubungan antara IOS dengan kebijakan dividen sudah dilakukan oleh Smith dan Watts (1992) dengan menggunakan variabel *dividend yield* yang menghasilkan hubungan negatif kuat antara dividen yield dan IOS, sedangkan Gaver dan Gaver (1993) menggunakan variabel *dividend yield* dan *dividend payout ratio* dengan hasil yaitu hubungan yang negatif kuat antara *dividen yield* dengan IOS, sedangkan *dividend payout ratio* dengan IOS hasilnya adalah tidak ada hubungan dengan IOS, sedangkan Gul

(1999) sama seperti Gaver dan Gaver (1993) menggunakan variabel yang sama dengan lokasi penelitian pada perusahaan di Jepang dengan hasil yaitu *dividen Yield* memiliki hubungan yang negatif kuat dengan IOS, dan *dividen payout ratio* tidak berhubungan dengan IOS perusahaan Jepang.

Penelitian yang telah dilakukan tersebut, mengindikasikan bahwa IOS mempunyai hubungan kuat negatif dengan kebijakan dividen, hal ini secara teori didukung oleh adanya *size hypotheses*, yaitu manajer lebih mengutamakan pertumbuhan dengan membayar lebih kecil dividen kepada pemegang saham, namun demikian penelitian Smith dan Watts (1992) menyimpulkan bahwa *contracting theory* lebih relevan dalam menjelaskan kebijakan-kebijakan perusahaan dan memberikan hasil yang *robust* dalam menjelaskan hubungan IOS dengan kebijakan perusahaan dengan berbagai karakteristik yang dimilikinya

##### **5. Hubungan Aliran Kas Bebas dengan Set kesempatan investasi dan Kebijakan Dividen**

Untuk menguji validitas hipotesis yang telah diteliti oleh Jensen (1986) tentang aliran kas bebas bahwa return saham akan positif jika manajer membayar atau berjanji membayarkan aliran kas bebas kepada *shareholders* sebagai dividen, dan akan negatif jika dinvestasikan kembali pada proyek lain, maka beberapa peneliti kemudian memakai rasio pembayaran dividen, saham yang beredar dan pengeluaran modal untuk maksud tersebut (Kallapur 1994; Voght 1994; Szewczyk et al. 1996). Perusahaan dengan AKB yang cukup akan mengurangi pembiayaan operasi perusahaan dengan hutang, ataupun menggunakan untuk membiayai investasi perusahaan yang pada akhirnya akan mengurangi *cost of capital* karena perusahaan tidak memerlukan hutang.

Studi yang dilakukan oleh Smith dan Watts (1992), Gaver dan Gaver (1993) dan Gul (1999) dalam Kallapur dan Trombley (2001) semua menemukan hubungan negatif kuat antara *dividend yield* dan IOS. Selain itu Gaver dan Gaver (1993) dan Gul (1999) tidak mampu mendokumentasikan suatu hubungan antara *dividend payout* dan IOS, dan Smith dan Watts (1992) tidak menguji variabel ini. *Market value of equity* (MVE) terdiri dari nilai pasar asset ditambah nilai pasar dari IOS, sedangkan pendapatan bersih (NI) dihasilkan hanya oleh aset. Nilai dari kenaikan IOS, NI/MVE menurun, dipengaruhi hubungan negatif antara rasio-rasio ini dan IOS.

Tidak adanya hubungan antara *dividend payout* dan IOS menyatakan bahwa hubungan negatif antara *dividend yield* dan IOS tidak diakibatkan oleh efek IOS pada kebijakan dividen, tetapi lebih dari hubungan negatif antara rasio-rasio NI/MVE dan IOS. Berdasarkan bukti tersebut baik Gaver dan Gaver (1993) dan Smith dan Watts (1992) masih meragukan hubungan antara IOS dan *dividend payout*.

Berdasarkan uraian latar belakang tersebut diatas maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

1. Ada hubungan antara aliran kas bebas dan kebijakan dividen dengan moderasi set kesempatan investasi.
2. Ada kesempatan investasi dapat memoderasi hubungan aliran kas bebas dengan kebijakan dividen.

##### **6. Data**

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diambil dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan *Data-Based Jakarta Stock Exchange Fakultas Ekonomi UGM*. Data yang digunakan adalah Neraca, dan laporan arus kas dan pengumuman pembayaran dividen.

Perusahaan sampel adalah perusahaan pemanufaktur dan non-pemanufaktur yang terdaftar di BEJ sejak tahun 2006, yang dipilih dengan menggunakan metode *purposive* sampling berdasar kriteria antara lain:

**Sampel**

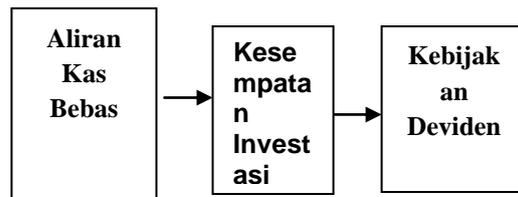
No	Uraian	Sampel
1	Perusahaan yang listing di BEJ sampai tahun 2010	329
2	Perusahaan pertambangan, Bank, asuransi, sekuritas, Real Estate, agen Kredit, Hotel dan travels	(133)
3	Perusahaan Manufaktur dan non-pemanufaktur	196
4	Perusahaan aktif setelah tahun 2006 2010	(30)
5	Perusahaan aktif sebelum tahun 2005	166
6	Tidak membayar dividen sejak tahun 2006 s/d 2010	(77)
7	Perusahaan yang pernah membayar dividen sejak tahun 2006 s/d 2010	89

Berdasarkan kriteria tersebut maka terdapat 89 perusahaan going-public yang memenuhi kriteria sampel selama lima tahun yaitu sejak tahun 2006 s/d tahun 2010 sehingga diperoleh 445 pengamatan. Selanjutnya, peneliti menguji asumsi klasik ternyata terjadi gangguan heteroskedastisitas sehingga harus diobati yang menyebabkan pengamatan menjadi berkurang menjadi 216.

**Model penelitian**

Berdasarkan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, maka hubungan antar variabel dapat dilihat dalam gambar sebagai berikut:

**Gambar 1. Skema Hubungan Antar Variabel**



Gambar di atas mengarahkan penelitian agar tidak menyimpang dan merupakan pedoman bagi peneliti untuk menyelesaikan proses penelitian hingga selesai. Selanjutnya model di atas merupakan bingkai agar membatasi ruang lingkup penelitian agar tidak meluas sehingga usaha pengujian hipotesis menjadi lebih fokus, selain itu bagi pembaca, model tersebut merupakan *short cut* dalam memahami alur pikir peneliti secara cepat.

**Variabel penelitian**

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen yang diproksikan dengan *dividen payout ratio* yang merupakan perbandingan antara *dividend per share* dengan *earning per share* yang dinotasikan dengan **DPR**.

$$\text{Variabel dependen} = \frac{\text{Depiden per share} \times 100}{\text{Earning pers share}}$$

**Variabel Independen**

Variabel independen dalam penelitian ini adalah aliran kas bebas (*Free Cash Flow*) yang dihitung berdasarkan formula Ross et al. (2000), dengan notasi **AKB**

$$AKB_{it} = AKO_{it} - PM_{it} - NWC_{it}$$

Notasi:

$AKB_{it}$  = aliran kas bebas perusahaan i pada periode t.  $AKO_{it}$  = aliran kas operasi perusahaan i pada periode t.  $PM_{it}$  = pengeluaran modal perusahaan i pada periode t.  $NWC_{it}$  = Modal kerja bersih perusahaan i pada periode t.

Selanjutnya nilai aliran kas bebas dinormalkan dengan membaginya dengan total aset (Gul dan Tsui, 1998).

$$AKB_{it} = \frac{AKO_{it} - PM_{it} - NWC_{it}}{\text{TOTAL ASET}} \dots\dots\dots 3$$

**Variabel moderating**

Variabel moderating dalam penelitian ini adalah *market to book value of equity* yang merupakan proksi set kesempatan investasi berbasis harga adalah perkalian antara jumlah lembar saham yang beredar dengan harga penutupan saham dibagikan dengan nilai total ekuitas saham yang dinotasikan dengan **SKI**.

$$SKI = \frac{(\text{Jmh lbr shm yg beredar} \times \text{harga penutupan shm})}{\text{Total Ekuitas}} \dots (4)$$

**8. Teknik analisa**

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji dan memberikan bukti empiris mengenai hubungan antara aliran kas bebas dan kebijakan dividen dengan moderasi set kesempatan investasi. Variabel bebas aliran kas bebas dan variabel tergantung kebijakan dividen dan variabel moderasi set kesempatan investasi diharapkan mampu menjelaskan perubahan variabel tergantung. Model analisa yang akan digunakan untuk menguji hubungan tersebut adalah metode *pooled regression* yaitu model regresi linier (*multiple linear regression method*) dengan menambahkan *cross-produc term* (*interaction term*). Untuk menguji hipotesa satu digunakan analisis regresi dengan cara melakukan regresi antara aliran kas bebas (AKB) sebagai variabel bebas dengan dividen (DPR) sebagai variabel tergantung. Selanjutnya untuk menguji hipotesa dua yaitu meregresikan aliran kas bebas sebagai variabel bebas terhadap kebijakan dividen sebagai variabel tergantung serta set kesempatan investasi (SKI) sebagai variabel moderat. Pengolahan data dilakukan dengan

program SPSS statistik parametrik. Model persamaan regresinya adalah:

$$DPR = a + P1 AKB + 81$$

$$DPR = a + P1 SKI + P2 AKB + P3 SKI * AKB + 81 \dots\dots\dots$$

Keterangan:

$$DPR = \text{dividen payout ratio kontanta}$$

**9. Pengujian asumsi**

Pengujian dengan menggunakan analisis regresi harus didahului dengan pengujian asumsi klasik sehingga hasil pengujian yang bias dapat dihindari. Adapun uji asumsi klasik yang dilakukan adalah dalam penelitian ini adalah uji multikolinieritas, autokorelasi, dan heterokedastisitas.

Uji multikolinieritas digunakan untuk menguji ada tidaknya hubungan linier antara variabel bebas. Pengujian multikolinieritas dapat dilakukan dengan cara melakukan regresi antar variabel bebas untuk melihat nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) dari masing-masing variabel bebas. Bila nilai VIF lebih besar dari 10, berarti ada indikasi terjadinya multikolinieritas yang serius. Bila nilai VIF lebih kecil dari 10, berarti tidak terdapat gejala multikolinieritas atau walaupun ada, hal ini dapat diabaikan karena nilainya sangat rendah (Hair et. Al, 1998).

Uji autokorelasi menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pada periode t dengan periode t-1. untuk melihat ada tidaknya autokorelasi dapat digunakan besaran nilai Durbin Watson pada output pengujian. Bila angka D-W berada disekitas angka 2 dan -2 berarti tidak terjadi autokorelasi (Santoso, 2000).

Uji heterokedastisitas memberikan informasi adanya tidak konstan *varians* dari variabel pengganggu. Uji ini dilakukan duntuk melihat apakah variabel pengganggu konstan atau tidak. Heterokedastisitas

dapat diuji dengan uji Gletsjer. Uji ini dilakukan dengan cara meregresi nilai absolut residual dari model yang diestimasi terhadap variabel bebas. Bila t statistik signifikan atau t hitung lebih besar dari t tabel berarti ada gejala heterokedastisitas. (Arief, 1993).

## ANALISA DAN PEMBAHASAN

### 1. Statistik deskriptif

Statistik diskriptif dalam penelitian ini memberikan informasi tentang karakteristik variabel penelitian khususnya mengenai mean, standar deviasi, jumlah N pengamatan, dan nilai maximum dan nilai minimum setiap variabel seperti pada tabel 1. Nilai mean pembayaran dividen adalah 1,3758, nilai mean aliran kas bebas 1.5721 dan nilai mean set kesempatan investasi adalah 0,06044 sedangkan nilai mean moderasi 1,6325 dan jumlah pengamatan sebanyak 216. Deviasi standar untuk variabel bebas maupun variabel moderat adalah disekitar dari 50% dari mean, hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat variasi atau kesenjangan antara nilai terbesar dengan nilai terkecil, sehingga dapat disimpulkan bahwa data yang digunakan tidak bias.

**Tabel1. Descriptive**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
LOGDIV	216	-1,22	2,86	1,3758	,5871
LOGAKB	216	-2,39	3,19	1,5721	1,1968
LOGSKI	216	-,82	,98	6,044E-02	,3742
LOGMODE	216	-2,64	3,71	1,6325	1,2172
Valid N	216				

### 2. Pengujian asumsi klasik dan model analisis Uji multikolinearitas

Uji asumsi klasik terhadap model penelitian dilakukan agar hasil yang didapat tidak menjadi bias. Uji asumsi yang dilakukan antara lain uji multikolinearitas, uji autikorelasi, uji

heteroskedastisitas. Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas .model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel bebas. Jika variabel bebas saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal. Multikolinearitas dapat dilihat dari nilai *variance inflation factor* (VIF) berkisar antara 1 sampai 4 dengan tingkat toleransi mendekati nilai 1. bila nilai VIF lebih besar dari 10, berarti ada indikasi terjadinya multikolinearitas yang serius. Bila nilai VIF lebih kecil dari 10, berarti tidak terdapat gejala multikolinearitas atau walaupun ada, hal ini dapat diabaikan karena nilainya sangat rendah (Gujarati, 1995).

Pada tabel 2 terlihat dengan jelas bahwa hasil uji multikolinearitas mengindikasikan bahwa model yang digunakan tidak melanggar asumsi klasik karena hasil VIF untuk ketiga variabel nilainya lebih kecil dari 10, variabel LOGAKB nilai VIF 1,165 variabel LOGSKI nilai VIF 2,954 dan variabel LOGMODE nilai VIF 2,987 demikian juga nilai *tolerance* semuanya mendekati nilai 1.

### 3. Uji autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk melihat apakah dalam suatu model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1 (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang. Dalam penelitian ini menggunakan uji Durbin-Watson (DW test)

### Tabel 3. Uji Autokorelasi dengan Durbin-Watson

	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics	Durbin-Watson
Model					R Square Change	
	,205	,042	,029	,5787	,042	1,524

a Predictors:

(Constant), LOGMODE,  
LOGAKB, LOGSKI b  
Dependent Variable: LOGDIV

Nilai DW sebesar 1,524 pada tabel 3 di atas menunjukkan bahwa nilai ini akan berada dalam kisaran angka -2 dan 2 yang berarti tidak terjadi gejala autokorelasi (Santoso, 2000).

#### 4.. Uji heteroskedastisitas

Dalam penelitian ini uji heteroskedastisitas menggunakan metode Glejser, dengan dua langkah utama yaitu pertama menghitung nilai residual dari persamaan regresi, kemudian nilai residual tersebut diabsolutkan. Kedua meregresikan nilai absolut residual dengan masing-masing variabel bebas. Jika variabel bebas signifikan secara statistik mempengaruhi variabel tergantung, maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2001).

**Tabel 4. Uji Heteroskedastisitas Metode Glejser**

		Unstandardized Coefficients	Standardized Coefficients	t	Sig.
Model	B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	2,665		2,679	
	SKI	1,369	,622	13,566	

	AKB	2,858E-02	,021	,073	1,339
	MODERASI	-4,072E-02	,007	-,340	-5,628

ABSRES1

Pada tabel 4 di atas, terlihat bahwa nilai koefisien korelasi variabel bebas SKI 18.56% dengan nilai signifikan 0.000 yang jauh dibawah nilai signifikansi 0.05, nilai variabel bebas AKB 2.8% tidak signifikan pada nilai 0.18 diatas nilai 0.05, dan nilai variabel moderasi -4.072 dengan nilai sig 0.000 yang artinya hubungan antara variabel moderasi dengan variabel absolut residual signifikan dengan arah negatif. Berdasarkan kriteria jika variabel bebas signifikan secara statistik mempengaruhi variabel tergantung, maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas.

Selanjutnya uji heteroskedastisitas dilanjutkan dengan proses mengobati masalah heteroskedastisitas dengan menggunakan transformasi bentuk model regresi dengan cara melakukan log 10 setiap variabel sebagai variabel baru. Langkah berikutnya meregresikan variabel tergantung log dividen yang telah ditransformasi dengan variabel bebas transformasi log set kesempatan investasi, variabel log aliran kas bebas dan variabel moderasi transformasi untuk mencari nilai residual. Nilai

31 residual yang telah diperoleh selanjutnya di buat nilai absolutnya, dan kemudian dijadikan variabel tergantung pada regresi seperti hasil pada tabel dibawah ini.

**Tabel 5. Uji Heteroskedastisitas Metode Glejser dengan perbaikan data**

		Unstandarized Coefficients	Standardized Coefficients	t	Sig.
Model		B	Std. Error		
1	(Constant)	,707	,020	34,795	,000
	LOGSKI	4,185E-02	,099	,422	,673
	LOGAKB	-4,229E-02	,104	-,408	,684
	LOGMODE	-8,088E-02	,103	-,787	,432

Dependent Variable: ABSRES1

Pada tabel 5, terlihat dengan jelas bahwa tidak ada satupun variabel bebas yang signifikan secara statistik mempengaruhi variabel absolut (AbsRes1). Hal ini terlihat ada probabilitas signifikansinya di atas tingkat kepercayaan 95%. Jadi dapat disimpulkan model regresi tidak mengandung heteroskedastisitas.

### 3. Analisa hasil pengujian hipotesis

#### 4.3.1. Pengujian dan diskusi hipotesa alternatif satu

Pengujian hipotesa alternatif satu digunakan untuk menjawab pertanyaan apakah aliran kas bebas berhubungan negatif dengan kebijakan dividen. Hipotesa ini diuji dengan persamaan regresi linier sebagai berikut:

$DPR = a_i + \beta_i AKB + s_i$  Dari persamaan regresi tersebut variabel

dependen adalah kebijakan dividen dan variabel independen adalah aliran kas bebas. Agar pengujian hipotesa satu tetap dilanjutkan dengan memperhatikan gangguan heteroskedastisitas, maka penulis menggunakan transformasi bentuk Log 10 yang akan digunakan sebagai variabel pengganti. Selanjutnya, penulis akan menggunakan hasil transformasi variabel Log 10 dalam menguji hipotesa alternatif satu dengan pertimbangan bahwa model telah memenuhi kriteria lulus uji asumsi klasik dan diharapkan hasil penelitian tidak bias. Berdasarkan uraian di atas, maka persamaan menjadi:  $\text{Log DPR} = a_1 + \beta_1 \text{Log AKB} + s_1$

**Tabel 6. Hasil Pengujian Hipotesis Satu**

		Unstandarized Coefficients	Standardized Coefficients	t	Sig.
Model		B	Std. Error		
1	(Constant)	1,469	,066	22,349	,000
	LOGAKB	-5,910E-02	,033	-1,775	,077

a Dependent Variable: LOGDIV

Pengujian regresi untuk variabel LOGAKB terhadap LOGDPR dapat dilihat pada tabel 6. Hasil pengujian menunjukkan bahwa aliran kas bebas berhubungan negatif dengan kebijakan dividen dengan nilai koefisien beta -0,0591 sedangkan nilai t hitung sebesar -1,775 dengan tingkat signifikan 0,07 maka tingkat signifikan lebih tinggi dari 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa besarnya nilai koefisien yang menunjukkan pengaruh variabel AKB terhadap variabel DPR adalah tidak signifikan. Tidak signifikannya aliran kas bebas pada studi menunjukkan bahwa aliran kas bebas oleh investor-investor di Bursa Efek Jakarta belum dilihat sebagai

faktor yang independen dalam membawa informasi tentang prestasi operasional manajemen dalam merealisasikan pertumbuhan perusahaan ditunjukkan

**Tabel 7.**

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	Sig.
	Regression	3,119		1,040	

a Predictors: (Constant), LOGMODE, dalam pertumbuhan nilai buku aktiva, dan nilai buku perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesa satu maka hipotesis satu tidak ditolak karena menunjukkan adanya pengaruh variabel AKB terhadap variabel DPR dalam bentuk yang negatif. Temuan ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh

Jensen (1986) yang telah mengembangkan hipotesa *free cash flow* dan menyatakan bahwa manajer dibantu dengan *free cash flow* akan menginvestasikan dananya pada proyek yang memiliki *net present value* (NPV) negatif daripada membayarkannya pada pemegang saham.

#### 4.. Pengujian dan diskusi hipotesa alternatif dua

Pengujian hipotesis alternatif dua bertujuan untuk menjawab pertanyaan apakah dengan memasukan set kesempatan investasi sebagai variabel moderasi, maka pengaruh aliran kas bebas terhadap kebijakan dividen akan semakin negatif signifikan. Untuk melakukan pengujian digunakan persamaan regresi:

$$DPR = a_1 + p_1 SKI + p_2 AKB + p_3 SKI*AKB + s_1$$

Dari persamaan regresi di atas terlihat bahwa variabel tergantung adalah kebijakan dividen (DPR) dengan variabel bebas set kesempatan investasi (SKI), aliran kas bebas (AKB) dan variabel moderasi yang merupakan ineteraksi

antara set kesempatan investasi dan aliran kas bebas. Seperti pada persamaan regresi untuk menguji hipotesis alternatif satu, maka pengujian hipotesis alternatif dua akan menggunakan transformasi variabel log 10 agar pengujian hipotesa dua tetap dilanjutkan dengan memperhatikan gangguan heteroskedastisitas.

Penulis menggunakan transformasi bentuk Log 10 yang akan digunakan sebagai variabel pengganti. Berdasarkan uraian di atas, maka persamaan regresi menjadi:

$$\begin{aligned} \text{LOGDPR} &= a_1 + P_1 \text{LOGSKI} + \\ &P_2 \text{LOGAKB} + P_3 \\ &\text{LOGSKI*LOGAKB} + S_1 \end{aligned}$$

b Dependent Variable: LOGDIV

Pada tabel 7. ANOVA di atas, terlihat bahwa terdapat relasi yang signifikan antara variabel bebas terhadap variabel tergantung sebesar 3,105 dengan p-value 0,028 lebih kecil dari tingkat penyimpangan harapan sebesar 5%. Artinya semua variabel bebas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

**Tabel 8. Model Summary**

	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Change Statistics
Model					R Square Change
1	,205	,042	,029	,5787	,042

a Predictors: (Constant), LOGMODE, LOGAKB, LOGSKI

b Dependent Variable: LOGDIV

Parameter statistik pada tabel 8 yang menggambarkan hubungan aliran kas bebas dengan kebijakan dividen, terlihat bahwa koefisien korelasi antara variabel bebas, variabel moderasi dengan variabel tergantung dari persamaan

regresi adalah sebesar 0,205 ( $R = 20,5\%$ ), yang artinya bahwa tingkat signifikansi hubungan antara variabel bebas dan variabel tergantung adalah 20,5% yang berarti ada peningkatan R dari pengujian sebelumnya yang tidak memasukan variabel moderasi sebesar  $20,5\% - 7,4\% = 13,1\%$ . Pada tabel 8 juga memperlihatkan adanya nilai koefisien determinasi adalah sebesar 0,042 ( $R^2 = 0,042$ ), hal ini mengartikan bahwa variabel tergantung mampu dijelaskan oleh variabel bebas dengan tambahan variabel moderasi sebesar 4,2%.

**Tabel 9. Hasil pengujian hipotesis dua.**

		Unstandarized Coefficients	Standardized Coefficients	t	Sig.
Model			Std. Error		
1	(Constant)		,071	20,035	,000
	LOGAKB	-,03675	,036	-1,033	,303
	LOGSKI		,181	2,215	,028
	LOGMODE		,092	-1,157	,249

a Dependent Variable: LOGDIV

Pada tabel 9 di atas, terlihat bahwa nilai koefisien regresi variabel LOGAKB - 0,03675 menunjukkan bahwa variabel bebas aliran kas bebas mempunyai hubungan negatif dengan variabel

kebijakan dividen namun tidak signifikan pada nilai p-value sebesar 0,303. nilai koefisien regresi variabel bebas LOGSKI adalah 0,401 dengan nilai p-value sebesar 0,028 yang berarti variabel set kesempatan investasi mempunyai hubungan positif dengan variabel kebijakan dividen secara signifikan. Selanjutnya untuk variabel moderasi LOGMODE terlihat nilai koefisien regresi sebesar -0,106 dengan nilai p-value sebesar 0,249 yang artinya bahwa variabel moderasi berhubungan secara negatif dengan variabel kebijakan dividen secara tidak signifikan.

Sifat pengaruh interaksi set kesempatan investasi terhadap hubungan aliran kas bebas dengan kebijakan dividen dapat diukur dengan cara membuat plot fungsi respons estimasian kebijakan dividen (Y) dengan aliran kas bebas ( $X_1$ ) untuk dua level set kesempatan investasi ( $X_2$ ) yang berbeda. Level  $X_2$  yang dipilih  $X_2 = 0$  dan  $X_2 = 1$ . Dua fungsi respon estimasian dihipotesiskan dengan cara mensubstitusikan  $X_2 = 0$  dan  $X_2 = 1$  secara bergantian ke dalam model regresi. Penyederhanaan model regresi tersebut tampak dalam persamaan berikut:

$$\begin{aligned}
 X_2 = 0 &= Y = 1,415 - 0,03675 X_1 + 0,401 * 0 - 0,106 X_1 * 0 = \\
 &1,415 - 0,03675 X_1 \\
 X_2 = 1 &= Y = 1,415 - 0,03675 X_1 + \\
 &0,401 * 1 - 0,106 X_1 * 1 = \\
 &1,71 - 0,03675 X_1
 \end{aligned}$$

Fungsi respon estimasian tersebut pada  $X_2 = 0$  dan  $X_2 = 1$  mengindikasikan tidak adanya pengaruh interaksi (*interaction effect*) karena nilai slope kedua fungsi estimasian adalah paralel yang ditunjukkan oleh nilai  $-0,03675 X_1$  yaitu ketika set kesempatan investasi ( $X_2$ ) = 0 slope hubungan aliran kas bebas ( $X_1$ ) dan kebijakan dividen sebesar  $1,415 - 0,03675 X_1$ , selanjutnya ketika set kesempatan investasi ( $X_2$ ) = 1 slope hubungan aliran kas bebas dengan kebijakan dividen sebesar  $1,71 - 0,03675 X_1$ . Hal ini mengindikasikan bahwa set kesempatan investasi ( $X_2$ )

tidak berpengaruh pada hubungan antara aliran kas bebas dengan kebijakan dividen, yang berarti hipotesa alternatif dua bahwa set kesempatan investasi memoderasi hubungan aliran kas bebas dengan kebijakan dividen secara signifikan ditolak.

Hasil ini bukan berarti bahwa aliran kas bebas tidak mempunyai kandungan informasi atau set kesempatan investasi tidak dapat memoderasi hubungan aliran kas bebas dengan kebijakan dividen. Hasil ini mungkin disebabkan oleh periode pengamatan yang relatif pendek yaitu hanya lima tahun. Voght dan Vu (2000) mengemukakan bahwa periode pengamatan yang panjang akan memberikan hasil yang lebih baik bila dibandingkan dengan periode pengamatan yang lebih pendek.

Sejauh pemahaman penulis, tidak signifikannya hasil pengujian hipotesa alternatif satu dan hasil pengujian hipotesa alternatif dua disebabkan oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan ke dalam model sehingga dapat menyebabkan nilai-nilai koefisien parameter statistik yang dihasilkan ketika mengolah data pada program statistik tidak tepat, dan yang perlu diingat, bahwa penggunaan data sekunder sangat rentan terhadap salah catat dalam penyajian laporan keuangan dan hal ini di luar kendali penulis. Selanjutnya, set kesempatan investasi belum direspon oleh pelaku pasar sebagai faktor fundamental keuangan perusahaan karena mungkin pelaku pasar mendasari keputusan investasinya pada faktor lain di luar akuntansi.

## KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan memberikan bukti empiris mengenai hubungan antara aliran kas bebas dan kebijakan dividen dengan moderasi set kesempatan investasi, serta untuk mengetahui apakah set kesempatan investasi dapat memoderasi hubungan

aliran kas bebas dengan kebijakan dividen. Penelitian dilakukan karena menurut peneliti belum ada penelitian sejenis yang dilakukan sebelumnya yang menggunakan variabel moderasi set kesempatan investasi. Kesimpulan yang dapat diambil adalah:

1. Dalam penelitian ini, variabel kebijakan dividen diproksikan dengan dividen payout ratio (DPR), variabel aliran kas bebas (AKB) dihitung dengan menggunakan berdasarkan formula Ross et al. (2000)  $AKB_{it} = AKO_{it} - PM_{it} - NWC_{it}$  dengan notasi  $AKB_{it}$  adalah aliran kas bebas perusahaan  $i$  pada periode  $t$ ,  $AKO_{it}$  adalah aliran kas operasi perusahaan  $i$  pada periode  $t$ ,  $PM_{it}$  adalah pengeluaran modal perusahaan  $i$  pada periode  $t$ ,  $NWC_{it}$  adalah modal kerja bersih perusahaan  $i$  pada periode  $t$ . variabel set kesempatan investasi (SKI) menggunakan proksi *market to book value of equity* yang merupakan perkalian antara jumlah lembar saham yang beredar dengan harga penutupan saham dibagikan dengan nilai total ekuitas saham. Sedangkan variabel moderasi merupakan perkalian antara set kesempatan investasi (SKI) dengan aliran kas bebas (AKB).
2. Sebelum menguji hipotesis yang diajukan, dilakukan pengujian asumsi klasik seperti uji multikolinearitas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas agar memastikan bahwa model yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah valid sehingga kesimpulan hasilnya tidak bias. Hasil uji multikolinearitas mengindikasikan bahwa model yang digunakan tidak melanggar asumsi klasik karena hasil VIF untuk ketiga variabel nilainya masih lebih kecil dari sepuluh. Kemudian *Durbin Watson test* digunakan untuk menguji

adanya autokorelasi dalam model regresi yang digunakan. Hasil pengujian menunjukkan tidak terjadi autokorelasi dalam model. Selanjutnya pengujian heteroskedastisitas menggunakan metode glejser yang menunjukkan bahwa model bebas dari masalah heteroskedastisitas. Konsekuensi dari pengobatan masalah heteroskedastisitas adalah terjadi pengurangan jumlah pengamatan menjadi 216 karena setiap variabel ditransformasi menjadi persamaan regresi log selanjutnya model dijalankan dengan persamaan regresi log linier.

3. Menguji hipotesa alternatif satu dan dua yang diajukan, memakai model regresi linier. Hasil pengujian terhadap hipotesa alternatif satu menunjukkan bahwa aliran kas bebas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen yang berarti hipotesa satu tidak ditolak. Temuan ini konsisten dengan penelitian Jensen (1986). Hasil pengujian hipotesa alternatif dua menunjukkan bahwa set kesempatan investasi berpengaruh secara negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen sehingga hipotesa alternatif dua ditolak, maka dapat disimpulkan bahwa set kesempatan investasi tidak dapat memberikan pengaruh moderasi terhadap hubungan antara aliran kas bebas dan kebijakan dividen.

### Saran

Hasil penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yang mungkin dapat berpengaruh terhadap hasil penelitian. Saran untuk penelitian di masa yang akan datang adalah sebagai berikut:

1. Perlu dilakukan pengelompokan sampel dalam kelompok perusahaan yang memiliki aliran kas bebas tinggi dan kelompok perusahaan yang memiliki aliran kas bebas rendah, karena dengan pengelompokan ini

akan menambah ketelitian dan data statistik semakin lebih tepat.

2. Perlu dilakukan penambahan proksi set kesempatan investasi dalam model agar bisa diperoleh dasar untuk menentukan proksi mana yang tepat digunakan sebagai variabel moderasi.
3. Memperhatikan efek multikolonieritas dengan cara mentransformasikan setiap variabel independen ke dalam bentuk standardize menjadi variabel baru yang akan digunakan dalam meregresikan model.

### DAFTAR PUSTAKA

- Alexander, *et al*, 1993. *Fundamental of Investment*, Second Edition, Prentice-Hall Inc.
- Arief, S. 1993. *Metodologi Penelitian Ekonomi, Edisi 1*, Jakarta: UI Press.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy. *Bell Journal of Economics*. (Spring); 259-270.
- Brigham dan Gapenski, 1996. *Intermediate Financial Management*, 5<sup>nd</sup> ed, Dryden Press Harcourt Brance College Publishers.
- Carroll, T. J, 1992. The Information Content of Quarterly Dividend Changes. *Working Paper*, Univ of Iowa.
- Christie, Andrew, 1989. Equity Risk, the Opportunity Set, Production Costs, and Debt, Working Paper Univ, of Rochester.
- Christie, Andrew., dan J.L. Zimmerman. 1994. Efficient and Opportunistic Choice of Accounting Procedures: Corporate Control Contests. *Accounting Review* (October) : 539-566.
- Chung, K and C. Charoenwong, 1991. Investment Option, Assets-in-

- place, and the Risk of Stocks, *Financial Management* 20, 3, p. 21-33.
- Cooper D.R., dan Emory W.C, 1995. *Business Research Methods*. Fifth Edition. New York: Irwin.
- Easterbrook, Frank H, 1984. Two agency-cost explanation of dividend. *American Economic Review*. Vol. 74, September, pp. 650-659.
- Fauzan, 2002. Hubungan biaya keagenan, risiko pasar dan kesempatan investasi dengan kebijakan dividen. *Tesis*. Pascasarjana FE UGM. Yogyakarta.
- Fijrijanti, Tetet, 2000. Analisis Korelasi Pokok IOS dengan Realisasi Pertumbuhan Kebijakan Pendanaan dan Dividen, *Tesis*, Pascasarjana FE UGM.
- Firth, M., 1996. Dividend Changes, Abnormal Returns and Intra Industri Firm Valuation. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 31, No. 2, June, pp. 189-211.
- Foster, George. 1986. *Financial Statement Analysis*. Prentice Hall International, Second Edition. New Jersey.
- Gaver, J.J., and Gaver, K.M, 1993. Additional evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 16. pp. 125-160.
- Ghozali, Imam, 2001. Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS, Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D.N. 1995. *Basic Econometrics*, McGraw-Hill, Inc, 3<sup>rd</sup> edition.
- Gul, Ferdinand A., and Tsui, Judi. S.L, 1998. A test of the free cash flow and debt monitoring hypotheses: Evidence from audit pricing. *Journal of Accounting and Economics* 24, 219-237.
- Gul, Ferdinand A, 1999. Growth opportunities, capital structure and dividen policies in Japan. *Journal of Corporate Finance* Vol./ 5. pp.141-168.
- Hair, J.E. Jr, Anderson, R.E; Tatham, R.L; Black, W.C. 1998. *Multivariate Data Analysis*. Fifth edition, Prentice-Hall, New Jersey.
- Hartono, J, 1998. Teori Portofolio dan Analisa Investasi. Edisi Pertama, BPFPE. Yogyakarta.
- Healy, P.M., and K.G. Palepu, 1988. Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions, *Journal of Financial Economics* (September), 149-175.
- Husnan, Suad, 1988. *Manajemen Keuangan*, Keputusan Investasi dan Pembelanjaan, Edisi Kedua, FE UGM Yogyakarta.
- Husnan, Suad, 1990. Penggunaan P/E Ratio dalam Penilaian Saham: Suatu Analisis Lebih Lanjut, *Manajemen dan Usahawan Indonesia*, No. 2. Februari.
- Jati, I Ketut, 2002. Relevansi nilai dividen yield dan price earning ratio dengan moderasi investment opportunity set (IOS) dalam penilaian harga saham. *Tesis*. Pascasarjana FE UGM. Yogyakarta.
- Jensen, MC., and Meckling, W.H, 1976. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency cost and Ownership Structure. *Journal of Finance and Economics*, 3, pp. 305-360.
- Jensen, Michael C, 1986. Agency costs of free cas flow, corporate finance, and takeovers.

- American Economic Review*. May. Pp 323-329.
- Jensen, Michael C. 1988. Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economics Perspectives* 2:21-48.
- John, K., and William, J. 1985. Dividend, Dillutions and Taxes: a Signaling Equilibrium. *Journal of Finance*, Vol. 40, September.
- Kallapur, Sanjay, 1994. Dividend Payout ratio as determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and economics*. Pp. 359-375.
- Kallapur, Sanjay., and Trombley. Mark. A, 1999. The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth, *Journal of Business & Accounting* 26, April/May. P. 505-519.
- Kallapur, Sanjay., and Trombley. Mark. A, 2001. The investment opportunity set: determinants, consequences and measurement. *Managerial Finance*. Vol. 27. No.3 pp3-15.
- Kieso, Donald E and Weygandt, JerryJ, 1989. *Intermediate Accounting*. John Wiley & Sons, Inc. New York. Ninth Edition.
- Kusumawati, Fariyana, 2003. Hubungan biaya keagenan, risiko pasar dan kesempatan investasi dengan kebijakan dividen: posisi kas sebagai variabel pemoderasi. *Tesis*. Pascasarjana FE UGM. Yogyakarta.
- Lang, L. H., and R. H. Litzenberger, 1989. Dividen Announcements: Cash Flow Signalling versus Free Cash Flow Hypothesis? *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 181-192.
- Levy, H dan M. Sarnat, 1990. Capital investment and financial decision. Fourth Edition. Prentice-Hall Inc.
- Linter, J, 1956. Distribution of income of corporation among dividends, retained earning, and taxes. *The American Economics Review*, May, pp 97-113.
- Miller, M and K. Rock. 1985. Dividend Policy, Under Asymmetric Information. *Journal of Finance*. (Desember): 1031-1051.
- Modigliani, F and M. Miller, 1961. Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares, *Journal of Business*, Pp 411-433.
- Myers, S. 1977. Determinants of Corporater Borrowing. *Journal of Financial Economics*, No. 5, 147-175.
- Ofer, A.R. and D.R. Siegel, 1987. Corporate Financial Policy, Information, and Market Expectation, *Journal of Finance* ( December), pp. 889-911.
- Pagulung, Gagaring, 2003. Penelitian Set Kesempatan Investasi Dalam akuntansi dan Keuangan, *Jurnal Telaah & Riset Akuntansi*, Vol.1, No. 1, April, hal 1-11.
- Prasetyo, A, 2000. Asosiasi Antrara Investment Opportunity Set (IOS) dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris dari BEJ, *Tesis*, Pascasarjana FE UGM.
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., dan Bradford, D. Jordan, 2000. *"Fundamentals of Corporate Finance"* Irwin McGraw-Hill, Boston, Fifth Edition.
- Santoso, Singgih. 2000. *Buku Latihan SPSS*. Edisi Pertama, PT. Gramedia Jakarta.

- Sekaran, Uma, 2000. *Research Methods For Business*. Third Edition John Wiley & Sons, Inc.
- Smith, C. W and R.L. Watts, 1992. The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, Vol.32.
- Souza, Juliet D., and Saxena, Atul K, 1999. Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities and Dividend Policy- An International Perspective *Managerial Finance*, Vol 25, No. 6. pp. 35-43.
- Subekti, Imam, 2000. Asosiasi Antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan Serta Implikasinya Pada Harga Saham, *Tesis*. Pascasarjana FE UGM, Yogyakarta.
- Sutrisno, 2001. Analisa faktor-faktor yang mempengaruhi dividen payout ratio pada perusahaan publik di Indonesia. Working Paper.
- Szewczyk, Samuel H., Tsetsekos, George P., Zantout, Zaher, 1996. The valuation of corporate R&D expenditure: evidence from investment opportunities and free cash flow. *Financial Management*: pp. 105-110.
- Van Horn, James C, 1986. *Financial Management and Policy*, Seventh edition, Prentice-Hall.
- Voght, Stephen C, 1994. The cash flow investment relationship: evidence from U.S. Manufacturing firms. *Financial Management*: pp. 3-20.
- Weston, J. Fred and Eugene F. Brigham, 1988. *Managerial Finance*, Penerbit Erlangga, Edisi 7.

