

**ANALISIS PENGARUH STRUKTUR
MODAL, STRUKTUR KEPEMILIKAN, DAN
ROFITABILITAS TERHADAP KEBIJAKAN
PEMBAYARAN DIVIDEN DENGAN *FREE
CASH FLOW* SEBAGAI VARIABEL
INTERVENING
(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang
Terdaftar di BEI Periode 2010-2014)**



TESIS

**Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna
Memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro**

Oleh :

**YONAS METI
NIM 12010113410095**

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2015**

PENGESAHAN TESIS

Yang bertandatangan di bawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:

**ANALISIS PENGARUH STRUKTUR
MODAL, STRUKTUR KEPEMILIKAN, DAN
ROFITABILITAS TERHADAP KEBIJAKAN
PEMBAYARAN DIVIDEN DENGAN *FREE CASH
FLOW* SEBAGAI VARIABEL INTERVENING
(Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang
Terdaftar Di BEI Periode 2010-2014)**

Yang disusun oleh Yonas Meti, NIM 12010113410095
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 31 Desember 2015
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama

Pembimbing Anggota

Dr. Harjum Muharam, M.E.

Drs. H. Mohammad Kholiq Mahfud, M.P.

Semarang 31 Desember 2015
Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana
Program Studi Magister Manajemen
Ketua Program

Prof. Dr. Sugeng Wahyudi, MM.



Sertifikat

Saya, Yonas Meti, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya. Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawabannya sepenuhnya berada di pundak saya.

Semarang, 31 Desember 2015

Yonas Meti, SE

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

Motto

Orang yang hebat adalah orang yang sederhana dalam bicara,
namun aktif dalam bertindak.

Jadilah “baik dan pintar”

Karena orang pintar belum tentu baik
namun Orang baik bisa menjadi pintar.

Persembahan

Tesis ini penulis persembahkan untuk:

Orang tua tercinta

Istri tercinta “Silvi”

Anak-anakku tersayang “Avivo”

ABSTRACT

This research was conducted to examine the effect of variable capital structure, ownership structure, profitability and free cash flow to dividend payout policy on manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange during period 2010-2014

The population in this research is all manufacturing sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange during period 2010-2014. Sampling was done by using purposive sampling method so that the total sample in this study of 18 manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange during period 2010-2014.

Classical assumption test including normality test, multicollinearity test, autocorrelation test, and heteroskedastisitas test. Analysis of the data used by using path analysis and Sobel test with SPSS.

The study found that the variables capital structure (DTA), and ownership structure (IO) significant negative effect on dividend payment policy (DPR), and significant negative effect on free cash flow (FCF). Profitability (ROA) was not significant positive effect on free cash flow but significant positive effect on dividend payment policy (DPR). Free cash flow (FCF) significant positive effect on dividend payment policy (DPR), but the FCF as an intervening variable, not proved capable of mediating variables influence DTA, ROA, and IO to the dividend payment policy (DPR).

Keywords: capital structure, ownership structure, profitability, free cash flow, dividend payout policy.

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh variabel struktur modal, struktur kepemilikan, profitabilitas dan aliran kas bebas terhadap kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2010-2014.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2010-2014. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode purposive sampling sehingga dalam penelitian ini jumlah sampel sebanyak 18 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014.

Pengujian asumsi klasik meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas. Analisis data digunakan dengan menggunakan analisis jalur dan sobel tes dengan bantuan program SPSS.

Hasil penelitian menemukan bahwa variabel struktur modal (DTA), dan struktur kepemilikan (IO) berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen (DPR), dan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap aliran kas bebas (FCF). Profitabilitas (ROA) berpengaruh positif tidak signifikan terhadap aliran kas bebas namun ROA pengaruh positif signifikan terhadap DPR. Aliran kas bebas (FCF) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen (DPR), namun FCF sebagai variabel intervening, tidak terbukti mampu memediasi pengaruh variabel DTA, ROA, dan IO terhadap kebijakan pembayaran dividen (DPR).

Kata kunci: struktur modal, struktur kepemilikan, profitabilitas, *free cash flow*, kebijakan pembayaran dividen.

KATA PENGANTAR

Penulis panjatkan puji dan syukur kehadirat Tuhan YME atas berkat dan rahmat yang telah dilimpahkan-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan kuliah, khususnya dalam penyelesaian penyusunan laporan penelitian ini.

Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan-persyaratan guna memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen pada Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari bahwa baik dalam pengungkapan, penyajian dan pemilihan kata-kata maupun pembahasan materi tesis ini masih jauh dari sempurna. Oleh karena itu dengan penuh kerendahan hati penulis mengharapkan saran, kritik dan segala bentuk pengarahannya dari semua pihak untuk perbaikan tesis ini.

Pada kesempatan ini penulis mengucapkan terimakasih pada semua pihak yang telah membantu dalam penyusunan tesis ini, khususnya kepada:

1. Dr. Suharnomo, S.E., M.Si. selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
2. Prof. Dr. Sugeng Wahyudi, MM selaku Ketua Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
3. Dr. Harjum Muharam, M.E. selaku dosen pembimbing utama yang telah mencurahkan perhatian, tenaga serta dorongan kepada penulis hingga selesainya tesis ini.
4. Drs. H. Mohammad Kholiq Mahfud, M.P. selaku dosen pembimbing anggota yang telah membantu dan memberikan saran-saran serta perhatian sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
5. Para staff pengajar Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah memberikan ilmu manajemen melalui suatu kegiatan belajar mengajar dengan dasar pemikiran analitis dan pengetahuan yang lebih baik.
6. Para staff administrasi Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro yang telah banyak membantu dan mempermudah

penulis dalam menyelesaikan studi di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro.

7. YPKH selaku yayasan UNIERA dan Yayasan Satya Bhakti Widya yang telah banyak membantu penulis dalam hal biaya studi penulis hingga menyelesaikan studi.
8. Orang tua serta keluarga yang saya hormati, yang telah memberikan segala cinta dan perhatiannya yang begitu besar sehingga penulis merasa terdorong untuk menyelesaikan cita-cita dan memenuhi harapan keluarga.
9. Teman teman kuliah, yang telah memberikan sebuah persahabatan dan kerjasama yang baik selama menjadi mahasiswa di Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
10. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu yang telah meluangkan waktu dan membantu penulis dalam penulisan tesis ini.

Hanya doa yang dapat penulis panjatkan semoga Tuhan YME berkenan membalas semua kebaikan Bapak, Ibu, Saudara dan teman-teman sekalian. Akhir kata, semoga penelitian ini dapat bermanfaat bagi pihak yang berkepentingan.

Semarang, 31 Desember 2015

(Yonas Meti, S.E)

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
PENGESAHAN TESIS	ii
SERTIFIKASI.....	iii
MOTTO DAN PERSEMBAHAN	iv
ABSTRACT	v
ABSTRAK	vi
KATA PENGANTAR	vii
DAFTAR TABEL.....	xiv
DAFTAR GAMBAR	xv
BAB I PENDAHULUAN	
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. Rumusan Masalah	15
1.3. Tujuan Penelitian	16
1.4. Manfaat Penelitian.....	17
BAB II KAJIAN PUSTAKA	
2.1. Kajian Teori.....	18
2.1.1. Kebijakan Dividen	18
2.1.1.1. Teori Kebijakan Dividen	21
2.1.1.2. Faktor Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen	23
2.1.1.3. Prosedur Pembagian Dividen	25
2.1.1.4. Macam Kebijakan Dividen.....	26
2.1.2. Teori Pengisyaratkan (<i>Signaling Teori</i>)	27
2.1.3. Teori Keagenan (<i>Agency Theory</i>)	29
2.1.3.1. Konflik Keagenan (<i>Agency Conflict</i>)	31

2.1.3.2.	Biaya Keagenan (<i>Agency Cost</i>).....	33
2.1.4.	Aliran Kas Bebas (<i>Free Cash Flow</i>)	34
2.1.5.	Struktur Modal (<i>Debt To Total Asset</i>).....	37
2.1.6.	<i>Return On Asset</i>	40
2.1.7.	Struktur Kepemilikan	41
2.1.7.1.	<i>Insider Ownership</i> (Kepemilikan Orang Dalam).....	43
2.2.	Penelitian Terdahulu	44
2.3.	Hubungan antar Variabel	49
2.3.1.	Pengaruh <i>Debt To Total Asset</i> Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>	49
2.3.2.	Pengaruh <i>Debt To Total Asset</i> Terhadap <i>Free Cash Flow</i>	50
2.3.3.	Pengaruh <i>Insider Ownership</i> Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>	52
2.3.4.	Pengaruh <i>Insider Ownership</i> Terhadap <i>Free Cash Flow</i>	54
2.3.5.	Pengaruh <i>Return On Asset</i> Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>	55
2.3.6.	Pengaruh <i>Return On Asset</i> Terhadap <i>Free Cash Flow</i>	56
2.3.7.	Pengaruh <i>Debt To Total Asset</i> Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> Melalui Mediasi <i>Free Cash Flow</i>	57
2.3.8.	Pengaruh <i>Insider Ownership</i> Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> Melalui Mediasi <i>Free Cash Flow</i>	60
2.3.9.	Pengaruh <i>Return On Asset</i> Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> Melalui Mediasi <i>Free Cash Flow</i>	62
2.3.10.	Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>	63
2.4.	Kerangka Berpikir	65
2.5.	Perumusan Hipotesis	66

BAB III METODE PENELITIAN

3.1.	Jenis Dan Sumber Data	67
3.2.	Populasi Dan Sampel	67
3.2.1.	Populasi	67
3.2.2.	Sampel.....	68
3.3.	Definisi Operasional	69
3.3.1.	Variabel Endogen / Dependen.....	69

3.3.2.	Variabel Eksogen / Independen.....	70
3.3.3.	Variabel Intervening.....	71
3.4.	Teknik Analisis Data.....	73
3.4.1.	Statistik Deskriptif.....	73
3.4.2.	Uji Asumsi Klasik.....	74
3.4.2.1.	Uji Normalitas.....	74
3.4.2.2.	Uji Multikolinearitas.....	75
3.4.2.3.	Uji Autokorelasi.....	75
3.4.2.4.	Uji Heteroskedastisitas.....	76
3.4.3.	Analisis Jalur.....	76
3.4.4.	Uji Mediasi.....	79

BAB IV ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

4.1.	Gambaran Umum Obyek Penelitian.....	80
4.2.	Satastatik Deskriptif.....	80
4.3.	Pengujian Asumsi Klasik.....	82
4.3.1.	Uji Normalitas.....	82
4.3. 2.	Uji Multikolinearitas.....	85
4.3.3.	Uji Autokorelasi.....	87
4.3.4.	Uji Heteroskedastisitas.....	88
4.4.	Analisis Jalur (<i>Path Analysis</i>).....	90
4.4.1.	Pendugaan Parameter.....	90
4.4.2.	Pemeriksaan Validitas Model.....	91
4.4.2.1.	Koefisien Determinasi Total.....	91
4.4.2.2.	Theory Trimming (Uji T).....	92
4.4.3.	Perhitungan Pengaruh Langsung, Pengaruh Tidak Langsung, Dan Pengaruh Total.....	95
4.4.4.	Model Diagram Jalur.....	96
4.4.5.	Uji Mediasi.....	96
4.5.	Pengujian Hipotesis.....	98
4.5.1.	<i>Debt To Total Asset</i> Berpengaruh Negatif Signifikan	

	Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> (Hipotesis 1)	98
4.5.2.	<i>Debt To Total Asset</i> Berpengaruh Negatif Signifikan Terhadap <i>Free Cash Flow</i> (Hipotesis 2)	98
4.5.3.	<i>Insider Ownership</i> Berpengaruh Negatif Signifikan Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> (Hipotesis 3)	98
4.5.4.	<i>Insider Ownership</i> Berpengaruh Negatif Signifikan Terhadap <i>Free Cash Flow</i> (Hipotesis 4)	98
4.5.5.	<i>Return On Asset</i> Berpengaruh Positif Signifikan Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> (Hipotesis 5)	99
4.5.6.	<i>Return On Asset</i> Berpengaruh Positif Signifikan Terhadap <i>Free Cash Flow</i> (Hipotesis 6)	99
4.5.7.	<i>Debt To Total Asset</i> Berpengaruh Terhadap DPR Melalui Mediasi <i>Free Cash Flow</i> (Hipotesis 7)	99
4.5.8.	<i>Insider Ownership</i> Berpengaruh Terhadap DPR Melalui Mediasi <i>Free Cash Flow</i> (Hipotesis 8)	100
4.5.9.	<i>Return On Asset</i> Berpengaruh Terhadap DPR Melalui Mediasi <i>Free Cash Flow</i> (Hipotesis 9)	100
4.5.10.	<i>Free Cash Flow</i> Berpengaruh Positif Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> (Hipotesis 10)	100
4.6.	Pembahasan	101
4.6.1.	Pengaruh <i>Debt To Total Asset</i> Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>	101
4.6.2.	Pengaruh <i>Debt To Total Asset</i> Terhadap <i>Free Cash Flow</i>	103
4.6.3.	Pengaruh <i>Insider Ownership</i> Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>	104
4.6.4.	Pengaruh <i>Insider Ownership</i> Terhadap <i>Free Cash Flow</i>	105
4.6.5.	Pengaruh <i>Return On Asset</i> Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>	106
4.6.6.	Pengaruh <i>Return On Asset</i> Terhadap <i>Free Cash Flow</i>	107
4.6.7.	<i>Free Cash Flow</i> Sebagai Variabel Intervening Antara <i>Debt To Total Asset</i> Dengan <i>Dividend Payout Ratio</i>	108
4.6.8.	<i>Free Cash Flow</i> Sebagai Variabel Intervening Antara <i>Insider Ownership</i> Dengan <i>Dividend Payout Ratio</i>	109
4.6.9.	<i>Free Cash Flow</i> Sebagai Variabel Intervening Antara	

<i>Return On Asset Dengan Dividend Payout Ratio</i>	109
4.6.10. <i>Free Cash Flow</i> Berpengaruh Positif Signifikan Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>	110

BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Kesimpulan	112
5.2. Implikasi Hasil Penelitian	113
5.2.1. Implikasi Teoritis	113
5.2.2. Implikasi Kebijakan	114
5.3.. Keterbatasan Penelitian	115
5.4. Agenda Penelitian Mendatang	116

DAFTAR PUSTAKA

LAMPIRAN

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1. Reserch Gap Penelitian	12
Tabel 1.2. Rata-Rata <i>Dividen Payout Ratio</i>	13
Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu	48
Tabel 3.1. Definisi Operasional Variabel.....	72
Tabel 4.1. Hasil Descriptive Statistics.....	81
Tabel 4.2. Hasil Uji Normalitas K-S Model Pertama.....	83
Tabel 4.3. Hasil Uji Normalitas K-S Kedua Model Pertama	84
Tabel 4.4. Hasil Uji Normalitas K-S Model Kedua	85
Tabel 4.5. Hasil Uji Multikolinearitas Model Pertama	86
Tabel 4.6. Hasil Uji Multikolinearitas Model Kedua.....	86
Tabel 4.7. Hasil Uji Autokorelasi Model Pertama	87
Tabel 4.8. Hasil Uji Autokorelasi Model Kedua.....	88
Tabel 4.9. Hasil Uji Koefisien Determinasi Model Pertama.....	90
Tabel 4.10. Hasil Uji Koefisien Determinasi Model Kedua	91
Tabel 4.11. Hasil Uji Regresi Parsial Model Pertama.....	93
Tabel 4.12. Hasil Uji Regresi Parsial Model Kedua	94
Tabel 4.13. Rangkuman Pengujian Hipotesis	101

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis	65
Gambar 3.1. Diagram Jalur Hubungan Antar Variabel.....	78
Gambar 4.1. Hasil Uji Heteroskedastisitas Grafik Plots Model Pertama	89
Gambar 4.2. Hasil Uji Heteroskedastisitas Grafik Plots Model Kedua	89
Gambar 4.3. Diagram Jalur	96

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Setiap perusahaan memiliki tujuan masing masing yang ingin dicapai, namun tujuan utama dari sebuah perusahaan adalah mendapatkan keuntungan bagi perusahaan tersebut. Keuntungan tersebut dapat diperoleh dari kegiatan operasional perusahaan maupun kegiatan insidental perusahaan. Untuk memenuhi target perusahaan, perusahaan juga mengharapkan bantuan dana dari pihak eksternal untuk mendukung kegiatan perusahaan. Pihak eksternal yang dimaksud adalah kreditur dan investor. Pihak eksternal tersebut, mengharapkan pula *feed back* dari perusahaan, antara lain adalah bunga (untuk kreditur), dividen serta selisih harga saham (untuk investor). Kebijakan deviden merupakan salah kebijakan dalam perusahaan yang harus diperhatikan dan dipertimbangkan secara seksama sehingga terjadi keseimbangan antara alokasi laba yang dapat dibagikan kepada para pemegang saham (*deviden*) dengan alokasi laba yang dapat ditahan perusahaan demi meminimalisasi konflik *agency* serta konflik kepentingan yang mungkin terjadi antara pemegang saham dengan manajer, dan antara pemegang saham dengan kreditur.

Bagi investor pembayaran deviden yang stabil merupakan indikator prospek perusahaan yang stabil pula dengan demikian resiko perusahaan juga relatif lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang tidak stabil dalam membayar deviden. Pembagian deviden oleh perusahaan menunjukkan tingkat

likuiditas perusahaan tersebut, selain itu berfungsi untuk memaksimalkan harga saham perusahaan. Manajer selaku penerima wewenang dari pemilik perusahaan seharusnya menentukan kebijakan yang dapat meningkatkan nilai kepentingan pemegang saham yaitu memaksimalkan harga saham perusahaan (Brigham dan Houston, 1990).

Perusahaan yang akan membagikan dividen dihadapkan pada berbagai macam pertimbangan antara lain: perlunya menahan sebagian laba untuk re-investasi yang mungkin lebih menguntungkan, kebutuhan dana perusahaan, likuiditas perusahaan, sifat pemegang saham, target tertentu yang berhubungan dengan rasio pembayaran dividen dan faktor lain yang berhubungan dengan kebijakan dividen (Brigham, 2005). Perusahaan harus berupaya untuk membuat kebijakan dividen yang akan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (Horne dan Wachowic, 2007). Kebijakan pembagian dividen yang mempengaruhi *dividend payout ratio* merupakan salah satu dari sekian banyak kebijakan yang dimiliki perusahaan yang harus dilaksanakan dan direalisasikan kepada para pemegang saham, hal ini karena tanpa ada pembagian dividen, maka dikhawatirkan para pemegang saham akan beralih ke perusahaan lain yang sudah jelas pembagian dividennya. Dengan adanya pemberian dividen oleh perusahaan, maka perusahaan dianggap telah memenuhi kewajibannya kepada investor. Apabila dividen yang diberikan perusahaan tinggi, maka dianggap perusahaan tersebut memiliki kinerja yang baik. Kebijakan pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan, secara tersirat diatur dalam konflik keagenan antara manajemen (*agent*) dan pemegang saham (*principal*). Kebijakan pembayaran

dividen merupakan salah satu keputusan penting yang dilakukan oleh perusahaan, karena berkaitan dengan rencana investasi perusahaan dimasa yang akan datang. Rencana investasi yang dimaksudkan mengenai jumlah laba bersih yang akan dibagikan sebagai dividen dan jumlah laba bersih yang akan diinvestasikan kembali dalam bentuk laba ditahan. Fama dan French (1998), menyatakan bahwa keputusan perusahaan tersebut dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan yang dilakukan dengan hati-hati dan tetap, karena keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan akan berdampak terhadap nilai perusahaan. Keputusan keuangan yang harus dipertimbangkan dengan baik adalah keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen.

Implementasi keputusan investasi sangat dipengaruhi oleh ketersediaan dana perusahaan yang berasal dari sumber pendanaan internal (*internal financing*) dan sumber pendanaan eksternal (*external financing*). Keputusan pendanaan berkaitan dengan penentuan struktur modal yang tepat bagi perusahaan. Dalam perspektif manajerial, inti dari fungsi pendanaan adalah bagaimana perusahaan menentukan sumber dana yang optimal untuk mendanai berbagai alternatif investasi, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya. Sedangkan kebijakan dividen berkaitan dengan kebijakan mengenai seberapa besar laba yang diperoleh perusahaan akan didistribusikan kepada pemegang saham. Kebijakan tersebut sangat berkaitan dengan komposisi kepemilikan saham, karena akan berdampak pada sistem kendali perusahaan, Adhi A.W. (2002). Frankfurter dan Wood (1997) menyatakan bahwa model-

model kebijakan dividen yang ada pada umumnya memiliki justifikasi teoritis yang cukup meyakinkan, namun di pihak lain dukungan dari bukti-bukti empiris masih dianggap belum jelas (*inconclusive*).

Kebijakan dividen merupakan salah satu bentuk kebijakan perusahaan, di samping bentuk-bentuk kebijakan dividen lainnya seperti kebijakan tentang kenaikan (*dividend increase*), penurunan (*dividend cut/decrease*), penghentian (*dividend termination*), dan pembayaran kembali dividen (*dividend resumption*). Sharma (2001) menyatakan bahwa dividen merupakan indikasi yang bersifat publik tentang kesediaan manajer perusahaan untuk mendistribusikan kelebihan kas kepada para pemegang saham dibandingkan menginvestasikannya ke dalam proyek-proyek baru. Kebijakan dividen dalam penelitian ini diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR). Alasan penelitian ini menggunakan *dividend payout ratio* (DPR) sebagai variabel endogen dependen dikarenakan DPR pada hakikatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan.

Sugeng (2009) membuktikan bahwa perilaku investor/pasar dalam kebijakan dividen perusahaan sejalan dengan eksplanasi dari signaling model. Dipilihnya *dividend payout ratio* oleh pasar sebagai ukuran kebijakan dividen perusahaan menunjukkan bahwa pasar lebih cenderung melihat preferensi manajer terhadap komitmennya dalam mendistribusikan keuntungan (*earning*) perusahaan antara dibagikan sebagai dividen atau direinvestasikan. Perusahaan dengan *dividend payout ratio* yang tinggi lebih disukai ketimbang *dividen payout ratio* yang sebaliknya memberikan indikasi bahwa pasar/investor lebih menyukai sikap

manajer perusahaan yang memiliki komitmen untuk mengutamakan porsi pembayaran dividen daripada porsi *earning* untuk kepentingan reinvestasi. Kajian-kajian teoritis maupun empiris tentang kebijakan dividen masih diwarnai oleh kontroversi yang cukup tajam. Kontroversi ini bermula dari adanya dua proposisi yang saling bertolak belakang tentang relevansi dividen terhadap nilai perusahaan, yaitu di satu pihak *irrelevance of dividend proposition* dari Miller dan Modigliani (1961) dan di pihak *relevance of dividend proposition* oleh Gordon dan Lintner (1956), dalam perkembangannya *relevance of dividend proposition* banyak menghasilkan model-model yang melandasi kajian-kajian empiris kebijakan dividen, diantaranya adalah *signaling theory* dan *agency theory* yang merupakan dua teori utama yang dikembangkan berdasarkan asumsi *asymmetric information*.

Signaling theory yang dikembangkan pertama kali oleh Bhattacharya (1979) pada dasarnya menjelaskan bahwa dividen digunakan manajer untuk memberikan sinyal tentang prospek kinerja perusahaan, oleh karena itu kenaikan/penurunan dividen dianggap memiliki muatan informasi tentang prospek positif/negatif dari kinerja perusahaan yang menimbulkan adanya reaksi pasar positif/negatif terhadap kenaikan/penurunan dividen. Miller dan Modigliani (1961) berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen di atas normal merupakan suatu sinyal kepada investor bahwa manajemen perusahaan mempunyai ekspektasi yang baik di masa datang. Suatu penurunan dividen dianggap sebagai suatu sinyal “kesulitan” perusahaan masa mendatang. Menurut Asquith dan Mullins (1983), adanya pengaruh positif dari kebijakan pembayaran dividen

disebabkan adanya mekanisme yang dapat mengkomunikasikan informasi manajemen mengenai kinerja perusahaan saat ini dan masa mendatang.

Ross (1977) menyatakan bahwa dua asumsi yang mendasari dividen sebagai sinyal; Pertama manajemen perusahaan merasa enggan untuk merubah kebijakan dividennya. Apabila terjadi kenaikan pembagian dividen yang dilakukan oleh manajemen, investor luar akan menganggap sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek dimasa datang. Kedua, kedalaman informasi yang dimiliki investor dan manajemen berbeda. Manajemen biasanya memiliki informasi yang lebih mendalam tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya. Fenomena ini bisa terjadi karena adanya *information asymmetry* diantara manajer dan investor.

Agency theory yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976) pada dasarnya menjelaskan bahwa dividen berfungsi sebagai salah satu sarana monitoring perilaku manajemen dan karenanya berperan meminimalkan *agency cost* yang timbul dari potensi *conflict of interest* antara pemegang saham (pemilik perusahaan) dan agen (manajer), atas dasar ini pasar akan mereaksi positif/negatif terhadap kenaikan atau penurunan dividen. Easterbrook (1984) berargumen bahwa efektifitas dividen sebagai sarana monitoring bergantung pula pada sarana-sarana monitoring lainnya yang dimiliki perusahaan. Upaya peningkatan kekayaan pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan sebagai tujuan utama perusahaan sering tidak sejalan dengan tujuan pihak manajemen (manajer) perusahaan, sehingga timbul masalah keagenan (*agency problem*) antara manajer dengan pemegang saham sebagai akibat kepemilikan dan pengelolaan perusahaan

dijalankan secara terpisah. Pemisahan ini membuat manajer bertindak sesuai dengan kepentingannya dan tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham (pemilik) sehingga timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer (*agent*) cenderung menginvestasikan kembali keuntungan yang diperoleh agar perusahaan mengalami pertumbuhan yang lebih tinggi, semakin banyak keuntungan yang diinvestasikan kembali (*reinvestasi*), maka akan tersisa sedikit keuntungan yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, hal ini sangat bertolak belakang dengan dengan keinginan pemegang saham yang menghendaki mendapat dividen yang tinggi. Perbedaan keinginan tersebut yang menyebabkan timbulnya konflik antara manajer (*agent*) dan pemegang saham, konflik ini sering disebut *agency problem*, konflik tersebut dalam kenyataan menimbulkan sejumlah biaya yang lazim disebut *agency cost*.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), ada beberapa alternatif untuk mengurangi biaya keagenan yaitu; pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen sehingga manajer dapat merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi yang salah. Kedua, upaya untuk meminimalisasi biaya, salah satunya melalui kebijakan dividen. Dengan pembayaran dividen secara tidak langsung menghasilkan proses monitoring yang lebih dekat dengan investasi yang dilakukan pihak manajemen. Pembayaran dividen merupakan biaya pengikat (*bonding cost*) dan biaya monitor (*monitoring cost*) bagi manajer dan akan menurunkan *agency cost*.

Temuan dari Lintner (1956) yang telah didukung oleh banyaknya temuan-temuan berikutnya, mengindikasikan bahwa manajer cenderung untuk menghindari adanya penurunan dividen dan tak terbayarnya dividen dalam periode-periode tertentu (*dividend cut*) di masa yang akan datang karena hal tersebut bisa merusak reputasinya di mata investor. Manajer lebih suka membayar dividen secara stabil dan cenderung menghindari suatu kenaikan dividen pada tingkat tertentu yang tidak bisa dijamin konsistensinya di masa yang akan datang karena tidak adanya dukungan dari prospek kinerja (profitabilitas) perusahaan. Manajer melakukan hal tersebut karena mereka menyakini bahwa pemegang saham lebih menyukai aliran dividen yang stabil (*steady stream*) ketimbang dividen berfluktuasi.

Profitabilitas menunjukkan efektifitas atau kinerja perusahaan dalam menghasilkan tingkat keuntungan dengan menggunakan aset. Rasio ini mencerminkan seberapa efektif perusahaan yang dikelola dan mencerminkan hasil bersih dari serangkaian kebijakan pengelolaan aset perusahaan. Profitabilitas merupakan daya tarik utama bagi pemilik perusahaan (pemegang saham) karena profitabilitas adalah hasil yang diperoleh melalui usaha manajemen atas dana yang diinvestasikan para pemegang saham dan juga mencerminkan pembagian laba yang menjadi haknya yaitu seberapa banyak yang di investasikan kembali dan seberapa banyak yang sebagai dividen tunai ataupun dividensaham kepada mereka. Perusahaan dalam rangka menghasilkan profitabilitas perusahaan. Partington (1989) dan Widodo (2002) menyatakan bahwa profitabilitas merupakan faktor terpenting yang dipertimbangkan oleh manajemen dalam

dividen payout ratio. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik, karena tingkat kembalian investasi (*return*) semakin besar. Seperti diuraikan sebelumnya, bahwa *return* yang diterima oleh investor dapat berupa pendapatan dividen dan *capital gain*. Dengan demikian meningkatnya ROA juga akan meningkatkan pendapatan dividen.

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham dimana pemegang sahamnya berasal dari pihak manajemen perusahaan itu sendiri (*insiders*). Proporsi kepemilikan saham yang dimiliki manajer dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan, selain itu kepemilikan manajerial mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa *agency cost* akan rendah di dalam perusahaan dengan kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) yang tinggi, karena hal ini memungkinkan adanya penyatuan antara kepentingan pemegang saham dengan kepentingan manajer yang dalam hal ini berfungsi sebagai *agent* dan sekaligus sebagai *principal*. Rasionalnya adalah bahwa dengan *insider ownership* yang tinggi *agency problem* menjadi rendah antara manajer dengan pemegang saham.

Crutchley dan Hansen (1989) menyatakan bahwa untuk mengurangi *agency cost* dapat dilakukan dengan meningkatkan penggunaan hutang dalam pendanaan, karena hutang mewajibkan perusahaan untuk membayar kewajibannya kembali, maka *free cash flow* yang tersedia untuk manajer untuk melakukan tindakan-tindakan yang tidak semestinya menjadi terbatas. Penggunaan hutang disamping memunculkan keuntungan, juga memunculkan peluang yang hilang. Putri dan Nasir (2006) menyatakan peningkatan hutang akan meningkatkan kebangkrutan sehingga kebijakan hutang berhubungan positif terhadap risiko. Para manajer perusahaan yang memiliki proporsi kepemilikan saham akan semakin berhati-hati dalam menentukan hutang perusahaan karena kebangkrutan perusahaan bukan hanya menjadi tanggungan pemilik utama, namun manajer juga ikut menanggungnya. Ross et al. (2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap) karena sebagian besar *free cash flow* untuk membayar hutang, sehingga tidak ada *free cash flow* dalam perusahaan yang dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan demi kepentingan manajemen yang merugikan pemegang saham. Bila cukup banyak *cash flow* dalam perusahaan maka dengan pengawasan yang tidak efektif dari pemegang saham akan menciptakan tindakan manajemen untuk menggunakan *cash flow* demi kepentingan sendiri. *Free cash flow* disamping dengan meningkatkan hutang juga dapat dikurangi dengan meningkatkan dividen karena peningkatan dividen akan meningkatkan kemungkinan perusahaan mengambil dana dari luar sehingga

perusahaan semakin sering dimonitor oleh investor baru (Sugiarto, 2009). Jensen et al. (1992) menghubungkan interaksi antara *dividend payout ratio* dan *insider ownership*. Untuk menunjukkan ketidaksimetrisan antara pemilik (*insiders*) dan investor luar. Jensen, menemukan bahwa keputusan finansial perusahaan dan *insider ownership* memiliki ketergantungan satu dengan yang lainnya.

Penelitian yang dilakukan oleh Chang dan Rhee (1990) dan Sutrisno (1999) yang menunjukkan adanya pengaruh negatif DTA terhadap DPR namun hasil ini kontradiktif dengan hasil penelitian Jensen et al., (1992); Bram Hadianto dan Herlina (2010), dan Nugrahini, (2002) yang menyatakan bahwa *Debt to total asset* (DTA) berpengaruh positif terhadap DPR. Kappor (2006) dalam penelitiannya menemukan hasil bahwa *insider ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR), hasil penelitian ini kontradiktif dengan penelitian yang dilakukan oleh Pujiastuti (2008) yang menyimpulkan bahwa *insider ownership* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR). M. Asril Arilaha (2009) dalam penelitiannya menguji pengaruh FCF, profitabilitas, likuiditas, dan leverage terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Return on asset* (ROA) berpengaruh positif signifikan terhadap *dividen payout ratio* (DPR). Penelitian ini kontradiktif dengan penelitian yang dilakukan oleh Metha (2012) yang menunjukkan adanya pengaruh negatif signifikan *Return on asset* (ROA) terhadap DPR.

Siti Rahmi Utami (2011) meneliti tentang Biaya Agensi, *Free Cash Flow*, Kebijakan Dividen, dan *Leverage* pada perusahaan di Indonesia selama periode 1994-2007. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada pengaruh negatif

signifikan antara arus kas bebas terhadap dividen, hasil ini kontradiktif dengan penelitian yang dilakukan oleh I Gede Auditta, Sutrisno, M. Achsin (2011) yang menguji pengaruh *insider ownership*, kepemilikan dispersi, arus kas bebas, *collateralizable asset* dan kepemilikan institusi terhadap *dividen payout ratio* (DPR), dimana hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividen payout ratio*. Dari beberapa hasil penelitian di atas, dapat disimpulkan bahwa penelitian mengenai struktur modal, struktur kepemilikan, profitabilitas dan arus kas bebas terhadap kebijakan pembayaran dividen masih menunjukkan hasil yang bervariasi. Untuk lebih jelasnya berikut disajikan mengenai tabel *research gap* penelitian:

Tabel 1.1. Research Gap Penelitian

No	Hubungan Variabel	Nama peneliti, Tahun	Hasil penelitian
1	<i>Debt to total asset</i> terhadap DPR	Chang dan Rhee (1990), Sutrisno (1999)	Pengaruh negatif
		Jensen et al., (1992), Bram Hadianto dan Herlina (2010), Nugrahini, (2002)	Pengaruh positif
2	Insider Ownership terhadap DPR	Kappor (2006)	Pengaruh positif
		Pujiastuti (2008)	Pengaruh negatif
3.	Profitabilitas (ROA) terhadap DPR	M. Asril Arilaha (2009)	Pengaruh positif
		Metha (2012)	Pengaruh negatif
4.	<i>Free cash flow</i> terhadap DPR	Siti Rahmi Utami (2011)	Pengaruh negatif
		I Gede Auditta, et al. (2011)	Pengaruh positif

Alasan penelitian ini menggunakan *debt to total asset*, kepemilikan saham manajerial, dan profitabilitas sebagai variabel independen, *free cash flow* sebagai variabel *intervening* dan *dividend payout ratio* sebagai variabel dependen dikarenakan adanya fenomena gap yang terjadi pada 146 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI Tahun 2010-2014, seperti terlihat pada tabel 1.2. berikut:

Tabel 1.2.
Rata-Rata DTA, FCF, ROA, IO, dan DPR Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2011-2014

Rata-Rata	Tahun 2010	Tahun 2011	Tahun 2012	Tahun 2013	Tahun 2014
DTA	41,71%	54,31%	55,06%	54,32%	47,31%
FCF	9,00%	6,13%	6,99%	5,80%	4,21%
ROA	8,57%	9,34%	6,25%	5,25%	3,50%
IO	8,78%	2,830%	4,210%	4,890%	3,25%
DPR	31,24%	26,33%	29,53%	19,54%	19,02%

Sumber: www.idx.co.id

Tabel 1.2. menunjukkan bahwa besarnya nilai rata-rata DPR per tahun dari tahun 2010-2014 pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI menunjukkan *trend* yang fluktuatif, yang mana pada tahun 2010 besarnya DPR sebesar 31,24%, tahun 2011 besarnya DPR sebesar 26,33%, tahun 2012 sebesar 29,53%, tahun 2013 sebesar 19,54% dan tahun 2014 sebesar 19,02%. Ketidakkonsistenan data variabel DPR diikuti oleh variabel independen struktur modal (DTA), *insider ownership*, dan ROA serta variabel *intervening free cash flow*. Berdasarkan pertimbangan dan tujuan investasi dari investor, maka perlu dilakukan perluasan penelitian untuk menguji pengaruh struktur modal (DTA), *insider ownership*, ROA terhadap kebijakan deviden yang diukur dengan *dividend*

payout ratio melalui mediasi *free cash flow* yang didasarkan pada kebijakan yang ditempuh oleh manajemen perusahaan.

Berdasarkan fenomena GAP dan penelitian-penelitian sebelumnya di atas maka penelitian ini menggunakan variabel-variabel penelitian seperti *debt to total asset*, *insider ownership*, *return on asset*, *free cash flow* dan pembayaran dividen. Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya yaitu penggunaan variabel *free cash flow* sebagai variabel endogen intervening. Penelitian sebelumnya *free cash flow* hanya digunakan sebagai variabel bebas atau endogen saja, seperti penelitian yang dilakukan oleh Amidu dan Abor (2006) yang menguji faktor-faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio* pada 22 perusahaan yang listed di Ghana *Stock Exchange* pada periode tahun 1998-2003. Variabel-variabel yang digunakan untuk memprediksi DPR adalah: *profitability*, *cash flow*, *tax*, *risk*, *insider ownership*, *growth*, dan *market to book value*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *profitability*, *cash flow*, *tax* berpengaruh signifikan positif terhadap DPR, sementara *risk*, *insider ownership*, *growth*, dan *market to book value* berpengaruh signifikan negatif terhadap DPR. Digunakannya variabel *free cash flow* sebagai variabel endogen intervening guna untuk mengetahui apakah *free cash flow* dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh struktur modal, struktur kepemilikan dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan beberapa fenomena gap dan research gap yang telah diuraikan sebelumnya, maka dapat diketahui bahwa masih terdapat ketidakkonsistenan antara fenomena empiris dengan teori yang ada, selain itu juga masih terdapat perbedaan hasil penelitian yang terkait dengan penelitian ini. Untuk itu, penulis merasa perlu meneliti lebih lanjut mengenai struktur modal, kepemilikan manajerial, dan profitabilitas terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan dengan arus kas bebas sebagai variabel intervening. Sehingga dalam penelitian ini muncul pertanyaan sebagai berikut:

1. Bagaimana *debt to total asset* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*?
2. Bagaimana *debt to total asset* berpengaruh terhadap *free cash flow*?
3. Bagaimana *insider ownership* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*?
4. Bagaimana *insider ownership* berpengaruh terhadap *free cash flow*?
5. Bagaimana ROA berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*?
6. Bagaimana ROA berpengaruh terhadap *free cash flow*?
7. Bagaimana *debt to total asset* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* melalui mediasi *free cash flow*?
8. Bagaimana *insider ownership* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* mediasi *free cash flow*?
9. Bagaimana ROA berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* melalui mediasi *free cash flow*?
10. Bagaimana *free cash flow* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah diatas, maka tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui signifikansi pengaruh *debt to total asset* terhadap *dividend payout ratio*.
2. Untuk mengetahui signifikansi pengaruh *debt to total asset* terhadap *free cash flow*.
3. Untuk mengetahui signifikansi pengaruh *insider ownership* terhadap *dividend payout ratio*.
4. Untuk mengetahui signifikansi pengaruh *insider ownership* terhadap *free cash flow*.
5. Untuk mengetahui signifikansi pengaruh ROA terhadap *dividend payout ratio*.
6. Untuk mengetahui signifikansi pengaruh ROA terhadap *free cash flow*.
7. Untuk mengetahui signifikansi pengaruh *debt to total asset* terhadap *dividend payout ratio* melalui mediasi *free cash flow*.
8. Untuk mengetahui signifikansi pengaruh *insider ownership* terhadap *dividend payout ratio* melalui mediasi *free cash flow*.
9. Untuk mengetahui signifikansi pengaruh ROA terhadap *dividend payout ratio* melalui mediasi *free cash flow*.
10. Untuk mengetahui signifikansi pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio*.

1.4. Manfaat Penelitian

Manfaat dari penelitian ini ada 2, yaitu manfaat teoritis dan praktis, sebagai berikut:

1. Manfaat Teoritis

Model yang dihasilkan dalam penelitian ini yang menjelaskan tentang pengaruh struktur modal, struktur kepemilikan, profitabilitas, *free cash flow*, dan kebijakan dividen di lingkungan perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia diharapkan dapat memberikan kontribusi empiris terhadap keberlakuan *Signaling Theory* dan *Agency Theory*.

2. Manfaat Praktis

Diharapkan dapat dimanfaatkan oleh emiten dan perusahaan publik sebagai informasi untuk mengambil kebijakan dividen di dalam perusahaan.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Kajian Teori

2.1.1. Kebijakan Dividen

Dividen adalah pembagian laba yang dilakukan oleh suatu perseroan kepada para pemegang saham. Dividen dibagikan dalam jumlah yang sama untuk setiap lembar sahamnya dan besarnya dividen tergantung pada sisa keuntungan setelah dikurangi dengan potongan-potongan yang telah ditentukan dalam akta pendirian dan juga tergantung dari keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang (Sartono, 2001).

Menurut Pramastuti (2007), di dalam perusahaan, manajemen memiliki dua alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih (laba) setelah pajak, yaitu laba tersebut akan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan ataukah dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Menurut Husnan (2001), kebijakan dividen suatu perusahaan menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Laba tersebut dapat dibagikan pada pemegang saham sebagai dividen atau dapat ditahan sebagai laba ditahan (*retained earnings*). Menurut Brigham dan Houston (2006) kebijakan dividen optimal sebuah perusahaan harus mencapai suatu keseimbangan diantara

dividen saat ini dan pertumbuhan di masa depan sehingga dapat memaksimalkan harga saham.

Saxena (1999) mengemukakan bahwa isu tentang dividen sangat penting dengan berbagai alasan antara lain: Pertama, perusahaan menggunakan dividen sebagai cara untuk memperlihatkan kepada pihak luar atau calon investor sehubungan dengan stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Kedua, dividen memegang peranan penting pada struktur permodalan perusahaan. Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang terkait dengan keputusan tentang besarnya *payout* dan *timing* dari dividen. Dividen merupakan indikasi pertama yang bersifat publik tentang kesediaan manajer perusahaan untuk mendistribusikan kelebihan kas kepada para pemegang saham dibandingkan menginvestasikannya ke dalam proyek-proyek baru (Sharma, 2001). Dhaliwal et al. (2003) berargumen bahwa dengan melakukan pembayaran dividen reguler, manajer ingin menunjukkan komitmennya kepada pemegang saham untuk secara konsisten melakukan pendistribusian kas dividen reguler untuk waktu yang tak terbatas.

Menurut Asquith dan Mullins (1983), kebijakan dividen kurang diharapkan dibandingkan dengan kenaikan atau penurunan dividen. Hal ini juga merefleksikan suatu pergeseran yang signifikan (*significant shift*) dalam kebijakan dividen perusahaan. Kebijakan dividen merupakan salah satu kebijakan keuangan yang lebih bersifat strategis dibanding kebijakan lain. Kebijakan pembayaran dividen yang diambil oleh perusahaan membawa konsekuensi tanggungjawab perusahaan secara finansial yang cukup fundamental, karena sekali perusahaan

memutuskan untuk memulai membayarkan dividen periodik (reguler), maka perusahaan dituntut mampu menjaga konsistensi pembayaran dividen periodik yang sudah diawalinya tersebut. Kesiapan perusahaan melakukan kebijakan pembayaran dividen adalah didasarkan pada kemampuan finansial yang didukung oleh prospek kinerja perusahaan yang memadai. Diharapkan bahwa keputusan perusahaan untuk segera atau menunda pembayaran dividennya akan memberikan sinyal tentang kinerja perusahaan. Bagi perusahaan yang mampu lebih awal/cepat membayarkan dividen nya dipandang memiliki kemampuan finansial yang lebih baik untuk menjamin konsistensi pembayaran dividen reguler selanjutnya. Perusahaan yang belum siap melakukan atau menunda pembayaran dividen dipandang belum memiliki kemampuan finansial yang memadai untuk melakukan kebijakan dividen (Sugeng, 2009).

Kebijakan pembayaran dividen (*dividen policy*) merupakan keputusan untuk menentukan besarnya bagian laba (*earning*) yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan bagian yang akan ditahan diperusahaan. Alokasi laba untuk kedua tujuan tersebut merupakan keputusan yang bertolak belakang. Bila perusahaan sedang mengalami pertumbuhan, distribusi kepada pemegang saham yang tinggi mengharuskan perusahaan mencari sumber pembiayaan dari luar. Bila jumlah dividen yang dibagikan rendah pihak perusahaan bisa dianggap memupuk laba untuk mencapai kepentingan pribadi manajemen. Kebijakan dividen biasanya diukur dengan *dividend payout ratio*(DPR).

Menurut Sutrisno (2005) *dividend payout ratio* adalah prosentase laba yang dibagikan sebagai dividen, dimana semakin besar *dividend payout ratio*

semakin kecil porsi dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan. Penelitian ini kebijakan dividen juga diukur menggunakan *dividend payout ratio*. Alasan penelitian ini menggunakan *dividend payout ratio* (DPR) sebagai variabel endogen dependen dikarenakan DPR pada hakikatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan. Handoko (2002) menggunakan perbandingan dividen per lembar saham dengan *earning* per lembar saham untuk mengukur *dividend payout ratio*.

$$DPR = \frac{\text{DevidenPerLembarSaham}}{\text{LabaBersihPerLembarSaham}} \times 100\% \dots\dots\dots (1)$$

2.1.1.1. Teori Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen optimal (*optimal dividend policy*) sebuah perusahaan harus mencapai suatu keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa depan sehingga dapat memaksimalkan harga saham. Menurut Brigham dan Houston (2006) tiga teori tentang preferensi investor:

1. Teori Irelevansi Dividen (*dividend irrelevance theory*)

Telah lama diperdebatkan bahwa kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh pada baik harga saham sebuah perusahaan maupun biaya modalnya. Jika kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh yang signifikan, maka kebijakan tersebut akan irelevan. Pendukung utama dari teori irelevansi dividen (*dividend irrelevance theory*) ini adalah Miller dan Modigliani (MM). MM berpendapat bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasar untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya. MM berpendapat bahwa nilai dari sebuah perusahaan akan tergantung hanya pada laba yang diproduksi oleh aktiva-

aktivanya, bukan pada bagaimana laba tersebut akan dibagi menjadi dividen dan saldo laba ditahan.

2. Teori Burung Di Tangan (*bird-in-the-hand theory*)

Kesimpulan utama dari teori irelevansi dividen MM adalah kebijakan dividen tidak mempengaruhi tingkat pengembalian atas ekuitas yang diminta atau kas. Kesimpulan ini telah mendapat perdebatan sengit di dalam lingkungan akademisi. Khususnya, Myron Gordon dan John Lintner yang berpendapat bahwa kas turun seiring dengan peningkatan pembayaran dividen karena para investor kurang yakin akan penerimaan dari keuntungan modal yang seharusnya berasal dari saldo laba ditahan dibandingkan dengan penerimaan dari pembayaran dividen.

3. Teori Preferensi Pajak

Terdapat tiga alasan yang berhubungan dengan pajak mengapa kita dapat berpikiran bahwa investor mungkin akan lebih menyukai pembayaran dividen yang rendah ketimbang menerima pembayaran tinggi: (1) Keuntungan modal jangka panjang biasanya dikenakan pajak dengan tarif 20 persen, sedangkan laba dividen dikenakan pajak dengan tarif efektif yang dapat mencapai angka maksimal 38,6 persen. Oleh sebab itu, investor yang kaya (yang memiliki saham lebih banyak dan menerima sebagian besar dividen) mungkin lebih menyukai perusahaan menahan dan menanamkan kembali labanya ke dalam bisnis. Pertumbuhan laba mungkin mengarah kenaikan harga saham, dan akibatnya keuntungan modal yang pajak rendahnya akan menggantikan dividen yang pajaknya tinggi. (2) Pajak atas keuntungan tidak akan dibayarkan sampai saham

tersebut dijual. Adanya pengaruh nilai waktu, satu dolar pajak yang dibayarkan di masa depan akan memiliki biaya efektif yang lebih rendah daripada satu dolar yang dibayarkan sekarang. (3) Jika sebuah saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal dunia, keuntungan modal saham tersebut tidak akan dikenakan pajak sama sekali para ahli waris yang menerimanya dapat menggunakan nilai saham pada saat kematian sebagai dasar harga perolehan mereka sehingga sepenuhnya terhindar dari pajak keuntungan modal. Karena keunggulan-keunggulan di bidang perpajakan ini, para investor mungkin lebih menyukai perusahaan menahan sebagian besar laba. Jika demikian, investor akan bersedia untuk membayar lebih bagi perusahaan dengan pembayaran dividen yang rendah daripada pada perusahaan serupa dengan pembayaran yang tinggi.

2.1.1.2. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Dividen yang rendah dapat digunakan untuk menghindari pemotongan dividen di masa mendatang sehingga pengalokasian sebagian keuntungan pada laba ditahan dapat digunakan untuk investasi lebih lanjut. Menurut Sugiyarso dan Winarni (2005) faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen antara lain :

1. Perjanjian Hutang; Perjanjian hutang antara perusahaan dengan kreditur dapat membatasi pembayaran dividen sebab sering kali dividen hanya dapat dibayarkan jika kewajiban hutang kepada kreditur telah dipenuhi perusahaan. Rasio-rasio keuangan yang menunjukkan perusahaan dalam kondisi sehat juga merupakan faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen.

2. Pembatasan dari saham preferen; Apabila dividen pemegang saham belum dibayar maka pembayaran dividen kepada pemegang saham belum dapat dilakukan.
3. Tersedianya kas; *Cash dividend* hanya dapat dibayarkan apabila tersedia uang tunai yang cukup. Keadaan demikian dapat ditunjukkan dalam rasio likuiditas perusahaan yang baik.
4. Pengendalian terhadap perusahaan; Faktor yang penting khususnya pada perusahaan-perusahaan yang relatif kecil adalah apabila pihak manajemen ingin mempertahankan kontrol terhadap perusahaan. Keadaan demikian menyebabkan kecenderungan perusahaan segan menjual saham baru, dan lebih suka menahan laba guna memenuhi kebutuhan pendanaan perusahaan. Akibatnya dividen yang dibayarkan dalam bentuk kas menjadi kecil.
5. Kebutuhan dana untuk investasi; Perusahaan yang berkembang selalu membutuhkan dana baru untuk diinvestasikan pada proyek-proyek yang menguntungkan. Dalam hal ini manajemen cenderung lebih suka memanfaatkan laba ditahan karena pemanfaatan laba ditahan tidak memerlukan *flotation cost*.
6. Fluktuasi laba; Apabila laba perusahaan berfluktuasi dividen yang dibayarkan kecil hal ini dilakukan untuk menjaga kestabilan pembayaran dividen. Dengan laba yang berfluktuasi perusahaan juga tidak banyak mempergunakan utang sebagai sumber pendanaan hal ini dilakukan untuk mengurangi risiko kebangkrutan. Dengan keadaan demikian laba ditahan akan menjadi besar dan dividen yang dibayarkan semakin mengecil.

Van Horne dan M. Machowicz (2007:278), mengemukakan beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan antara lain:

- a. Aturan-aturan hukum; berkaitan dengan penurunan nilai modal, insolvensi (kebangkrutan), dan penahanan laba yang tidak dibenarkan.
- b. Kebutuhan pendanaan perusahaan.
- c. Likuiditas
- d. Kemampuan untuk meminjam
- e. Batasan-batasan dalam kontrak utang
- f. Pengendalian

2.1.1.3. Prosedur Pembagian Dividen

Beberapa prosedur yang umum digunakan oleh dewan direksi perusahaan melalui Rapat Umum Pemegang Saham perusahaan saat pembagian dividen (Ross *et al.*, 2005).

1. *Declaration Date*

Tanggal pengumuman resmi keputusan pembagian dividen yang diambil pada saat Rapat Umum Pemegang Saham

2. *Cum Dividend Date*

Tanggal dimana seluruh pemegang saham perusahaan sampai batas tanggal tersebut berhak mendapatkan dividen

3. *Date of Record*

Tanggal pencatatan pemegang saham perusahaan yang berhak mendapatkan dividen

4. *Ex Dividen Date*

Tanggal dimana pemegang saham tidak lagi berhak mendapatkan dividen

5. *Date of Payment*

Tanggal pembayaran dividen kepada mereka yang berhak

2.1.1.4. Macam Kebijakan Dividen

Menurut (Husnan Dan Pudjiastuti, 2004) menyatakan bahwa ada macam-macam kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan antara lain sebagai berikut :

a. Kebijakan dividen yang stabil

Banyak perusahaan yang menjalankan kebijakan dividen yang stabil, artinya jumlah dividen per lembar yang dibayarkan setiap tahunnya relatif tetap selama jangka waktu tertentu meskipun pendapatan per lembar saham setiap tahunnya berfluktuasi.

b. Kebijakan dividen dengan penetapan jumlah dividen minimal plus jumlah ekstra tertentu. Kebijakan ini menetapkan jumlah rupiah minimal dividen per lembar saham tiap tahunnya. Dalam keadaan keuangan yang lebih baik perusahaan akan membayarkan dividen ekstra diatas jumlah minimal tersebut.

c. Kebijakan dividen dengan penetapan *dividend payout ratio* yang konstan

Jenis kebijakan dividen yang ketiga adalah penetapan *dividend payout ratio* yang konstan. Perusahaan yang menjalankan kebijakan ini menetapkan *dividen payout ratio* yang konstan misalnya 50%. Ini berarti bahwa jumlah dividen per lembar saham yang dibayarkan setiap tahunnya akan berfluktuasi

sesuai dengan perkembangan keuntungan netto yang diperoleh setiap tahunnya.

d. Kebijakan dividen yang fleksibel

Kebijakan dividen yang terakhir adalah penetapan *dividen payout ratio* yang fleksibel, yang besarnya setiap tahun disesuaikan dengan posisi *financial* dan kebijakan *financial* dari perusahaan yang bersangkutan.

2.1.2. Teori Pengisyarat (Signaling Theory)

Miller-Modigliani (MM) mengasumsikan bahwa investor memiliki informasi yang sama mengenai (*Signaling Theory*) prospek perusahaan seperti yang dimiliki para manajer ini disebut kesamaan informasi (*symmetric information*). Kenyataannya manajer mempunyai informasi yang lebih daripada investor luar, hal ini disebut ketidaksamaan informasi (*asymmetric information*). *Dividend signaling theory* pertama kali dicetuskan oleh Bhattacharya (1979). *Dividend signaling theory* mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan *cash dividend* mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan munculnya reaksi harga saham. Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan dimasa mendatang. Adanya anggapan ini disebabkan terjadinya *asymmetric information* antara manajer dan investor, sehingga para investor menggunakan kebijakan dividen sebagai sinyal tentang prospek perusahaan.

Apabila terjadi peningkatan dividen akan dianggap sebagai suatu sinyal positif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang positif. Jika terjadinya penurunan dividen

akan dianggap sebagai sinyal negatif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang tidak begitu baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang negatif. Menurut Ross (1977), terdapat 3 syarat yang perlu diperhatikan dalam mengoptimalkan kebijakan dividen sebagai sinyal, yaitu: (1) Manajemen harus selalu memiliki insentif yang sesuai untuk mengirimkan sinyal yang jujur, meskipun beritanya buruk, (2) Sinyal dari perusahaan yang sukses tidak mudah diikuti oleh pesaingnya yaitu perusahaan yang kurang sukses, dan (3) Sinyal itu harus memiliki hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang diamati (misalnya pembagian dividen yang tinggi pada masa sekarang akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi pula di masa mendatang).

Signaling Theory dari dividen yang dikembangkan oleh John dan Williams (1985) dan Miller dan Rock (1985) dibangun berdasarkan kerangka ketidaksamaan informasi (*asymmetric information*) yang menjelaskan bahwa manajer sebagai orang dalam perusahaan (*insider*) memilih kebijakan dividen sebagai sarana untuk memberikan sinyal kepada para investor tentang informasi dalam yang ia miliki terkait dengan prospek kinerja perusahaan karena manajer mengetahui banyak tentang produk, pasar, strategi, dan peluang investasi. Pembayaran dividen dipakai oleh perusahaan sebagai *costly signal* untuk memberitahukan kepada investor publik mengenai prospek perusahaan.

Dividen merupakan beban yang tidak ringan, dan hanya perusahaan yang kuat dan sehatlah yang mampu menanggung beban tersebut berdasarkan teori signaling, perusahaan yang kuat dan sehat akan membagi dividen kepada pemegang saham untuk membedakan dirinya dari perusahaan lain yang biasa saja.

Perusahaan lemah yang mencoba memberikan sinyal palsu dengan menggunakan dividen pasti akan bangkrut. Itulah sebabnya, penggunaan dividen dikatakan sebagai sinyal yang mahal. Jika manajemen memang memutuskan untuk membagi dividen, ia harus memiliki keyakinan bahwa perusahaannya akan memiliki probabilitas yang baik di masa mendatang. Manajer akan bekerja keras demi meningkatkan laba perusahaan untuk menarik investor supaya berinvestasi di perusahaannya. Sudut pandang investor, salah satu indikator penting untuk menilai prospek perusahaan di masa mendatang adalah dengan melihat dividen yang dibayarkan. Indikator ini sangat berguna untuk mengetahui sejauh mana investasi yang akan dilakukan investor di suatu perusahaan mampu memberikan *return* yang sesuai dengan tingkat yang disyaratkan investor.

Jika suatu perusahaan bisa memperoleh laba yang semakin besar, maka secara teoritis perusahaan akan mampu membagikan dividen yang makin besar. Membagi dividen yang besar akan menarik para investor untuk berinvestasi karena investor melihat bahwa perusahaan tersebut memiliki laba yang cukup untuk membayar tingkat keuntungan yang diisyaratkannya. Hal tersebut menjadi indikator bahwa masa depan perusahaan cukup menjanjikan atau profitabilitas perusahaan akan semakin membaik di masa depan.

2.1.3. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan teori keagenan pada awalnya berkaitan dengan masalah kepemilikan perusahaan melalui pembelian saham. Pada perkembangannya, teori ini digunakan menjelaskan hubungan antara dua pihak yang bersifat kontraktual (Einsenhardt, 1988). Teori keagenan dalam

manajemen keuangan membahas adanya hubungan *agency* (Jensen dan Meckling, 1976), yaitu hubungan mengenai adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan yang dilakukan oleh manajer.

Sebagaimana dikemukakan Crutchley dan Hansen (1986), hubungan keagenan yang terjadi karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan manajer, pemisahan tersebut terjadi karena pemilik modal melakukan diversifikasi portofolio dengan mendelegasikan kewenangan dan pengambilan keputusan kepada manajer dalam mengelola sejumlah dananya. Perrow (1986), kontribusi teori keagenan mengingatkan pentingnya saling pengertian antara para pihak untuk berusaha mengurangi sifat mengutamakan kepentingan sendiri. Selain itu, juga mengingatkan pentingnya pengendalian diri dan harus menghilangkan kepentingan pribadi (*self interest*).

Husnan dan Pudjiastuti (2004) *Agency theory* bagi perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (lebih-lebih untuk yang telah terdaftar di pasar modal), seringkali terjadi pemisahan antara pengelola perusahaan (pihak manajemen, disebut juga sebagai agen) dengan pemilik perusahaan (atau pemegang saham, disebut juga sebagai principal). Brigham dan Houston (2006), telah lama diketahui bahwa manajer memiliki tujuan pribadi yang bersaing dengan tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Manajer diberi kekuasaan oleh pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham, untuk membuat keputusan, dan hal ini menciptakan konflik potensial atas kepentingan yang disebut teori keagenan (*agency theory*). Hubungan keagenan muncul ketika satu individu atau lebih yang disebut pemilik (*principal*) mempekerjakan individu lain

atau organisasi yang disebut agen untuk melaksanakan pekerjaan dan kemudian mendelegasikan otorisasi pengambilan keputusan kepada agen tersebut. Dalam konteks manajemen keuangan, hubungan keagenan yang utama adalah: (a) antara pemegang saham dan manajer, dan (b) antara manajer dan pemberi kredit.

2.1.3.1. Konflik Keagenan (*Agency Conflict*)

Meyers (1977), hubungan keagenan merupakan hubungan yang rawan konflik, yaitu konflik kepentingan (*agency conflict*). Konflik tersebut terjadi karena pemilik modal selalu berusaha menggunakan dana sebaik-baiknya dengan risiko sekecil mungkin, sedangkan manajer (*agent*) cenderung mengambil keputusan pengelolaan dana untuk memaksimalkan keuntungan yang sering bertentangan dan cenderung mengutamakan kepentingannya sendiri. Madura (2000), menunjuk agen sebagai pihak pengelola dan pengambil keputusan bagi perusahaan dimaksudkan agar manajer mampu memaksimalkan kemakmuran pemilik ataupun pemegang saham. Namun dalam realitanya banyak terjadi “*agency problem*”, yaitu konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Keown et al. (2010) *agency problem* juga dapat terjadi karena manajer dan pemegang saham sering kali tidak memperoleh informasi yang sama tentang perusahaan. Konflik antar manajer dan pemegang saham tidak sedikit mengeluarkan biaya yang lazim disebut “*agency cost*”.

Brigham dan Houston (2006) menyatakan masalah keagenan (*agency problem*) yang potensial ini muncul ketika manajer perusahaan memiliki kurang dari 100 persen saham perusahaan. Masalah keagenan (*agency problem*) yaitu konflik kepentingan yang potensial antara agen (manajer) dan pemegang saham

pihak luar atau pemberi hutang (kreditur) Konflik keagenan juga terjadi antara kreditur dan pemegang saham. Bathala et al. (1994) menyatakan bahwa konflik keagenan antara kreditur dan pemegang saham muncul karena pemegang saham selalu menginginkan agar manajer bersifat agresif dalam menerima proyek-proyek dengan *expected return* (pengembalian yang diharapkan) yang tinggi sedangkan di sisi lain, *expected return* yang tinggi sudah tentu mengandung risiko yang tinggi pula (*high risk, high return*) jika perusahaan mengambil proyek yang berisiko tinggi maka akan meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan sehingga kreditur merasa khawatir pinjaman yang diberikan tidak dapat dikembalikan oleh perusahaan. Proyek yang tinggi disebut memberikan hasil yang bagus, kreditur akan tetap dibayar dengan tingkat bunga sesuai kontrak, sedangkan keuntungan sisa (*residual gain*) akan menjadi hak pemegang saham meskipun kreditur juga telah menanggung tambahan risiko atas kemungkinan gagalnya proyek. Konflik antara manajer dan pemegang saham dapat terjadi pada saat manajer mengkonsumsi kas perusahaan secara berlebihan dengan biaya pemegang saham. Manajer juga memiliki horizon waktu yang lebih pendek dibanding pemegang saham. Manajer lebih menyukai proyek investasi dalam jangka waktu pengembalian panjang demi promosi jabatan dan cenderung membuat keputusan operasional yang dapat mengurangi risiko personal dibandingkan mengikuti pilihan pemegang saham yang menghendaki pengembalian adalah yang lebih besar.

2.1.3.2. Biaya Keagenan (*Agency Cost*)

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan biaya keagenan (*agency cost*) sebagai jumlah pengeluaran untuk pengawasan yang dilakukan oleh pemegang saham, pengeluaran karena penggunaan hutang oleh agen serta pengeluaran karena *residual loss* yaitu pengeluaran biaya oleh pemegang saham eksternal untuk mempengaruhi keputusan manajer dalam memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Rozeff (1982) oleh Mollah et al. (2000) menyatakan bahwa pembayaran dividen merupakan bagian dari *optimum monitoring* (biaya pengawasan) dan *bonding package* (biaya pengikat) yang dapat menurunkan *agency cost*. Keown et al. (2010) menyatakan biaya keagenan (*agency cost*) yaitu perbedaan dalam harga adalah biaya konflik pada pemilik, tindakan untuk meminimumkan biaya pemisahan pemilikan dan kontrol manajemen pada dasarnya mahal, termasuk auditing oleh akuntan independent, menugaskan fungsi penyeliaan pada dewan direksi perusahaan, menciptakan batasan dalam perjanjian penyewaan yang membatasi kekuasaan manajemen, dan memberikan rencana kompensasi intensif untuk manajemen yang membantu “mengikat” manajemen dengan pemilik. Kebijakan dividen perusahaan bisa dianggap oleh pemilik sebagai alat untuk meminimalisasi biaya keagenan karena secara tak langsung menghasilkan monitor yang lebih ketat pada kegiatan investasi manajemen.

Banyak yang terkait dalam hal ini, dan tentunya biaya perantara (*agent*) harus diperhitungkan dalam teori perusahaan. Maka, bahwa nilai saham-saham dari sebuah perusahaan merupakan alat terpenting untuk menilai kemampuan

manajer dan para pemimpin produksi. Bezoyeen (2002) menyatakan adanya konflik kepentingan dalam kepemilikan dapat menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*), yakni biaya yang dikeluarkan agar pihak yang diberi wewenang dapat bertindak sesuai keinginan pemilik.

2.1.4. Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Laba bersih perusahaan dalam bidang akuntansi lebih ditekankan, tetapi dalam bidang keuangan, akan berfokus pada arus kas bersih (*net cash flow*). Nilai dari suatu aktiva (atau perusahaan secara keseluruhan) ditentukan oleh arus kas yang dihasilkannya. Laba bersih perusahaan memang penting, tetapi arus kas bahkan lebih penting lagi karena dividen yang harus dibayarkan secara tunai dan karena kas diperlukan untuk membeli aktiva yang dibutuhkan untuk melanjutkan operasi perusahaan (Brigham dan Houston, 2006). Arus kas tidak dapat dipertahankan terus-menerus kecuali jika aktiva tetap yang didepresiasi diganti dan produk-produk baru dikembangkan, sehingga manajemen tidaklah sepenuhnya bebas menggunakan arus kas semanya sendiri. Arus kas bebas (*free cash flow*) yang berarti arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik hutang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan (Brigham dan Houston, 2006).

Nilai dari operasi sebuah perusahaan akan bergantung pada seluruh arus kas bebas yang diharapkan di masa mendatang, yang didefinisikan sebagai laba operasi setelah pajak minus jumlah investasi pada modal kerja dan aktiva tetap

yang dibutuhkan untuk dapat mempertahankan bisnis. Jadi, arus kas bebas akan mencerminkan kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada para investor. Karenanya, salah satu cara bagi para manajer untuk membuat perusahaan menjadi lebih bernilai adalah dengan meningkatkan arus kas bebas.

Jensen (1986), mengatakan bahwa jika perusahaan mempunyai *free cash flow*, akan lebih baik bila dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen, hal ini bertujuan untuk menghindari pengambilan keputusan yang bagi pihak manajemennya yang akhirnya berakibat pada naiknya *agency cost*. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* dalam jumlah yang memadai akan lebih baik dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen untuk menghindari *agency problem*, hal ini dimaksudkan agar *free cash flow* yang ada tidak digunakan untuk sesuatu atau proyek-proyek yang tidak menguntungkan (*wasted on unprofitable*) dengan demikian ketersediaan dana dapat dipakai untuk pemegang saham (Mollah et al., 2000).

Faisal (2004) menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level hutang yang tinggi. Hal ini memiliki implikasi bahwa investor lebih berhati-hati dengan perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang besar dan perlu mempelajari dari *free cash flow* tersebut sebelum melakukan investasi. *Free cash flow* memiliki hubungan positif dengan *agency cost*. Jensen (1986), menyatakan bahwa masalah keagenan akan meningkat ketika perusahaan menghasilkan *free cash flow* yang tinggi. Manajer cenderung menggunakan *free cash flow* untuk konsumsi pribadi atau melakukan ekspansi melalui investasi pada proyek baru dengan tujuan agar manajer dapat memperoleh kontrol yang lebih

besar atas sumber daya perusahaan. Tindakan ini tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, sehingga menimbulkan masalah keagenan. Jensen (1986), mengatakan *free cash flow* sebagai aliran kas dimana kelebihan pendanaan dibutuhkan untuk semua proyek yang mempunyai *net present value* yang positif setelah keseluruhan proyek tersebut didiskontokan pada *cost of capital*-nya.

Free cash flow (FCF) secara sederhana dapat diterjemahkan sebagai kas yang menganggur, yaitu sisa kas setelah digunakan untuk berbagai keperluan proyek yang telah direncanakan perusahaan (belanja modal), seperti: melunasi hutang, melakukan investasi, dan lain-lain. Dengan demikian tingkat FCF yang relatif rendah akan mengurangi biaya keagenan sehingga kebutuhan untuk membayar biaya keagenan menjadi berkurang. Semakin tinggi FCF maka semakin tinggi rasio pembayaran dividen. Jensen (1986) menyatakan dalam *free cash flow* hypothesis yaitu bahwa kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi *insiders ownership* sehingga mengurangi *cost agency* yang berkaitan dengan *free cash flow*. Mekanismenya yaitu *free cash flow* untuk membayar dividen kas sehingga menghindari alokasi pada tindakan yang tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham atau nilai perusahaan. *Free cash flow* berhubungan positif dengan *dividen payout ratio* dengan anggapan bahwa semakin banyak *free cash flow* yang dimiliki perusahaan, maka dividen yang dibayarkan juga makin tinggi. Pemegang saham akan meminta dividen yang lebih besar ketika perusahaan menghasilkan *free cash flow* yang tinggi. Pembayaran dividen yang besar akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia untuk manajer, sehingga kemungkinan penggunaan *free cash flow* oleh manajer untuk kepentingan pribadi dapat

dikurangi, hal ini dapat mengurangi masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer. *Free cash flow* dihitung dengan pengurangan antara *net operating profit after tax* (NOPAT) dengan investasi bersih atau belanja modal. Dimana NOPAT merupakan *earning before interest and tax* x (1-tax rate) (Sartono 2012). Sehingga *free cash flow* dapat dirumuskan dengan:

$$FCF = EBIT (1-tax rate) - \text{Investasi Bersih} \dots\dots\dots (2)$$

2.1.5. Struktur Modal (*Debt To Total Asset*)

Struktur modal adalah merupakan perimbangan jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Sementara itu struktur keuangan adalah perimbangan antara total hutang dengan modal sendiri. Dengan kata lain struktur modal adalah merupakan bagian dari struktur keuangan (Sartono, 2001). Menentukan struktur modal yang optimal, para manajer keuangan perlu mempertimbangkan beberapa faktor penting sebagai berikut (Sartono, 2001): Tingkat penjualan, Struktur asset, Tingkat pertumbuhan perusahaan, Profitabilitas, Variabel laba dan perlindungan pajak, Skala perusahaan, dan Kondisi intern perusahaan dan ekonomi makro.

Pecking order theory yang menyarankan bahwa manajer lebih senang menggunakan pembiayaan dari pertama, laba ditahan, kemudian hutang, dan terakhir penjualan saham baru. Secara teoritis sumber modal yang biayanya paling murah adalah hutang, kemudian, saham preferen dan yang paling mahal adalah saham biasa serta laba ditahan. Pertimbangan lain adalah *direct cost* untuk pembiayaan eksternal lebih tinggi dibanding dengan pembiayaan internal. Selanjutnya penjualan saham baru justru merupakan signal negatif karena pasar

mengintrestasikan perusahaan dalam keadaan kesulitan likuiditas. Penjualan saham baru tidak jarang mengakibatkan terjadinya dilusi dan pemegang saham akan mempertanyakan kemana laba yang diperoleh selama ini? Hal ini juga terlepas adanya informasi yang tidak simetris (*asymmetric information*) antara manajemen dengan pasar. Manajemen jelas memiliki informasi yang lebih tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan pasar. Dengan demikian jika tidak ada alasan yang kuat seperti untuk diversifikasi misalnya, maka penjualan saham baru justru akan mengakibatkan harga saham turun.

Tujuan struktur modal adalah memadukan sumber pendanaan yang digunakan oleh perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan cara memaksimalkan harga saham, meminimumkan biaya modal (*cost of capital*), dan menyeimbangkan antara risiko dan tingkat pengembalian. Ross (1977) mengembangkan model dimana struktur modal (penggunaan hutang) merupakan sinyal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Jika manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan karenanya ingin agar harga saham meningkat, ia ingin mengkomunikasikan hal tersebut ke investor. Manajer bisa menggunakan hutang lebih banyak, sebagai sinyal yang lebih *credible*. Perusahaan yang meningkatkan hutang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Investor diharapkan akan menangkap sinyal tersebut, sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian hutang merupakan tanda atau sinyal positif.

Menurut pendekatan teori keagenan, struktur modal disusun untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Konflik antara

pemegang saham dengan manajer adalah konsep *free cash flow* (Jensen, 1986). *Free cash flow* dalam konteks ini didefinisikan sebagai aliran kas yang tersisa sesudah semua usulan investasi dengan NPV positif didanai. Ada kecenderungan manajer ingin menahan sumber daya (termasuk *free cash flow*) sehingga mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut. Hutang bisa dianggap sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan. Jika perusahaan menggunakan hutang, maka manajer akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan (untuk membayar bunga).

Rasio hutang atau *debt ratio* (*debt to total asset ratio*) digunakan untuk mencerminkan variabel struktur modal perusahaan. Rasio ini digunakan dengan pertimbangan bahwa kecenderungan penggunaan hutang pada umumnya didasarkan pada besarnya aktiva yang dapat dijadikan jaminan (*collateralizable assets*). Rasio ini menunjukkan besarnya hutang yang akan digunakan untuk membiayai aktiva yang digunakan oleh perusahaan dalam rangka menjalankan aktivitas operasionalnya. *Debt to total assets* merupakan rasio antara total hutang (*total debts*) baik hutang jangka pendek (*current liability*) maupun hutang jangka panjang (*long term debt*) terhadap total aktiva (*total assets*) baik aktiva lancar maupun aktiva tetap dan aktiva lainnya. Semakin besar rasio DTA menunjukkan semakin besarnya tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditur) dan semakin besar pula beban biaya hutang (biaya bunga) yang harus dibayar oleh perusahaan. Dengan semakin meningkatnya rasio DTA, maka hal tersebut berdampak terhadap profitabilitas yang diperoleh perusahaan, karena sebagian digunakan untuk membayar bunga pinjaman. Dengan biaya bunga yang

semakin besar, maka profitabilitas (*earnings after tax*) semakin berkurang (karena sebagian digunakan untuk membayar bunga), maka hak para pemegang saham (*dividen*) juga semakin berkurang.

Chang dan Rhee (1990) juga menunjukkan bahwa tingkat hutang yang lebih rendah mengikuti pembayaran dividen perusahaan yang lebih tinggi, dengan demikian *debt ratio* mempunyai hubungan yang negatif dengan dividen. Tong dan Green (2004) menguji keputusan keuangan perusahaan publik China yang terdaftar di bursa Shanghai dan Shenzhen. Mereka menemukan bahwa hutang berhubungan negatif dengan ketersediaan dana internal. Temuan ini menunjukkan bahwa apabila dana internal tidak cukup, maka perusahaan mendapatkan dana eksternal melalui hutang. Tong dan Green juga menemukan bahwa dividen berkorelasi positif dengan dengan hutang. Apabila dividen dibayar oleh perusahaan kepada pemegang saham, maka dana internal tidak lagi cukup untuk melakukan investasi. Sehingga perusahaan berusaha memperoleh dana eksternal melalui hutang. *Debt Ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DTA = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}} \times 100\% \dots \dots \dots (3)$$

2.1.6. Return On Asset (ROA)

Rasio profitabilitas merupakan rasio yang bertujuan untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu dan juga memberikan gambaran tentang tingkat efektifitas manajemen dalam melaksanakan kegiatan operasinya. Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. Menurut Brigham (2001 : 89) profitabilitas adalah sekelompok rasio yang memperlihatkan

pengaruh gabungan dari likuiditas, manajemen aktiva, dan hutang terhadap hasil operasi. Dividen adalah merupakan sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada para pemegang saham, adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajiban tetapnya yaitu beban bunga dan pajak. Karena dividen diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*. Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai dividend. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Atribut profitabilitas ini diwakili oleh tingkat keuntungan setelah pajak dibagi dengan total aset (Chang dan Rhee, 1990). *Return on asset* merupakan rasio profitabilitas yang diukur untuk mengukur efektifitas perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. (Ang , 1997) menyatakan bahwa ROA merupakan rasio antara pendapatan bersih sesudah pajak terhadap total aktiva. ROA dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Profit after tax}}{\text{Total aktiva}} \times 100 \dots\dots\dots (4)$$

2.1.7. Struktur Kepemilikan

Potter (1990) berargumen bahwa salah satu faktor yang berpengaruh terhadap keberhasilan tujuan perusahaan adalah struktur kepemilikan. Komposisi struktur kepemilikan perusahaan-perusahaan emiten di Indonesia agak berbeda dibandingkan dengan perusahaan di Eropa atau Amerika. Struktur kepemilikan perusahaan-perusahaan yang tergabung di beberapa pasar modal Eropa dan

Amerika bersifat menyebar (*dispersed ownership*) sehingga konflik keagenan bisa terjadi antara manajer dan pemegang saham (*owners*). Masalah ini nampak paling sering dijumpai di perusahaan-perusahaan Amerika Serikat yang terdaftar di NYSE (Husnan, 2001). Berbeda dengan di Indonesia, kebanyakan perusahaan emiten di Indonesia memiliki pemegang saham dalam bentuk institusi bisnis seperti Perseroan Terbatas yang terkadang merupakan representasi dari pendiri perusahaan.

Struktur kepemilikan terdiri dari kepemilikan saham oleh manajer dan direksi, kepemilikan saham oleh pihak institusi dan kepemilikan saham oleh pihak investor individual. Penelitian Mod'd, Pery dan Rimbey (1995-1998) menemukan bahwa variabel struktur kepemilikan sangat efektif dalam mengendalikan penggunaan hutang dan dividen. Berdasarkan hasil tersebut maka struktur kepemilikan secara signifikan berpengaruh terhadap keberhasilan perusahaan. Berdasarkan berbagai penelitian keterlibatan manajer pada kepemilikan saham efektif untuk meningkatkan kinerja manajer. Dengan strategi ini manajer berhati-hati mengambil keputusan. Posisi manajer sangat rentan karena modal yang dimiliki berupa human capital, Fama (1990) sehingga apabila terjadi kemerosotan kinerja berisiko dicopot dari perusahaan. Di samping itu manajer juga berorientasi pada minimalisasi risiko sehingga dalam prakteknya apabila mendapat kesempatan cenderung melakukan kegiatan yang menguntungkan kepentingan pribadi. Dengan adanya peluang yang merugikan perusahaan perlu dilibatkan dalam kepemilikan saham yang dikenal sebagai *insider ownership*.

2.1.7.1 Insider Ownership (Kepemilikan Orang Dalam)

Insider ownership adalah pemilik sekaligus pengelola perusahaan atau semua pihak yang mempunyai kesempatan untuk terlibat dalam pengambilan kebijaksanaan dan mempunyai akses langsung terhadap informasi dalam perusahaannya. Berdasarkan penjelasan Undang-Undang Republik Indonesia No.8 Tahun 1995 Pasal 95, tentang pasar modal mendefinisikan insider sebagai berikut:(a) Seorang Komisaris, Direktur, Pegawai perusahaan atau Perusahaan afiliasinya, (b) Pemegang saham utama di dalam perusahaan atau perusahaan afiliasi, dan (c) Orang perorangan yang oleh kedudukannya atau hubungan pada perusahaan atau perusahaan afiliasinya mengetahui informasi orang dalam.

Damsey dan Laber (1993) menyatakan bahwa semakin besar jumlah *Insider Ownership*, maka akan semakin kecil konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Hal ini disebabkan karena mereka akan bertindak dengan lebih hati-hati dalam menanggung konsekuensi yang mungkin timbul. Salah satu faktor mempengaruhi keputusan keputusan manajer dalam kepemilikan saham adalah kebijakan dividen (Fama1990). Jika menetapkan dividen rendah perusahaan memiliki *retain earning* tinggi atau memiliki laba internal relatif besar. Pada situasi ini terjadi asimetri informasi sehingga manajer sebagai pihak internal menindaklanjuti dengan meningkatkan kepemilikan saham. Jika menetapkan dividen tinggi perusahaan memiliki laba ditahan relatif rendah sehingga berdampak pada keterbatasan sumber dana internal. Pada kondisi ini manajer mengurangi kepemilikan untuk diversifikasi pada kesempatan investasi yang lebih menguntungkan. Pola hubungan negatif antara kebijakan dividen

dengan kepemilikan manajerial digunakan untuk menekankan teori keagenan. *Insider ownership* akan berhubungan negatif dengan *dividend payout ratio* perusahaan. Semakin tinggi persentase *insider ownership* maka semakin rendah dividen yang dibayarkan perusahaan. *Insider* semakin besar, maka manajer tidak akan membayarkan dividen yang besar. *Insider ownership* adalah pemegang saham yang sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Semakin besar *Insider Ownership*, maka akan semakin kecil konflik kepentingan antara pemegang saham dan pihak manajemen, Maqsudi dan Ambon (2004). *Insider ownership* dapat diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Insider Ownership} = \frac{\text{Jumlah Saham Yang dimiliki Komisaris dan Direktur}}{\text{Total Saham}} \times 100\% \dots (5)$$

2.2. Penelitian Terdahulu

A. Sakir dan Muhammad Fadli, (2014) meneliti pengaruh kepemilikan manajerial, *debt*, *profitabilitas*, ukuran perusahaan, dan *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio* perusahaan industri manufaktur di Indonesia sepanjang tahun 2008–2010. Dengan menggunakan regresi linier berganda, penelitian ini menemukan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, profit berpengaruh positif tidak signifikan terhadap DPR, sedangkan Kebijakan hutang dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif tidak signifikan pada kebijakan dividen.

Penelitian tentang Struktur kepemilikan dan bukti kebijakan dividen dari pasar saham Teheran yang dilakukan Seyed, et. Al. (2013) bertujuan untuk mengidentifikasi dan menganalisis pengaruh struktur kepemilikan terhadap

kebijakan dividen dengan aliran kas bebas (FCF), leverage (Lev), peluang pertumbuhan (Q), dan ukuran perusahaan sebagai variabel kontrol untuk perusahaan kimia dan perusahaan medis yang terdaftar di Bursa Efek Teheran (TSE). Dengan menggunakan analisis regresi untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan pada dividen per saham (DPS) pada 35 sampel perusahaan kimia dan medis yang terdaftar di TSE periode 2002-2008. Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan institusi) berpengaruh positif terhadap dividen. Arus kas bebas dan peluang pertumbuhan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan pada dividen, sedangkan leverage berpengaruh negatif terhadap dividen.

Jurica Lucyanda (2012) meneliti tentang pengaruh *free cash flow* dan struktur kepemilikan terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian ini bertujuan menguji bagaimana *free cash flow* dan struktur kepemilikan berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan non keuangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. Metode analisis yang digunakan adalah regresi berganda. Penelitian ini menggunakan data empiris dari Bursa Efek Indonesia dengan sampel sebanyak 70 perusahaan per tahun untuk tiga periode (2007-2009). Berdasarkan hasil pengujian, ditemukan bahwa variabel yang mempunyai pengaruh signifikan terhadap pembagian dividen adalah *free cash flow*, kepemilikan institusional, dan ukuran perusahaan. Jumlah *free cash flow* perusahaan yang tinggi, persentase kepemilikan institusional yang rendah, dan ukuran perusahaan yang besar akan menghasilkan *dividend payout ratio* yang

tinggi. Variabel kepemilikan keluarga, kepemilikan asing, kebijakan utang, dan kesempatan investasi tidak terbukti mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio* perusahaan.

Nur Imam Arifnto meneliti tentang analisis pengaruh *agency cost* terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan non keuangan yang listing di BEI tahun 2005–2009. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa dari lima variabel bebas yang digunakan yaitu *insider ownership*, *institutional owership*, *collateralizable assets*, *debt to total assets*, dan *firm size*, hanya *institutional owership* dan *collateralizable assets* yang berpengaruh signifikan. Sedangkan tiga variabel lainnya berpengaruh tidak signifikan terhadap DPR.

Elyas Khairudin (2010) dalam penelitiannya yang berjudul “Pengaruh DER, *Insider Ownership*, *Sales Growth*, dan *Firm Size* (Asset) terhadap DPR dalam studi perusahaan manufaktur yang Listed di BEJ. Hasil penelitian menyatakan bahwa DER dan Asset memiliki pengaruh positif yang signifikan. Pada variabel *insider ownership* memiliki pengaruh negatif signifikan. Namun pada variabel *growth* memiliki pengaruh positif tetapi tidak signifikan.

Talat Afza (2010) Melakukan penelitian mengenai Struktur kepemilikan dan Arus Kas Sebagai Penentu kebijakan dividen perusahaan di Pakistan. Penelitian ini meneliti dampak dari karakteristik khusus perusahaan pada perilaku dividen perusahaan di negara berkembang Pakistan periode 2005-2007. Dari 100 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Karachi (KSE) menggunakan Ordinary Least Square (OLS) regresi, hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan negatif dan signifikan dengan pembayaran dividen,

positif yang signifikan antara arus kas bebas dengan kebijakan dividen, sedangkan leverage tidak memberikan kontribusi yang signifikan dalam menentukan tingkat pembayaran dividen.

Penelitian oleh Kumar (2007) dilakukan untuk menguji pengaruh variabel kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER, terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hasil analisis menyatakan bahwa variabel independen (kepemilikan saham manajemen, IOS, ROA, dan DER) berpengaruh terhadap DPR. Amidu dan Abor (2006) dalam penelitiannya terhadap perusahaan yang ada di Ghana, menyimpulkan bahwa terdapat hubungan positif antara *dividen payout ratio* dengan *profitability*, *cash flow*, dan *tax*. Hubungan negatif antara *dividen payout ratio* dengan *risk*, *institutional holding*, *growth*, dan *market to book value*. Variabel yang menunjukkan hasil signifikan adalah *profitability*, *cash flow*, *sale growth*, dan *market to book value*.

Saxena (1995) mengemukakan bahwa isu tentang dividen menjadi sangat penting dengan berbagai alasan antara lain: Pertama, peneliti menemukan bahwa perusahaan menggunakan dividen sebagai cara untuk memperlihatkan kepada pihak luar atau calon investor sehubungan dengan stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Kedua, dividen memegang peranan penting pada struktur permodalan perusahaan. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian yang dilakukan oleh Saxena (1995) adalah pertumbuhan perusahaan (*growth*), beta *coefficient* perusahaan, jumlah pemegang saham biasa (*number of common stockholders*) pada perusahaan, kepemilikan *insider* (manajer, direktur dan eksekutif lainnya di perusahaan), dan *investment*

opportunity set (rasio antara nilai pasar pada nilai buku perusahaan) hasil dari penelitian ini menunjukkan variabel *growth*, *beta coefficient*, *investment opportunity set*, dan *insider ownership* berhubungan negatif pada *payout ratio* dan jumlah pemegang saham biasa memiliki hubungan positif terhadap *payout ratio*. Untuk lebih jelasnya berikut disajikan dalam Tabel 2.1 mengenai penelitian terdahulu:

Tabel 2.1.
Penelitian Terdahulu

Nama Peneliti, Tahun	Variabel Penelitian	Hasil
A. Sakir, dan Muhammad Fadli (2014)	Independen: Kepemilikan Manajerial, <i>Debt</i> , <i>Profitabilitas</i> , <i>Size</i> , <i>Free cash flow</i> Dependen: DPR	<i>free cash flow</i> memiliki pengaruh positif signifikan, IO berpengaruh negatif signifikan, profitabilitas berpengaruh positif terhadap DPR.
Seyed Alireza Mosavi, Samira Honarbakhsh and Mahnoosh Ghaedi (2013)	Independen: Ownership Structure Variabel Kontrol: FCF, Leverage, Size, Q Dependen: DPS	FCF dan Q berpengaruh positif, Size berpengaruh positif signifikan, Lev berpengaruh negatif terhadap Dividen.
Jurica Lucyanda (2012)	Independen: Kepemilikan: institusi, asing, keluarga; <i>Free Cash Flow</i> , <i>Debt</i> , <i>Size</i> , <i>Growth</i> Dependen: DPR	<i>Free Cash Flow</i> berpengaruh positif signifikan terhadap DPR
Nur Imam Arifnto (2011)	Independen: <i>insider ownership</i> , <i>Debt to Total assets</i> , <i>Collateralizable Asset</i> , Kepemilikan Institusi, Firm Size Dependen: DPR	Insidier Ownership dan DTA berpengaruh negatif, kepemilikan institusi, <i>firm size</i> berpengaruh positif signifikan, <i>Collateralizable Asset</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap DPR.
Elyas Khairudin (2010)	Independen: Kepemilikan Manajerial, <i>DER</i> , <i>Sales Growth</i> , dan <i>Firm Size (Asset)</i> Dependen: DPR	DER dan Asset berpengaruh positif signifikan, <i>growth</i> berpengaruh positif tidak signifikan, <i>Insider Ownership</i> berpengaruh negatif signifikan.

Talat Afza (2010)	Independen: Kepemilikan manajerial, Arus Kas Bebas Dependen: <i>Dividend payout Ratio</i>	kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap DPR, <i>Free cash flow</i> berpengaruh positif signifikan terhadap DPR.
Kumar (2007)	Independen: <i>Cash Ratio</i> , DTA, ROA Dependen: DPR	<i>Cash Ratio</i> , DTA, ROA Berpengaruh terhadap DPR

2.3. Hubungan Antar Variabel

2.3.1. Pengaruh *Debt To Total Asset* Terhadap *Dividend Payout Ratio*

Struktur modal mempresentasikan berapa besar porsi modal perusahaan yang dipenuhi dengan hutang. Hubungan struktur modal dengan kebijakan dividen dikembangkan berdasarkan hasil penelitian dari Noronha (1996), Sharma (2001), dan Jain et al. (2003) yang secara ringkas menyatakan bahwa semakin besar ketergantungan perusahaan pada dana eksternal (hutang) semakin intensif pengawasan oleh penyedia dana eksternal (kreditur) terhadap kinerja manajemen sehingga memperkecil potensi masalah keagenan (*agency problem*) antara manajer dengan pemegang saham. Dengan semakin kecil *agency problem* tersebut maka ketergantungan perusahaan pada dividen sebagai sarana monitoring semakin kecil. *Collaterizable assets* merupakan aktiva tetap yang dimiliki perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasional dan bisa digunakan sebagai jaminan atas pinjaman yang diberikan oleh kreditur. Jadi perusahaan memiliki struktur modal yang tinggi (dengan indikasi hutang dalam jumlah besar) maka semakin kecil dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham, dan begitu juga sebaliknya.

Penelitian Triani Pujiastuti (2007) yang berjudul “*Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Dan Jasa Yang Go Public Di Indonesia*”. Pengujian dilakukan dengan regresi berganda untuk menguji pengaruh *insider ownership*, *sareholder dispersion*, *debt to total asset*, *collateral asset*, dan *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio*. Sampel yang digunakan adalah 120 perusahaan manufaktur dan jasa periode tahun 2000-2005. Hasil penelitian menyebutkan bahwa *insider ownership*, *debt* berpengaruh negatif signifikan, *sareholder dispersion* berpengaruh positif signifikan, sedangkan *collateral asset* dan FCF berpengaruh tidak signifikan terhadap DPR. Chang dan Rhee (1990) “*Testing trade off and pecking order predictions about dividends and debt*” juga menunjukkan bahwa tingkat hutang yang lebih rendah mengikuti pembayaran dividen perusahaan yang lebih tinggi, dengan demikian *debt ratio* mempunyai hubungan yang negatif dengan dividen.

H1 : *Debt to total asset* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

2.3.2. Pengaruh Debt To Total Asset Terhadap Free Cash Flow

Menurut pendekatan teori keagenan, struktur modal disusun untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Konflik antara pemegang saham dengan manajer adalah konsep *free cash flow* (Jensen, 1986). *Free cash flow* dalam konteks ini didefinisikan sebagai aliran kas yang tersisa sesudah semua usulan investasi dengan NPV positif didanai. Kecenderungan manajer ingin menahan sumber daya (termasuk *free cash flow*) sehingga mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut. Hutang bisa dianggap sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan *free cash flow*. Jika perusahaan menggunakan

hutang, maka manajer akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan (untuk membayar bunga). Jensen (1986) menjelaskan bahwa peningkatan hutang akan mengurangi *free cash flow*. (Ross et al. (2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap) karena sebagian besar *free cash flow* untuk membayar hutang, sehingga tidak ada *free cash flow* dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan demi kepentingan manajemen yang merugikan pemegang saham. Bila cukup banyak *cash flow* dalam perusahaan maka dengan pengawasan yang tidak efektif dari pemegang saham akan menciptakan tindakan manajemen untuk menggunakan *cash flow* demi kepentingan sendiri.

Eksistensi hutang dapat memaksa manajer untuk menikmati keuntungan yang lebih sedikit dan menjadikan manager bekerja lebih efisien. Menurut Sartono (2001), dengan meningkatkan pendanaan dengan hutang akan menurunkan skala konflik antara pemegang saham dan manajemen. Menurunnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen maka akan menurunkan *agency cost*. Hutang yang tinggi membuat perusahaan lebih menyukai untuk menahan laba perusahaan. Tujuan dari menahan laba tersebut untuk membayar hutang terlebih dahulu dari pada dibayarkan dalam bentuk dividen. Ini sesuai penelitian yang dilakukan oleh Pujiastuti (2008). “Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur dan Jasa yang *Go Public* Di Indonesia., dan Khairudin (2010) “Pengaruh *Debt To Equity Ratio*, *Insidier Ownership*, *Sales Growth*, dan

Firm Size Terhadap DPR menunjukkan variabel hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Sri Sofyaningsih dan Pancawati Hardiningsih (2011) melakukan penelitian dengan judul Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang Dan Nilai Perusahaan *Ownership Structure, Dividend Policy, Debt Policy, And Firm Value* (studi di Perusahaan Manufaktur Lisyting di Bursa Efek Indonesia sejak 2007-2009) ditemukan hasil bahwa Penambahan hutang akan meningkatkan tingkat risiko atas arus pendapatan perusahaan, yang mana pendapatan dipengaruhi faktor eksternal sedangkan utang menimbulkan beban tetap perusahaan tanpa memperdulikan besarnya pendapatan. Sehingga semakin besar hutang, maka semakin besar kemungkinan terjadinya *financial distress*. Risiko kebangkrutan akan semakin tinggi karena bunga akan meningkat lebih tinggi daripada penghematan pajak. *Financial distress* terjadi jika perusahaan mengalami kesulitan dalam melunasi kewajiban hutangnya, dimana perusahaan terancam kebangkrutan. Karena itu *financial distress* perlu diperhitungkan. sehingga dengan meningkatnya hutang, manajer akan lebih memilih menggunakan keuntungannya untuk membayar hutang, yang berakibat pada *free cash flow* yang semakin berkurang. Artinya bahwa hutang berpengaruh negatif terhadap *free cash flow*.

H2 : *Debt to total asset* berpengaruh negatif terhadap *free cash flow*.

2.3.3. Pengaruh *Insider Ownership* Terhadap *Dividend Payout Ratio*

Masalah keagenan banyak dipengaruhi oleh *insider ownership* menurut pandangan Demsey & Laber (1993). *Insider ownership* pemilik perusahaan yang

sekaligus menjadi pengelola perusahaan, semakin besar jumlah *insider ownership*, maka akan semakin kecil konflik kepentingan antara pemegang saham dan pihak manajemen, hal ini disebabkan karena mereka akan bertindak dengan lebih hati-hati dalam menanggung konsekuensi yang mungkin timbul. Sunarto (2004) meneliti “Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, *Investment Opportunity Set*, *Return On Asset*, Dan *Debt To Equity Ratio* Terhadap *Dividend Payout Ratio*” menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki koefisien bertanda negatif terhadap *dividend payout ratio*. Mahadwatha dan Jogiyanto Hartono (2002) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Meskipun demikian, tanda pada koefisien regresi variabel kepemilikan manajerial yang ditemukan dalam penelitian ini sama seperti yang diharapkan dan secara umum konsisten dengan penelitian sebelumnya. Variabel ini mempunyai hubungan yang negatif terhadap *dividen payout ratio*. Menurut Handoko (2002), karena semakin banyak saham yang dimiliki *insider ownership*, maka pihak manajemen cenderung menahan pembayaran dividen, sebagai gantinya pihak manajemen akan berusaha meningkatkan keuntungan sendiri berupa kenaikan gaji direksi, gaji dan bonus karyawan, dan sebagainya.

Mollah (2000) yang meneliti tentang pengaruh *agency cost* terhadap kebijakan dividen pada *emerging market*. Pada penelitiannya ini, Mollah menggunakan *insider ownership*, *dispersion of ownership*, *free cash flow*, dan *collateralizable asset* sebagai proksi dari *agency cost*. Hasil penelitian Mollah menunjukkan hubungan yang negatif signifikan antara *insider ownership* dengan

dividend payout ratio, dan hubungan positif antara *dispersion of ownership*, *free cash flow*, dan *collateralizable asset* terhadap *dividend payout ratio*.

H3 : *Insider ownership* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

2.3.4. Pengaruh *Insider Ownership* Terhadap *Free Cash Flow*

Almilia dan Silvy (2006) mengungkapkan bahwa kepemilikan manajerial dijelaskan melalui hipotesis aliran kas bebas (Jensen, 1986). Melalui hipotesis ini kebijakan dividen digunakan untuk mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan *free cash flow*. Mekanisme pengurangan masalah keagenan ini dilakukan dengan cara menggunakan *free cash flow* untuk membayar dividen kas sehingga menghindari alokasi pada tindakan yang tidak menguntungkan. Jensen (1986) melihat masalah keagenan dari sudut ketersediaan uang yang dapat digunakan manajer untuk kegiatan ‘konsumtif’. Dana tersebut adalah *free cash flow* yaitu kelebihan dana yang ada di perusahaan setelah semua proyek investasi yang menghasilkan *net present value* positif dilaksanakan. Jika biaya keagenan ingin dikurangi maka *free cash flow* harus dikurangi terlebih dahulu. Dengan kata lain manajer harus menunjukkan kepada pemegang saham bahwa dia telah melakukan upaya menahan diri (*bonding*) untuk tidak menciptakan peluang melakukan penyimpangan-penyimpangan dengan cara memperkecil dana yang dapat disimpangkan, yaitu *free cash flows*. Jensen dan Ruback (1983) berpendapat bahwa manajer akan menggunakan arus kas yang tersedia untuk kepentingan mereka sendiri dengan berinvestasi dalam proyek-proyek tersebut, yang mungkin tidak memiliki NPV positif atau proyek produktif untuk memaksimalkan keuntungan dan kekayaan pemegang saham. Sebaliknya, arus kas berlebih ini

harus diberikan kepada pemegang saham sebagai dividen. Pemantauan kegiatan manajer untuk membuat manajer bekerja untuk kepentingan terbaik para pemegang saham telah biaya sendiri disebut biaya monitoring. Semakin besar pemantauan oleh pemegang saham yang lebih tinggi akan menjadi biaya agensi.

Ade (2008) meneliti “Hubungan Struktur Kepemilikan dan *External Monitoring* Terhadap *Agency Cost* dan Aliran Kas” menjelaskan bahwa jika manajemen memiliki kurang dari 100 persen saham perusahaan, maka pemilik modal (*shareholder*) menanggung biaya keagenan yang berasal dari keputusan manajer yang telah mengutamakan kepentingannya sendiri, yang ditunjukkan dengan adanya alokasi kas (*free cash flow*) untuk pengeluaran non esensial (*perquisite consumption*) dan melakukan keputusan-keputusan investasi yang tidak optimal. Dengan adanya kepemilikan manajerial yang tinggi maka *free cash flow* yang menimbulkan konflik *agency* akan semakin rendah.

H4 : *Insider ownership* berpengaruh negatif terhadap *free cash flow*.

2.3.5. Pengaruh *Return On Asset* Terhadap *Dividend Payout Ratio*

Nilai ROA yang tinggi akan menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan keuntungan berbanding asset yang relatif tinggi. Investor akan menyukai perusahaan dengan nilai ROA yang tinggi, karena perusahaan dengan nilai ROA yang tinggi mampu menghasilkan tingkat keuntungan lebih besar dibandingkan perusahaan dengan ROA rendah. Solberg dan Zorn (1992) menemukan bahwa profitabilitas yang lebih tinggi bisa diperkirakan menghasilkan dividen yang lebih tinggi. Amidu dan Abor (2006) dalam penelitiannya terhadap perusahaan yang ada di Ghana, menyimpulkan bahwa

terdapat hubungan positif antara *dividen payout ratio* dengan *profitability*, *cash flow*, dan *tax*. Hubungan negatif antara *dividen payout ratio* dengan *risk*, *institutional holding*, *growth*, dan *market to book value*. Variabel yang menunjukkan hasil signifikan adalah *profitability*, *cash flow*, *sale growth*, dan *market to book value*. Isa Febrianti (2013) melakukan penelitian dengan judul Analisis Pengaruh *Return On Asset*, *Debt To Equity Ratio*, *Firm Size*, *Current Ratio*, dan *Growth* Terhadap Pembayaran Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2012. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Return On Asset*, *Debt To Equity Ratio* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran dividen (DPR)

H5 : *Return on asset* (ROA) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

2.3.6. Pengaruh *Return On Asset* Terhadap *Free Cash Flow*

Free cash flow (FCF) secara sederhana dapat diterjemahkan sebagai kas yang menganggur, yaitu sisa dari profit yang diperoleh dan yang digunakan untuk berbagai keperluan proyek yang telah direncanakan perusahaan, seperti: melunasi hutang, membayar dividen, melakukan investasi, dan lain-lain. Dengan demikian tingkat profitabilitas yang tinggi, maka *free cash flow* akan semakin besar. Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. Dividen adalah merupakan sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karenanya dividen akan dibagikan jika perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada para pemegang saham, adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajiban tetapnya yaitu beban bunga dan pajak. Karena dividen diambil dari

keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*. Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai dividen. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula aliran kas bebas yang berdampak pada kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Atribut profitabilitas ini diwakili oleh tingkat keuntungan setelah pajak dibagi dengan total aset (Chang dan Rhee, 1990). *Return on asset* diukur dari profitabilitas/ laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) terhadap total investasinya yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam penggunaan investasi yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam rangka menghasilkan profitabilitas perusahaan. Partington (1989) dan Widodo (2002) menyatakan bahwa profitabilitas merupakan faktor terpenting yang dipertimbangkan oleh manajemen dalam *dividen payout ratio*. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik, karena tingkat kembalian investasi (*return*) semakin besar.

H6 : *Return on asset* (ROA) berpengaruh positif terhadap *free cash flow*.

2.3.7. Pengaruh *Debt To Total Asset* Terhadap *Dividend Payout Ratio* Melalui Mediasi *Free Cash Flow*

Perusahaan-perusahaan yang *profitable* memiliki lebih banyak *earnings* yang tersedia untuk retensi atau investasi dan karenanya, akan cenderung membangun *equitas* mereka relatif terhadap *debt*. Oleh karena itu semakin rendah *debt* akan semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya, semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur

modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya (Ang, 1997). Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima, karena kewajiban tersebut lebih diprioritaskan daripada pembagian dividen. Jika beban hutang semakin tinggi, maka kemampuan perusahaan untuk membagi dividend akan semakin rendah, sehingga *debt* mempunyai pengaruh negatif dengan *dividend payout ratio*. *Debt to total asset* dihitung dengan total hutang dibagi dengan total aktiva. Semakin meningkatnya rasio hutang (dimana beban hutang juga semakin besar) maka hal tersebut berdampak terhadap *free cash flow* perusahaan. karena profitabilitas yang diperoleh perusahaan, digunakan untuk membayar bunga pinjaman. Dengan biaya bunga yang semakin besar, maka profitabilitas (*earnings after tax*) semakin berkurang (karena sebagian digunakan untuk membayar bunga), sehingga aliran kas bebas semakin kecil yang berdampak pada pemegang saham (dividen) juga semakin berkurang (menurun). *Cash ratio* merupakan salah satu ukuran dari rasio likuiditas (*liquidity ratio*) yang merupakan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya (*current liability*) melalui sejumlah kas (dan setara kas, seperti giro atau simpanan lain di bank yang dapat ditarik setiap saat) yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi *cash ratio* menunjukkan kemampuan kas perusahaan untuk memenuhi (membayar) kewajiban jangka pendeknya (Brigham, 1996).Mollah et al., (2000) menunjukkan bahwa posisi *cash ratio* merupakan variabel penting yang dipertimbangkan oleh manajemen dalam kebijakan dividen.

Pembayaran dividen merupakan arus kas keluar, *free cash flow* yang tinggi akan memungkinkan perusahaan lebih berfokus pada pembayaran dividen atau menyelesaikan hutang untuk mengurangi biaya keagenan (Mollah et al. (2000), $Cash + Equivalent\ CashRatio = Current\ Liability$). Sehingga semakin kuat *cash ratio* perusahaan, berarti semakin besar kemampuan untuk membayar dividen. Sutrisno (1999) melakukan penelitian dengan menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio*, *model Analysis of Moment Structure* (AMOS) digunakan untuk menguji tujuh variabel secara simultan yang diduga mempengaruhi DPR, yaitu: *cash ratio*, potensi pertumbuhan, *size* perusahaan, rasio hutang dan modal, profitabilitas, *holding*, dan DPR. Dengan menggunakan sampel dari perusahaan *go publik* selama periode 1991-1996, diperoleh sebanyak 148 observasi., hasil studi ini secara umum menunjukkan bahwa tidak semua faktor yang diteliti mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Dari ketujuh variabel independen yang diduga mempengaruhi DPR, hanya kelompok *assets* saja yang berpengaruh signifikan terhadap DPR, sedangkan kelompok *earnings* kurang berpengaruh signifikan. Secara umum variabel independen *cash ratio* dan *debt* berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR), sedangkan variabel yang lainnya tidak cukup signifikan. Penelitian yang dilakukan oleh Chang and Rhee(1990) "*Testing Trade Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt*". dan Sutrisno (1999) "*Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Publik di Indonesia*", juga menunjukkan bahwa tingkat hutang yang

lebih rendah mengikuti pembayaran dividen perusahaan yang lebih tinggi, dengan demikian *debt ratio* mempunyai hubungan yang negatif dengan dividen.

H7 : *Debt to total asset* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* dengan dimediasi *free cash flow*.

2.3.8. Pengaruh *Insider Ownership* Terhadap *Dividend Payout Ratio* Melalui Mediasi *Free Cash Flow*

Agency Theory oleh Jensen and Meckling mengungkapkan bagaimana pihak-pihak yang terlibat dalam perusahaan yaitu antara manajer dan pemegang saham akan berperilaku, karena pada dasarnya mereka memiliki kepentingan yang berbeda. *Agency Theory* memiliki asumsi bahwa masing-masing individu semata-mata termotivasi oleh kepentingan diri sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara *principal and agent*. Berdasarkan *Agency Theory* tersebut dapat dilihat adanya perbedaan kepentingan antara manajemen dan kepentingan pemegang saham perusahaan. Permasalahan antara agen dan pemegang saham ini akan memberikan dampak negatif bagi pemegang saham karena manajer selaku pengelola perusahaan lebih banyak mengetahui informasi internal perusahaan. Adanya konflik keagenan ini akan membuat pihak manajer akan lebih mengutamakan kepentingannya sendiri sehingga keputusan yang diambil juga adalah yang akan membantu pencapaian tujuan pribadinya tanpa menghiraukan resiko yang akan dihadapi oleh perusahaan karena keputusan tersebut. Menurut teori keagenan, konflik antara prinsipal dan agen dapat dikurangi dengan mensejajarkan kepentingan antara prinsipal dan agen. Kehadiran kepemilikan

saham oleh manajerial (*insider ownership*) dapat digunakan untuk mengurangi masalah keagenan yang berpotensi timbul.

Jensen (1986) mengatakan bahwa jika perusahaan mempunyai *free cash flow*, akan lebih baik bila dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen. Hal ini bertujuan untuk menghindari pengambilan keputusan yang buruk bagi pihak manajemen, yang akhirnya berakibat pada naiknya *agency cost*. Mollah et al. (2000), mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* dalam jumlah yang memadai akan lebih baik dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen untuk menghindari *agency problem*, hal ini dimaksudkan agar *free cash flow* yang ada tidak digunakan untuk sesuatu atau proyek-proyek yang tidak menguntungkan (*wisted on unprofitable*) dengan demikian ketersediaan dana dapat dipakai untuk kemakmuran pemegang saham. Mollah (2000) yang menyatakan bahwa arus kas mempengaruhi rasio pembayaran dividen secara signifikan hubungannya positif, jadi apabila posisi kasnya tinggi biasanya perusahaan akan membayar dividen dengan jumlah yang besar. Studi ini dikembangkan dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Jensen (1992) yang mengemukakan bahwa jika perusahaan mempunyai arus kas yang berlebihan maka lebih baik dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham dengan tujuan mengurangi kemungkinan kerugian pada proyek-proyek investasi yang tidak menguntungkan.

Nugrahaini (2002) meneliti tentang adanya hubungan yang interdependensi antara kebijakan kepemilikan saham manajemen, *debt* dan dividen. Data penelitian yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan yang

memiliki variabel eksogen yakni *risk*, *profitability*, *growth*, *fix asset*, dan *size*. sedangkan variabel endogen dari model penelitian tersebut adalah kepemilikan manajemen, *debt*, dan *dividend* periode 1997-1999. Hasil penelitian mendukung penelitian Jensen, et al (1992) yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan secara interdependensi antara kepemilikan saham manajemen, *debt* dan *dividend*.
H8: *Insider Ownership* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* dengan dimediasi *free cash flow*.

2.3.9. Pengaruh *Return On Asset* Terhadap *Dividend Payout Ratio* Melalui Mediasi *Free Cash Flow*

Dividen adalah merupakan sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada para pemegang saham, adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajiban tetapnya yaitu beban bunga dan pajak. Karena dividen diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*. Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai dividen. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. A. Sakir dan Muhammad Fadli, (2014) meneliti pengaruh kepemilikan manajerial, *debt*, *profitabilitas*, ukuran perusahaan, dan *free cash flow*, terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian ini menemukan bahwa *free cash flow*, profitabilitas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap DPR. Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai dividend. Semakin

besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Atribut profitabilitas ini diwakili oleh tingkat keuntungan setelah pajak dibagi dengan total aset (Chang dan Rhee, 1990). M. Asril Arilaha (2009) dalam penelitiannya menguji pengaruh FCF, profitabilitas, likuiditas, dan leverage terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Return on asset* (ROA) berpengaruh positif signifikan terhadap *dividen payout ratio* (DPR)

H9 : *Return On Asset* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* dengan dimediasi *free cash flow*.

2.3.10. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Dividend Payout Ratio*

Perusahaan mempunyai *free cash flow*, akan lebih baik bila dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen. Hal ini bertujuan untuk menghindari pengambilan keputusan yang buruk bagi pihak manajemen, yang akhirnya berakibat pada naiknya *agency cost*, Jensen (1986). Kieso, Weygandt dan Warfield (2007) mendefinisikan *free cash flow* sebagai jumlah arus kas diskresioner suatu perusahaan yang dapat digunakan untuk tambahan investasi, melunasi hutang, membeli kembali saham perusahaan sendiri (*treasury stock*), atau menambah likuiditas perusahaan. Subramanyam dan Wild (2009) menjelaskan *free cash flow* adalah kas dari aktivitas operasi dikurangi perubahan modal bersih dan perubahan modal kerja. *Free cash flow* pada perusahaan menunjukkan efek tambahan pada investasi atau disinvestment pada aset operasi. Penampakan *free cash flow* pada perusahaan menunjukkan kas yang bebas untuk digunakan sebagai pelunasan hutang atau imbal hasil ke pemegang saham.

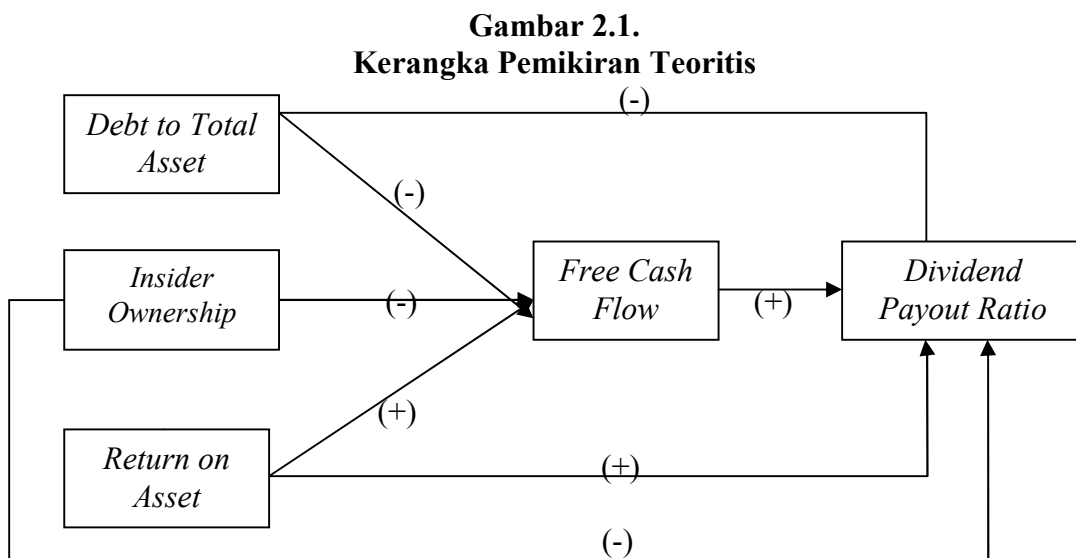
Mollah (2000) yang meneliti tentang pengaruh *agency cost* terhadap kebijakan dividen pada *emerging market* menyatakan bahwa arus kas mempengaruhi rasio pembayaran dividen secara signifikan hubungannya positif, jadi apabila posisi kasnya tinggi biasanya perusahaan akan membayar dividen dengan jumlah yang besar. Studi ini dikembangkan dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Jensen (1992) yang mengemukakan bahwa jika perusahaan mempunyai arus kas yang berlebihan maka lebih baik dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham dengan tujuan mengurangi kemungkinan kerugian pada proyek-proyek investasi yang tidak menguntungkan. Hery (2009) dalam hasil penelitian mendapat hasil bahwa arus kas berpengaruh positif signifikan terhadap dividen kas. Berdasarkan hasil penelitian antara laba bersih dan arus kas berdasarkan hasil koefisien korelasi didapat bahwa arus kas lebih mempengaruhi dividen kas secara signifikan dibandingkan nilai laba bersih.

Free cash flow mempunyai hubungan yang positif terhadap *dividend payout ratio* menurut Handoko (2002), dengan anggapan bahwa semakin banyak *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka dividen yang dibayarkan juga semakin tinggi, yang berarti mengurangi masalah keagenan. Rosdini (2009) menemukan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Artinya semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi *dividend payout ratio* atau sebaliknya. Hal yang sama ditemukan pada penelitian Thanatawee (2011) bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

H10 : *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

2.4. Kerangka Berpikir

Dividen yang di berikan adalah merupakan persentase dari jumlah laba bersih yang diperoleh perusahaan dari keuntungan operasional perusahaan (aliran kas bebas), oleh sebab itu dividen akan dibagikan jika perusahaan memperoleh keuntungan (laba), dimana besarnya laba bersih (kas bebas) tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio* (DPR). Berdasarkan kajian pustaka dan mengacu pada beberapa hasil penelitian yang telah diuraikan yang berkaitan dengan pengaruh *debt to total asset*, *insider ownership*, *return on asset* terhadap *free cash flow* dan kebijakan pembayaran dividen, maka kerangka berpikir yang mendasari penelitian ini adalah sebagai berikut :



Gambar 2.1. tersebut menunjukkan bahwa penelitian ini dilakukan untuk menguji hubungan antara *debt to total asset*, *insider ownership*, *return on asset*, *free cash flow*, terhadap kebijakan pembayaran dividen (DPR) serta bagaimana pola hubungan antara variabel tersebut. Pada penelitian ini terdapat suatu hubungan kausalitas berjenjang maka pengujian akan dilakukan dengan

menggunakan analisis jalur (*path analysis*). Kerangka konseptual merupakan hasil abstraksi dan sintesis teori dari kajian pustaka yang dikaitkan dengan masalah penelitian, yaitu analisis pengaruh *debt to total asset*, *insider ownership*, dan *return on asset* terhadap kebijakan dividen dengan *free cash flow* sebagai variabel intervening (studi empiris pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014).

2.5. Perumusan Hipotesis

Hipotesis merupakan kesimpulan awal dari penelitian yang akan diteliti, berdasarkan landasan pemikiran teoritis dan kerangka pemikiran, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. *Debt to total asset* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.
2. *Debt to total asset* berpengaruh negatif terhadap *free cash flow*.
3. *Insider ownership* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.
4. *Insider ownership* berpengaruh negatif terhadap *free cash flow*.
5. *Return on asset* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.
6. *Return on asset* berpengaruh positif terhadap *free cash flow*.
7. *Debt to total asset* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* melalui mediasi *free cash flow*.
8. *Insider ownership* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* melalui mediasi *free cash flow*.
9. *Return on asset* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* melalui mediasi *free cash flow*.
10. *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini merupakan penelitian asosiatif. Penelitian asosiatif merupakan penelitian yang bertujuan untuk mengetahui hubungan antara dua variabel atau lebih (Sugiyono, 2006). Hubungan antara variabel dalam penelitian ini adalah hubungan kausal. Dalam penelitian ini, data yang dipergunakan adalah data sekunder yang pengumpulannya dan pengolahannya dilakukan oleh pihak lain yang diperoleh dari ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*) dan website: www.idx.co.id, pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014 yang secara rutin menerbitkan laporan keuangan tahunan selama masa pengamatan.

3.2. Populasi dan Sampel

3.2.1. Populasi

Populasi adalah gabungan dari seluruh elemen yang berbentuk peristiwa, hal atau orang yang memiliki karakteristik yang serupa yang menjadi pusat perhatian seorang peneliti karena dipandang sebagai semesta penelitian. Elemen populasi adalah setiap anggota dari populasi yang diamati (Ferdinand, 2006). Dari penjelasan di atas mengenai populasi, maka populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2014 yaitu sebanyak 146 perusahaan.

3.2.2. Sampel

Sampel adalah subset dari populasi, terdiri dari beberapa anggota populasi. Subset ini diambil karena dalam banyak kasus tidak mungkin kita meneliti seluruh anggota populasi, oleh karena itu kita membentuk suatu perwakilan populasi yang disebut sampel (Ferdinand, 2006). Sampel pada penelitian ini ditentukan secara purposive sampling dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representative sesuai dengan criteria yang ditentukan. Sampel penelitian menggunakan perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014 yang mengeluarkan kebijakan pembayaran dividen yang dipilih berdasarkan purposive sampling. Sampel dipilih atas dasar kesesuaian karakteristik sampel dengan kriteria sampel yang ditentukan. Adapun kriteria penentuan sampel adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan manufaktur yang menyediakan data laporan keuangan selama kurun waktu penelitian tahun 2010-2014 (sebanyak 146 perusahaan).
2. Perusahaan manufaktur yang rutin melakukan pembayaran dividen pada periode tahun 2010-2014 (sebanyak 36 perusahaan).
3. Perusahaan manufaktur yang memiliki data tentang persentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris (sebanyak 18 perusahaan).

Berdasarkan kriteria pemilihan sampel di atas, dari 146 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, yang masuk kriteria pemilihan sampel adalah sebanyak 18 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

3.3. Definisi Operasional

Variabel penelitian adalah suatu atribut atau sifat atau nilai dari orang, objek atau kegiatan yang mempunyai tertentu yang ditetapkan untuk dipelajari dan ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2006). Identifikasi variabel perlu dilakukan untuk memberikan gambaran dan acuan dalam penelitian. Definisi operasional adalah suatu definisi yang diberikan kepada suatu variabel dengan cara memberikan arti, menspesifikasi kegiatan ataupun memberikan suatu operasional yang diperlukan, dalam penelitian ini untuk mempermudah dalam menyelesaikan permasalahan, maka perlu mengukur variabel-variabel yang digunakan, dimana variabel endogen dependen (Y) yaitu kebijakan pembayaran dividen (DPR) dan variabel eksogen (X) yaitu *debt to total asset* (X1), *insider ownership* (X2), *return on asset* (X3) dan *free cash flow* (X4) sebagai variabel endogen intervening. Berdasarkan rumusan masalah dan hipotesis yang diajukan, variabel-variabel dalam penelitian ini dapat diklasifikasikan sebagai berikut:

3.3.1. Variabel Endogen/Dependen

Variabel endogen merupakan variabel yang dipengaruhi dan mempengaruhi variabel lain dalam model. Variabel endogen yang digunakan pada penelitian ini adalah kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia. Variabel ini diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. Agus Sartono (2001) menyatakan bahwa rasio pembayaran dividen adalah persentase laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen, atau rasio antara laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen

dengan total laba yang tersedia bagi pemegang saham. Rasio ini dapat dicari dengan rumus sebagai berikut :

$$DPR = \frac{\text{Dividen Per Lembar Saham}}{\text{Laba Bersih Per Lembar Saham}} \times 100\% \dots\dots\dots (5)$$

3.3.2. Variabel Eksogen/Independen

Variabel eksogen merupakan variabel yang tidak dipengaruhi oleh variabel lain didalam model. Pada penelitian ini yang menjadi variabel eksogen adalah *debt to total asset*, *insider ownership*, dan *return on asset* pada perusahaan perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia.

a. Debt To Total Asset

Debt To Total Asset (X1) dalam penelitian ini adalah komposisi modal yang menunjukkan porsi modal perusahaan yang bersumber dari hutang pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. Variabel ini diukur dengan *Debt Ratio (Debt to Total Asset)*, dirumuskan sebagai berikut:

$$DTA = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}} \times 100\% \dots\dots\dots (6)$$

b. Struktur Kepemilikan

Struktur Kepemilikan (X2) dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan saham yang diukur dengan *Insider Ownership* yaitu kepemilikan saham oleh pihak dalam perusahaan atau manajemen pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. Data pihak *insider* diperoleh dari www.idx.co.id. *Insider Ownership* dapat diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Insider Ownership} = \frac{\text{Jumlah Saham Y angdimiliki Komisaris dan Direktur}}{\text{Total Saham}} \times 100\% \dots\dots (7)$$

c. *Return on Asset (ROA)*

Return on asset (X3) dalam penelitian ini adalah rasio kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu dan juga memberikan gambaran tentang tingkat efektifitas manajemen perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014, ROA diukur dengan rumus:

$$ROA = \frac{\text{Profit after tax}}{\text{Total aktiva}} \times 100 \dots\dots\dots (8)$$

3.3.3. Variabel Intervening

Variabel intervening adalah variabel yang mengemukakan antara waktu variabel bebas mulai bekerja mempengaruhi variabel terikat, dan waktu variabel bebas terasa pada variabel terikat. Variable intervening mengemukakan sebagai sebuah fungsi variabel bebas yang berlaku dalam situasi apapun, serta membantu mengonsepan dan menjelaskan pengaruh variable bebas terhadap variabel terikat (Sekaran, 2003). Variabel intervening yang digunakan dalam penelitian ini adalah *free cash flow* pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia. *Free cash flow (X3)* dalam penelitian ini adalah aliran kas perusahaan yang tidak terikat pada pemanfaatan untuk mendanai proyek-proyek investasi dalam periode ditetapkan kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014.

$$FCF = \text{EBIT} (1-\text{tax rate}) - \text{Investasi Bersih} \dots\dots\dots (8)$$

Untuk lebih jelasnya berikut disajikan mengenai ringkasan definisi operasional penelitian dalam tabel 3.1 sebagai berikut:

Tabel 3.1.
Definisi Operasional Variabel

Variable Penelitian	Definisi Operasional	Skala	Rumus
Variabel Dependen (DPR)	Rasio pembayaran dividen adalah persentase laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen, atau rasio antara laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen dengan total laba yang tersedia bagi pemegang saham	Rasio	$DPR = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}} \times 100\%$
Variabel independen (Struktur Modal)	Rasio komposisi modal perusahaan yang bersumber dari hutang.	Rasio	$Debt Ratio = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}} \times 100\%$
Variable independen (kepemilikan manajerial)	Kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan presentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen.	Rasio	$IO = \frac{\sum \text{saham menejrial}}{\sum \text{saham beredar}} \times 100\%$
	Profitabilitas (ROA) merupakan rasio untuk	Rasio	

Variable independen (ROA)	mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba melalui operasional aktiva, atau rasio antara EAT dengan total aktiva		$ROA = \frac{\text{Profit after tax}}{\text{Total aktiva}} \times 100$
Variable intervening (FCF)	Aliran kas bebas perusahaan yang belum ditentukan pemanfaatannya.	Rasio	$\text{FCF} = \text{EBIT} (1 - \text{tax rate}) - \text{Investasi Bersih}$

3.4. Teknik Analisis Data

Dalam penelitian ini analisis data dilakukan dengan analisis jalur (*path analysis*). Model path digunakan untuk menganalisis pola hubungan antar variabel dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh langsung maupun pengaruh tidak langsung variabel bebas terhadap variabel terikat. Analisis jalur dilakukan setelah model yang digunakan terbebas asumsi klasik. Tujuannya adalah agar hasil penelitian ini dapat diinterpretasikan secara tepat dan efisien. Interpretasi hasil penelitian baik secara parsial maupun secara simultan hanya dilakukan terhadap variabel-variabel independen yang secara statistik mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen.

3.4.1 Statistik Deskriptif

Analisis ini digunakan untuk memberikan gambaran atau deskripsi empiris atas data yang dikumpulkan dalam penelitian. Statistik deskriptif meliputi

nilai rata rata (mean), standar defiasi, varian, maksimum dan minimum. (Ghozali, 2011).

3.4.2 Uji Asumsi Klasik

Salah satu syarat untuk bisa menggunakan persamaan regresi linear berganda adalah terhindar dari asumsi klasik. Dalam penelitian ini asumsi klasik yang dianggap penting adalah tidak terjadi multikolinearitas antar variabel, tidak terjadi heteroskedastisitas atau variabel pengganggu yang konstan (homoskedastisitas dan tidak terjadi autokorelasi antar residual setiap variabel independen (Ghozali, 2008).

3.4.2.1 Uji Normalitas

Menurut Imam Ghozali (2007) tujuan dari uji normalitas adalah sebagai berikut: “Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah masing-masing variabel berdistribusi normal atau tidak. Uji normalitas diperlukan karena untuk melakukan pengujian-pengujian variabel lainnya dengan mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal. Jika asumsi ini dilanggar maka uji statistik menjadi tidak valid dan statistik parametrik tidak dapat digunakan.”Salah satu cara untuk melihat normalitas adalah melihat histogram yang membandingkan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati disribusi normal serta melihat normal probability plot yang membandingkan distribusi kumulatif dari data sesungguhnya dengan distribusi kumulatif dari distribusi normal yang membentuk garis diagonal. Pada prinsipnya, normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal grafik atau histogram residualnya. Jika data menyebar di sekitar garis diagonal

dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas (Ghozali, 2008).

3.4.2.2 Uji Multikolenieritas

Uji multikoleniaritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas atau independen (Ghozali, 2011:105). Multikolienaritas dilihat dari nilai tolerance dan VIF yaitu sebagai berikut:

1. Nilai tolerance >0.10 dan nilai VIF < 10 maka disimpulkan bahwa tidak ada Multikolienaritas antar variable independen dalam model regresi.
2. Nilai tolerance <0.10 dan nilai VIF > 10 maka disimpulkan bahwa ada Multikolienaritas antar variable independen dalam model regresi.

3.4.2.3. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ atau sebelumnya (Ghozali, 2011:110). Menguji apakah dalam sebuah regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ sebelumnya. Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada *problem* autokorelasi. Biasanya hal ini terjadi pada regresi yang datanya adalah *time series* atau berdasarkan waktu berkala.

Untuk mendeteksi gejala autokorelasi kita menggunakan uji Durbin-Watson (DW). Uji ini menghasilkan nilai DW hitung (d) dan nilai DW tabel (dL & du). Aturan pengujiannya adalah:

- $d < d_L$: Terjadi masalah autokorelasi yang positif yang perlu perbaikan.
- $d_L < d < d_U$: ada masalah autokorelasi positif tetapi lemah, dimana perbaikan akan lebih baik.
- $d_U < d < 4 - d_U$: tidak ada masalah autokorelasi.
- $4 - d_U < d < 4 - d_L$: masalah autokorelasi lemah, dimana dengan perbaikan akan lebih baik.
- $4 - d_L < d$: masalah autokorelasi serius.

3.4.2.4. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain, jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain berbeda maka disebut heteroskedastisitas (Ghozali, 2011:139). Deteksi dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu dalam grafik dimana sumbu X dan Y telah diproduksi. Dasar pengambilan keputusan adalah:

1. Jika titik-titik yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur seperti gelombang, melebar, kemudian menyempit, maka terjadi heteroskedastisitas.
2. Jika titik-titik ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

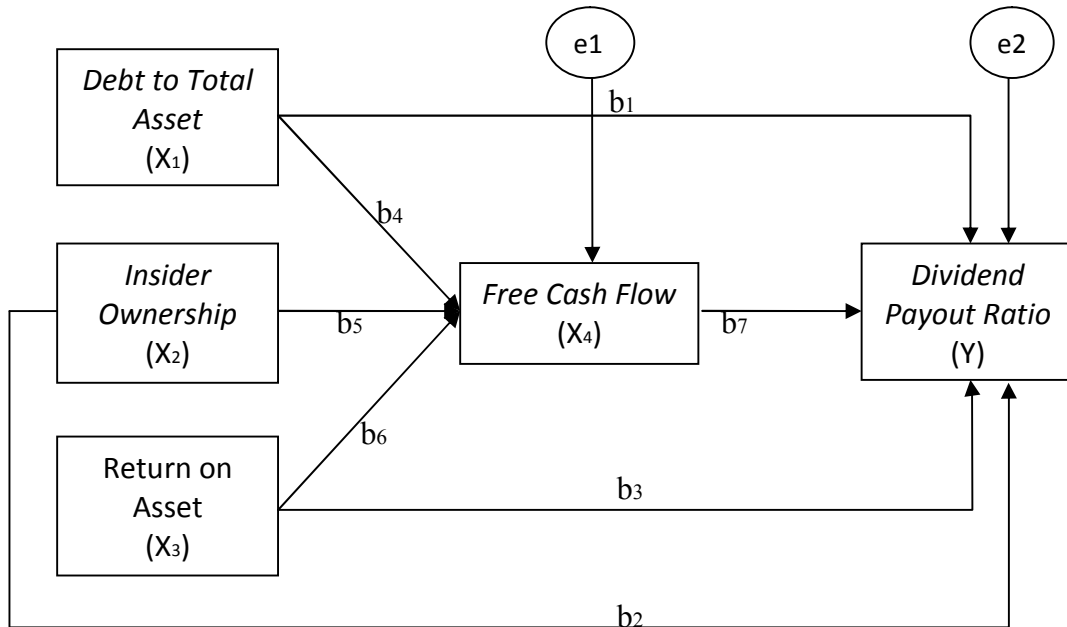
3.4.3 Analisis Jalur (*Path Analysis*)

Model *path analysis* digunakan untuk menganalisis pola hubungan antar variabel dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh langsung maupun tidak langsung seperangkat variabel bebas (eksogen) terhadap variabel terikat

(endogen) (Riduwan dan Engkos, 2008). Manfaat lain dari *path analysis* adalah untuk : (1) penjelasan (explanation) terhadap fenomena yang dipelajari atau permasalahan yang diteliti; (2) prediksi nilai variabel terikat (Y) berdasarkan nilai variabel bebas (X), dan prediksi dengan *path analysis* ini bersifat kualitatif; (3) faktor ditermin yaitu penentuan variabel bebas (X) mana yang berpengaruh dominan terhadap variabel terikat (Y), juga dapat digunakan untuk menelusuri mekanisme (jalur-jalur) pengaruh variabel bebas (X) terhadap variabel terikat (Y); (4) pengujian model, menggunakan *theory trimming*, baik untuk uji reliabilitas (uji keajegan) konsep yang sudah ada ataupun uji pengembangan konsep baru.

Agus Widarjono (2010) menyatakan ada beberapa tahap yang harus dilalui dalam analisis jalur (*path analysis*). Pertama, membuat spesifikasi model analisis jalur. Di dalam membuat model analisis jalur hubungan antara satu variabel dengan variabel lain seharusnya dilakukan berdasarkan landasan teori yang ada. Spesifikasi model merupakan dasar dalam menentukan hubungan antar variabel di dalam analisis jalur. Kedua, setelah membuat spesifikasi model maka langkah selanjutnya adalah melakukan estimasi untuk mendapatkan koefisien analisis jalur. Ketiga, melakukan uji signifikansi analisis jalur. Untuk penelitian ini, bentuk hubungan antar variabel dapat ditunjukkan dengan gambar diagram jalur antar variabel pada gambar 3.1 di bawah ini:

Gambar 3.1.
Diagram Jalur Mengenai Hubungan Struktur Modal, Struktur Kepemilikan, Free Cash Flow, dan Kebijakan Dividen



Gambar 3.1. dapat ditulis dalam bentuk persamaan sebagai berikut:

- a. Hubungan antara X_1 , X_2 dan X_3 terhadap X_4

$$X_4 = \alpha + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + e_1$$

- b. Hubungan antara X_1 , X_2 , X_3 dan X_4 terhadap Y

$$Y = \alpha + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4x_4 + e$$

Keterangan:

X_1 adalah *debt to total asset*.

X_2 adalah *insider ownership*.

X_3 adalah *return on asset*

X_4 adalah *free cash flow*.

Y adalah kebijakan pembayaran dividen (DPR).

b_1 adalah koefisien jalur X_1 dengan Y

b2 adalah koefisien jalur X2 dengan Y

b3 adalah koefisien jalur X3 dengan Y

b4 adalah koefisien jalur X1 dengan X4

b5 adalah koefisien jalur X2 dengan X4

b6 adalah koefisien jalur X3 dengan X4

b7 adalah koefisien jalur X4 dengan Y

3.4.4. Uji Mediasi

Salah satu cara yang populer dalam menguji hipotesis mediasi yang dikembangkan adalah uji z dari sobel atau biasa disebut dengan Zobel test (Soper, DS. 2014) dengan menggunakan rumus berikut ini

$$z = \frac{ab}{\sqrt{(b^2 SE_a^2) + (a^2 SE_b^2)}} \dots\dots\dots (9)$$

Hipotesis diterima apabila perhitungan ini menghasilkan nilai $Z \geq 1.98$ dengan tingkat signifikan ≤ 0.05 . untuk mempermudah cara melakukan perhitungan uji z, digunakan kalkulator online pengujian hipotesis mediasi yang tersaji dalam website <http://www.danielsoper.com/statcalc3/calc.aspx?id=31> (Ferdinand, 2006)

BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

4.1. Gambaran Umum Objek Penelitian

Objek yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia (BEI) tahun 2010-2014. Perusahaan sektor manufaktur di Indonesia terdiri dari tiga kelompok utama yaitu *Basic Industry And Chemicals* (63 Perusahaan), *Miscellaneous Industry* (46 Perusahaan) dan *Consumer Goods Industry* (37 Perusahaan). Total keseluruhan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebagai perusahaan manufaktur yaitu sebanyak 146 perusahaan. Dari 146 perusahaan manufaktur ini, sebanyak 18 perusahaan yang memenuhi kriteria pengambilan sampel.

Data diolah dengan menggunakan metode pengabunan (*pooling*). *Pooling* dilakukan dengan mengalikan perusahaan yang dijadikan sampel penelitian dengan jumlah periode penelitian (Nursatyanti, 2014). Jumlah sampel yang digunakan adalah sebanyak 18 perusahaan dan periode penelitian yaitu mulai dari tahun 2010 sampai dengan tahun 2014 yaitu sebanyak 5 tahun, sehingga jumlah data dalam penelitian ini adalah sebanyak 90.

4.2. Statistik Deskriptif

Berdasarkan data mentah yang diinput dari data laporan keuangan maka dapat dihitung rasio-rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini yang meliputi *debt to total asset* (DTA), *insidier ownership* (IO), *return on asset* (ROA), *free cash flow* (FCF), dan *dividend payout ratio* (DPR). Selanjutnya

apabila dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (mean) dan standar deviasi (δ) dari masing-masing variabel penelitian dapat dilihat pada Tabel 4.1 berikut ini:

Tabel 4.1.
Hasil Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DTA	90	.0437	.8535	.404907	.1650861
IO	90	.0002	.8903	.053226	.1248583
ROA	90	.0005	.3212	.077900	.0558537
FCF	90	8.E8	1.E13	8.06E11	1.886E12
DPR	90	.0114	6.6768	.613658	.9926802
Valid N (listwise)	90				

Berdasarkan hasil perhitungan pada Tabel 4.1 nampak bahwa dari 18 perusahaan sampel dengan 90 obyek pengamatan, rata-rata DPR selama periode pengamatan (2010-2014) sebesar 0,616 (61,6%) dengan standar deviasi (SD) sebesar 0,998 (99,8%); hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai SD lebih besar daripada rata-rata DPR. Demikian pula jarak yang terlalu besar antara nilai minimum dan nilai maksimumnya, dimana nilai minimum sebesar 0,0114 (1,14%) dan nilai maksimum sebesar 6,676 (667,6%) menunjukkan bahwa data variabel DPR mengindikasikan hasil yang kurang baik, dimana terdapat nilai yang ekstrim pada nilai DPR perusahaan PT. Multistrada Arah Sarana, Tbk (MASA) dan PT. Alumindo Light Methal Industry, Tbk (ALMI) yaitu dengan nilai eekstrim maksimum dan minimum masing-masing sebesar sebesar 667,68% (MASA tahun 2012), 3,48% (MASA tahun 2010) dan 632,13% (ALMI tahun 2014), 1,14% (ALMI tahun 2010). Nilai yang ekstrim tersebut menyebabkan hasil penelitian menjadi bias sehingga data tidak normal. Hal tersebut juga dapat dikarenakan nilai

standar deviasi yang mencerminkan penyimpangan dari data variabel tersebut sangat tinggi karena lebih besar dari nilai rata-ratanya.

Hasil yang sama dengan DPR adalah variabel *insider ownership*. Sedangkan variabel DTA, ROA, dan FCF mempunyai penyimpangan data yang rendah, hal tersebut ditunjukkan dengan besarnya nilai rata-rata yang lebih besar daripada standard deviasi. Analisis ini digunakan untuk memberikan gambaran atau deskripsi empiris atas data yang dikumpulkan dalam penelitian.

4.3. Pengujian Asumsi Klasik

Sampel hasil perhitungan rata-rata rasio keuangan selama lima tahun, maka sebelum dilakukan pengujian hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini perlu dilakukan pengujian asumsi klasik terlebih dahulu yang meliputi: uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi yang dilakukan sebagai berikut.

4.3.1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Seperti diketahui bahwa uji t dan f mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal, kalau asumsi ini dilanggar maka uji statistik menjadi tidak valid untuk jumlah sampel kecil. Ada dua cara untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak yaitu dengan analisis grafik dan uji statistik (Ghozali, 2006).

Uji normalitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan uji statistik karena uji normalitas dengan grafik dapat menyesatkan kalau tidak hati hati secara visual kelihatan normal, padahal secara statistik bisa

sebaliknya (Ghozali, 2006). Uji statistik normalitas akan dilakukan dengan metode non-parametrik Kolmogorov-Smirnov (K-S). Untuk membuktikan uji K-S, kita dapat melihat nilai signifikan unstandardized residual. Data dikatakan normal jika nilai-nilai signifikan unstandardized residual $> 0,05$ dan sebaliknya.

a. Uji normalitas model pertama

Berikut hasil pengujian residual normalitas data model pertama dengan *free cash flow* sebagai variabel dependen.

Tabel 4.2.
Hasil Uji Normalitas K-S Model Pertama

		Unstandardized Residual
N		90
Normal Parameters ^a	Mean	.00
	Std. Deviation	1.854E12
Most Extreme Differences	Absolute	.295
	Positive	.295
	Negative	-.222
Kolmogorov-Smirnov Z		2.794
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000
a. Test distribution is Normal.		

Dari hasil uji statistik pada tabel 4.2 di atas, dapat dijelaskan bahwa nilai K-S Unstandardized Residual model pertama (FCF sebagai variabel dependen) 2,794 dengan probabilitas signifikansi 0,000 dan nilainya jauh di bawah $\alpha=0,05$ hal ini berarti model pertama berdistribusi secara tidak normal. Ada beberapa penyebab yang mengakibatkan residual data tidak berdistribusi secara normal, salah satunya adalah karena terdapat nilai ekstrim di antara data yang dimiliki atau yang biasa disebut dengan outlier. Deteksi dapat dilakukan dengan menentukan nilai batas yang akan dikategorikan sebagai data outlier yaitu dengan cara

mengkonversi nilai data kedalam skor standardized atau yang biasa disebut Z score yang memiliki nilai means sama dengan nol dan standard deviasi sama dengan satu (Ghozali, 2007). Setelah melakukan uji outlier dan menghapus 13 (tiga belas) data yang dianggap ekstrim dan tidak mewakili populasi, maka diperoleh hasil uji normalitas K-S kedua model kedua sebagai berikut:

Tabel 4.3.
Hasil Uj Normalitas K-S Kedua Model Pertama

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		77
Normal Parameters ^a	Mean	-1.9559153E11
	Std. Deviation	4.58799265E11
Most Extreme Differences	Absolute	.061
	Positive	.047
	Negative	-.061
Kolmogorov-Smirnov Z		.539
Asymp. Sig. (2-tailed)		.934
a. Test distribution is Normal.		

Dari hasil uji statistik pada tabel 4.3 di atas, dapat dijelaskan bahwa nilai K-S Unstandardized Residual model pertama (FCF sebagai variabel dependen) sebesar 0,539 dengan probabilitas signifikansi 0,934 dan nilainya jauh di atas $\alpha=0,05$ hal ini berarti model pertama telah berdistribusi secara normal.

b. Uji normalitas model kedua

Berikut hasil pengujian normalitas model kedua dengan DPR sebagai variabel dependen.

Tabel 4.4.
Hasil Uji Normalitas K-S Model Kedua

		Unstandardized Residual
N		77
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.78630796
Most Extreme Differences	Absolute	.087
	Positive	.052
	Negative	-.087
Kolmogorov-Smirnov Z		.631
Asymp. Sig. (2-tailed)		.820
a. Test distribution is Normal.		

Hasil uji statistik pada tabel 4.4 di atas, dapat dijelaskan bahwa nilai K-S Unstandardized Residual model kedua (DPR sebagai variabel dependen) sebesar 0,631 dengan probabilitas signifikansi 0,820 dan nilainya jauh di atas $\alpha=0,05$ hal ini berarti model kedua sudah berdistribusi secara normal.

4.3.2. Uji Multikolinearitas

Uji multikoleniaritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas atau independen (Ghozali, 2011:105). Multikolienaritas dilihat dari nilai tolerance dan VIF.

a. Uji multikolinearitas model pertama

Berikut disajikan hasil uji multikoleniaritas model pertama dengan variabel independen DTA, IO, dan ROA terhadap variabel dependen FCF.

Tabel 4.5.
Hasil Uji Multikolonieritas Model Pertama

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
DTA	.734	1.363
IO	.975	1.025
ROA	.746	1.340

a. Dependent Variable: FCF

Berdasarkan tabel 4.5 di atas dapat dilihat bahwa nilai tolerance variabel independen lebih besar dari 0.10 dan VIF (*variance inflation faktor*) lebih kecil dari 10 sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa pada model pertama tidak terjadi multikolonieritas antara variabel independen.

b. Uji multikolonieritas model kedua

Berikut disajikan hasil uji multikolonieritas model kedua dengan independen variabel hasil transformasi logaritma natural (LN), yaitu ln-DTA, ln-IO, ln-ROA, dan ln-Nilai Prediksi Persamaan-1 terhadap variabel dependen ln-DPR, sebagai berikut:

Tabel 4.6.
Hasil Uji Multikolonieritas Model Kedua

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
ln_DTA	.152	6.600
ln_IO	.675	1.483
ln_ROA	.746	1.340
ln_PRE_FCF	.158	6.343

a. Dependent Variable: ln_DPR

Berdasarkan tabel 4.6 di atas dapat dilihat bahwa nilai tolerance variabel independen lebih besar dari 0.10 dan VIF (*variance inflation faktor*) lebih kecil

dari 10 sehingga dapat ditarik kesimpulan bahwa pada model kedua tidak terjadi multikolinearitas antara variabel independen.

4.3.3. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu periode t-1.

a. Uji autokorelasi model pertama

Hasil uji autokorelasi model pertama dengan variabel independen IO, DTA, ROA dan variabel dependen FCF adalah sebagai berikut:

Tabel 4.7.
Hasil Uji Autokorelasi D-W Model Pertama

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.156 ^a	.024	-.016	3.740E11	1.716

a. Predictors: (Constant), ROA, IO, DTA

b. Dependent Variable: FCF

Berdasarkan hasil output tabel 4.7 di atas, diketahui nilai D-W 1,76, selanjutnya nilai ini akan dibandingkan dengan nilai tabel signifikan 5%, jumlah data (n) =80 dan jumlah variabel independen (K) = 3, sehingga diperoleh nilai DU sebesar 1,715 , nilai DL sebesar 1,560, dan nilai 4-DU = 2,285 dari hasil ini, diketahui bahwa nilai DW (1,716) lebih besar daripada nilai DU dan lebih kecil dari 4-DU. Maka dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terdapat masalah autokorelasi pada model pertama.

b. Uji autokorelasi persamaan kedua

Hasil uji autokorelasi model kedua dengan variabel independen IO, DTA, ROA, nilai prediksi model pertama dan variabel dependen DPR adalah sebagai berikut:

Tabel 4.8.
Hasil Uji Autokorelasi D-W Model Kedua

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.676 ^a	.457	.412	.81842	2.045

a. Predictors: (Constant), In_PRE_FCF, In_ROA, In_IO, In_DTA

b. Dependent Variable: In_DPR

Berdasarkan hasil output tabel 4.8 di atas, diketahui nilai D-W 2,045, selanjutnya nilai ini akan dibandingkan dengan nilai table signifikan 5%, jumlah data (n) =80 dan jumlah variabel independen (K) = 4, sehingga diperoleh nilai DU sebesar 1,743, nilai DL sebesar 1,534 dan nilai 4-DU = 2,257 dari hasil ini, diketahui bahwa nilai D-W (2,045) lebih besar daripada nilai DU dan lebih kecil dari 4-DU. Maka dapat ditarik kesimpulan bahwa tidak terdapat masalah autokorelasi pada model kedua.

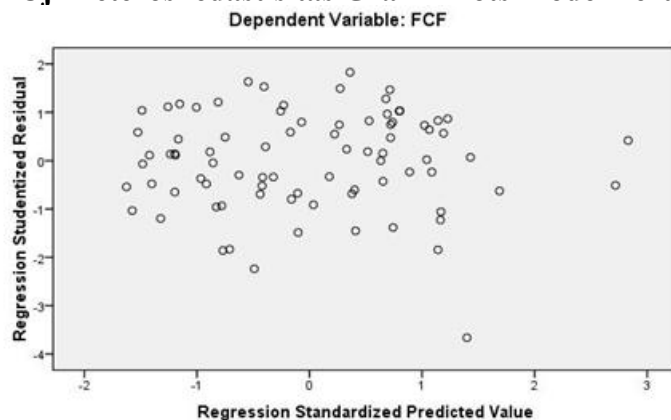
4.3.4. Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Gozali:2011). Uji heteroskedastisitas dilakukan dengan menggunakan uji Grafik plots, dimana jika titik titik tidak membentuk pola tertentu (bergelombang, melebar, dan kemudian menyempit) maka dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas.

- a. Uji heteroskedastisitas model pertama dengan FCF sebagai variabel dependen.

Berikut hasil uji heteroskedastisitas uji grafik plots model pertama dengan FCF sebagai variabel dependen pada gambar grafik plots dibawah ini.

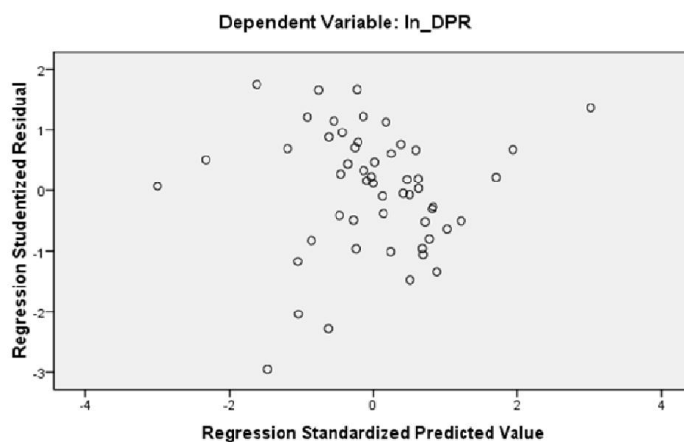
Gambar 4.1.
Hasil Uji Heteroskedastisitas Grafik Plots Model Pertama



- b. Uji Heteroskedastisitas model kedua dengan DPR sebagai variabel dependen

Berikut hasil uji heteroskedastisitas uji grafik plots model pertama dengan ln-DPR sebagai variabel dependen pada gambar grafik plots dibawah ini.

Gambar 4.2.
Hasil Uji Heteroskedastisitas Grafik Plots Model Kedua



Dari grafik *scatter plots* baik model pertama maupun model kedua terlihat bahwa titik titik menyebar secara acak serta tersebar baik diatas maupun dibawah angka 0 pada sumbu Y. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas.

4.4. Analisis Jalur (Path Analysis)

4.4.1. Pendugaan Parameter

a. Pendugaan parameter model pertama (dependen variabel FCF)

Berikut adalah hasil uji koefisien determinasi model pertama dengan independen variabel DTA, IO, dan ROA terhadap FCF sebagai dependen variabel.

Table 4.9
Hasil Koefisien Determinasi Model Pertama

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.761 ^a	.537	.661	3.740E11

a. Predictors: (Constant), ROA, IO, DTA

b. Dependent Variable: FCF

Nilai koefisien determinasi (adjusted R square) secara parsial sebesar 0,661 atau 66,1% yang berarti sebesar 66,4% variasi *free cash flow* dapat dijelaskan oleh model dengan variabel bebas *debt to total asset* (DTA), kepemilikan menejerial (IO) dan *return on asset* (ROA), sedangkan sisanya yaitu sebesar 0,339 atau 33,9% dijelaskan oleh faktor faktor lain di luar model.

b. Pendugaan Parameter Model Kedua (dependen variabel DPR)

Hasil uji koefisien determinasi model kedua dengan independen variabel DTA, IO, ROA, dan nilai prediksi model pertama terhadap DPR sebagai dependen variabel, sebagai berikut:

Table 4.10
Hasil Koefisien Determinasi Model Kedua

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.676 ^a	.457	.412	.81842

a. Predictors: (Constant), ln_PRE_FCF, ln_ROA, ln_IO, ln_DTA

b. Dependent Variable: ln_DPR

Nilai koefisien determinasi (adjusted R square) secara parsial model kedua sebesar 0,412 atau sebesar 41,2% variasi DPR dapat dijelaskan oleh model dengan variabel bebas *debt to total asset* (DTA), kepemilikan menejerial (IO), *return on asset* (ROA) dan nilai prediksi model pertama sedangkan sisanya yaitu sebesar 0,588 atau sebesar 58,8% dijelaskan oleh faktor faktor lain diluar model.

4.4.2 Pemeriksaan Validitas Model

4.4.2.1. Koefisien Determinasi Total

Koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui tingkat ketepatan yang paling baik dalam analisis regresi, hal ini ditunjukkan oleh bearnya koefisien determinasi (R_2). Nilai koefisien determinasi adalah 0 sampai 1. Semakin R_2 mendekati 0 maka semakin kecil kemampuan semua variabel independen dalam menjelaskan perubahan nilai pada variabel dependen. Koefisien determinasi total dapat dicari dengan rumus

$$R_m^2 = 1 - P_{e1}^2 P_{e2}^2 \dots P_{ep}^2 \dots \dots \dots (10)$$

Dimana

R_m^2 = koefisien determinasi total

P_{ei}^2 = koefisien eror masing masing model

Untuk mencari nilai koefisien eror masing masing model digunakan rumus

$$p_{ei}^2 = \sqrt{1 - R_i^2} \dots\dots\dots(11)$$

Dimana

R_i^2 = R square masing masing model

Sehingga:

$$p_{e1}^2 = \sqrt{1 - 0,537} = 0,680 \quad \text{dan} \quad p_{e2}^2 = \sqrt{1 - 0,437} = 0,750$$

Dari nilai koefisien eror masing masing model, dapat dihitung koefisien determinasi total dengan menggunakan rumus diatas.

$$R_m^2 = 1 - (0.537)^2(0.750)^2$$

$$R_m^2 = 0,837$$

Koefisien determinasi total diperoleh bahwa model dapat menjelaskan informasi yang terkandung di dalam data, sebesar 0,837 atau 83,7%. Angka ini cukup besar, sehingga layak dilakukan interpretasi lebih lanjut.

4.4.2.2. Theory Trimming (Uji T)

Uji *validasi koefisien jalur* pada setiap jalur untuk pengaruh langsung adalah sama dengan pada analisis regresi, menggunakan nilai p (*p-value*) dari uji t yaitu pengujian koefisien *regresi* variabel yang dibakukan secara parsial. Berikut disajikan hasil analisis regresi secara parsial *debt to total asset* (DTA), kepemilikan menejerial (IO), *return on asset* (ROA) terhadap *fre cash flow*.

Table 4.11
Hasil Regresi Secara Parsial Model Pertama

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	6.362E10	1.804E11		.353	.725
DTA	-1.268E11	3.314E11	-.051	-.383	.703
IO	-8.005E10	3.316E11	-.028	-.241	.810
ROA	1.083E12	8.473E11	.169	1.279	.205

a. Dependent Variable: FCF

Hubungan variabel independen terhadap variabel dependen dapat dilihat dari nilai signifikansinya yaitu jika tingkat probabilitas ($\text{sig } t > \alpha$ (0.05) maka H_0 ditolak, artinya tidak ada pengaruh yang signifikan secara parsial dari variabel independen terhadap variabel dependen. Jika probabilitas ($\text{sig } t < \alpha$ (0.05) maka H_0 diterima, artinya ada pengaruh yang signifikan secara parsial dari variabel independen terhadap variabel dependen.

Dari hasil regresi model pertama, dapat dilihat bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan variabel independen terhadap variabel dependen dalam model ini. Variabel independen DTA berpengaruh dengan nilai signifikan $0,703 > 0,05$, variabel IO berpengaruh dengan nilai signifikan $0,810 > 0,05$ dan variabel ROA didapatkan nilai signifikansi $0,205 > 0,05$ yang berarti tidak ada pengaruh yang signifikan variabel independen DTA, IO, dan ROA terhadap *free cash flow*. Dari tabel 4.11 diatas, dapat disusun persamaan regresi berganda sebagai berikut:

$$\text{Free Cash Flow} = -0,051 \text{ DTA} - 0,028 \text{ IO} + 0,169 \text{ ROA} \dots\dots\dots (12)$$

Dari persamaan regresi diatas, dapat dicari nilai *free cash flow* prediksi yang akan digunakan sebagai variable independen agency cost dalam model kedua. Berikut disajikan hasil analisis regresi secara parsial *debt to total asset* (DTA), kepemilikan menejerial (IO), *return on asset* (ROA), dan nilai prediksi model pertama terhadap *dividend payout ratio*:

Table 4.12
Hasil Regresi Secara Parsial Model Kedua

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	-24.346	9.374		-2.597	.012
In_DTA	-4.354	1.199	-.992	-3.631	.001
In_IO	-.148	.073	-.263	-2.031	.048
In_ROA	.588	.117	.621	5.047	.000
In_PRE_FCF	.653	.331	.529	1.974	.054

a. Dependent Variable: In_DPR

Dari hasil regresi model kedua, dapat dilihat bahwa semua variabel independen dalam model ini signifikan mempengaruhi variabel independen DPR. Variabel DTA didapatkan nilai signifikansi $0,001 < 0,05$ yang berarti ada pengaruh yang signifikan variabel DTA terhadap DPR dengan nilai pengaruh sebesar -0,992. Variabel IO mempunyai nilai signifikan $0,048 < 0,05$ yang berarti ada pengaruh yang signifikan antara variabel kepemilikan menejerial terhadap DPR dengan besarnya pengaruh sebesar 0,263. Variabel ROA mempunyai nilai signifikan $0,000 < 0,05$ yang berarti ada pengaruh yang signifikan antara variabel *return on asset* terhadap DPR dengan besarnya pengaruh 0,621. Dan Variabel FCF (nilai prediksi model pertama) mempunyai nilai signifikan $0,054 < 0,05$ yang berarti ada pengaruh yang signifikan antara variabel FCF (nilai prediksi model

pertama terhadap DPR dengan besarnya pengaruh 1,974. Dari tabel 4.12 diatas, dapat disusun persamaan regresi berganda sebagai berikut:

$$\text{DPR} = -0,992 - 0,263 + 0,621 + 0,529 \dots\dots\dots(13)$$

4.4.3. Perhitungan Pengaruh Langsung, Pengaruh Tidak Langsung dan Pengaruh Total

1. Pengaruh langsung

- a. DTA terhadap DPR = p1 (- 4,354)
- b. IO terhadap DPR = p2 (-0,148)
- c. ROA terhadap DPR = p3 (0,588)
- d. DTA terhadap FCF = p4 (-1,268)
- e. IO terhadap FCF = p5 (-8,005)
- f. ROA terhadap FCF = p6 (1,083)
- g. FCF (nilai prediksi) terhadap DPR = p7 (0,563)

2. Pengaruh Tidak Langsung

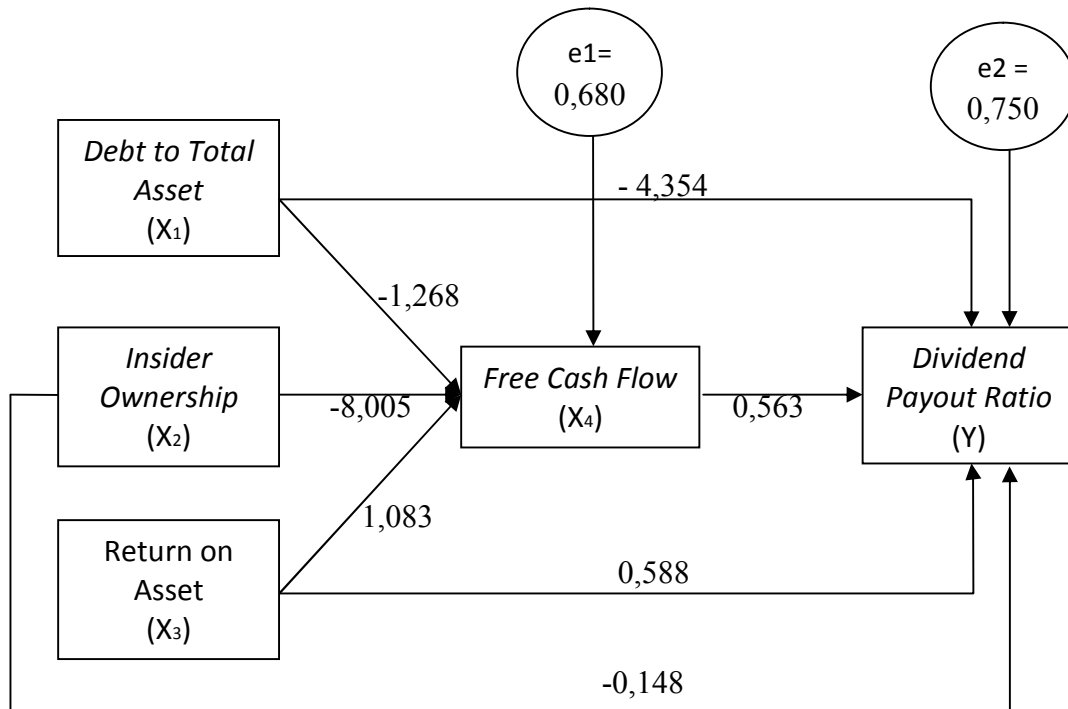
- a. DTA terhadap DPR melalui FCF = p4xp7 = (-0.713)
- b. IO terhadap DPR melalui FCF = p5xp7 = (-4.507)
- c. ROA terhadap DPR melalui FCF = p6xp7 = (0,609)

3. Pengaruh Total

- a. DTA terhadap DPR = p1 + (p4xp7) = -5,067
- b. IO terhadap DPR = p2 + (p5xp7) = -4.655
- c. ROA terhadap DPR = p3 + (p6xp7) = 1,197

4.4.4. Model Diagram Jalur

Gambar 4.3.
Diagram Jalur



4.4.5. Uji Mediasi

Salah satu cara yang populer dalam menguji hipotesis mediasi yang dikembangkan adalah uji z dari Sobel atau biasa disebut dengan Sobel test. Standard error dan t statistik dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$Sp_{2p3} = \sqrt{p_3^2 Sp_{22} + p_2^2 Sp_{33} + Sp_{22} Sp_{33}} \dots \dots \dots (14)$$

$$t = \frac{p_2 p_3}{Sp_{2p3}} \dots \dots \dots (15)$$

Hipotesis diterima apabila perhitungan ini menghasilkan nilai t statistik \geq t tabel (1.98 signifikan pada 0,05).

a. Pengaruh DTA terhadap DPR melalui mediasi FCF

$$\begin{aligned} Sp_{2p3} &= \sqrt{(0,563)^2(3,314)^2 + (-1,268)^2(0,331)^2 + (3,314)^2(0,331)^2} \\ &= \sqrt{4,8605614771} \\ &= 2,204 \\ t &= \frac{(-0,713)}{(2,204)} = -0,323 \end{aligned}$$

Oleh karena nilai t hitung -0,323 lebih kecil dari t tabel 1,98 maka dapat disimpulkan bahwa koefisien mediasi -0,713 tidak ada pengaruh mediasi.

b. Pengaruh IO terhadap DPR melalui FCF

$$\begin{aligned} Sp_{2p3} &= \sqrt{(0,563)^2(3,316)^2 + (-8,005)^2(0,331)^2 + (3,314)^2(0,331)^2} \\ &= \sqrt{11,71073408} \\ &= 3,422 \\ t &= \frac{(-4,507)}{(3,422)} = -1,317 \end{aligned}$$

Oleh karena nilai t hitung -1,317 lebih kecil dari t tabel 1,98 maka dapat disimpulkan bahwa koefisien mediasi -4,507 tidak ada pengaruh mediasi.

c. Pengaruh ROA terhadap DPR melalui FCF

$$\begin{aligned} Sp_{2p3} &= \sqrt{(0,563)^2(8,473)^2 + (1,083)^2(0,331)^2 + (3,314)^2(0,331)^2} \\ &= \sqrt{30,74982906} \\ &= 5,545 \\ t &= \frac{(0,609)}{(5,545)} = 0,109 \end{aligned}$$

Oleh karena nilai t hitung 0,109 lebih kecil dari t tabel 1,98 maka dapat disimpulkan bahwa koefisien mediasi 0,609 tidak ada pengaruh mediasi.

4.5. Pengujian Hipotesis

4.5.1. *Debt To Total Asset* Berpengaruh Negatif Signifikan Terhadap *Dividend Payout Ratio* (Hipotesis 1)

Hasil analisis menunjukkan bahwa beta dari DTA sebesar -0,992 dan signifikan pada level $0,001 < 0,05$ yang berarti terdapat pengaruh negatif signifikan antara variabel independen DTA dengan variabel dependen DPR. Sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis pertama diterima.

4.5.2. *Debt To Total Asset* Berpengaruh Negatif Signifikan Terhadap *Free Cash Flow* (Hipotesis 2)

Hasil analisis menunjukkan nilai beta DTA sebesar -0,051 dan signifikan pada level $0,703 > 0,05$ yang berarti terdapat pengaruh negatif tidak signifikan antara variabel independen DTA dengan variabel dependen FCF sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis kedua ditolak.

4.5.3. *Insidier Ownership* Berpengaruh Negatif Signifikan Terhadap *Dividend Payout Ratio* (Hipotesis 3)

Hasil analisis menunjukkan nilai beta IO sebesar -0,263 dan signifikan pada level $0,048 < 0,05$ yang berarti terdapat pengaruh negatif signifikan antara variabel independen IO dengan variabel dependen DPR sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis ketiga diterima.

4.5.4. *Insidier Ownership* Berpengaruh Negatif Signifikan Terhadap *Free Cash Flow* (Hipotesis 4)

Hasil analisis menunjukkan nilai beta IO sebesar -0,028 dan signifikan pada level $0,810 > 0,05$ yang berarti terdapat pengaruh nesignif tidak signifikan

variabel independen IO dengan variabel dependen FCF sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis keempat ditolak.

4.5.5. *Return On Asset* Berpengaruh Positif Signifikan Terhadap *Dividend Payout Ratio* (Hipotesis 5)

Hasil regresi menunjukkan nilai beta ROA sebesar 0,621 dan signifikan pada level $0,000 < 0,05$ yang berarti terdapat pengaruh positif signifikan variabel independen ROA dengan variabel dependen DPR sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis kelima diterima.

4.5.6. *Return On Asset* Berpengaruh Positif Signifikan Terhadap *Free Cash Flow* (Hipotesis 6)

Hasil regresi menunjukkan nilai beta ROA sebesar 0,169 dan signifikan pada level $0,205 < 0,05$ yang berarti terdapat pengaruh positif tidak signifikan variabel independen ROA dengan variabel dependen FCF sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis keenam ditolak.

4.5.7. *Debt To Total Asset* Berpengaruh Terhadap *Dividend Payout Ratio* Melalui Mediasi *Free Cash Flow* (Hipotesis 7)

Berdasarkan hasil pengujian dengan menggunakan Zobel test, diketahui bahwa nilai t hitung sebesar $-0,323 < 1,98$, yang berarti bahwa pengaruh variabel independen DTA terhadap variabel dependen DPR tidak dimediasi oleh FCF, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis ketujuh ditolak.

4.5.8. Insider Ownership Berpengaruh Terhadap Dividend Payout Ratio Melalui Mediasi Free Cash Flow (Hipotesis 9)

Berdasarkan hasil pengujian dengan menggunakan Zobel test, diketahui bahwa nilai t hitung sebesar $-1,317 < 1,98$, yang berarti bahwa pengaruh variabel independen IO terhadap variabel dependen DPR tidak dimediasi oleh FCF, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis kedelapan ditolak.

4.5.9. Return On Asset Berpengaruh Terhadap Dividend Payout Ratio Melalui Mediasi Free Cash Flow (Hipotesis 9)

Berdasarkan hasil pengujian dengan menggunakan Zobel test, diketahui bahwa nilai t hitung sebesar $0,109 < 1,98$, yang berarti bahwa pengaruh variabel independen ROA terhadap variabel dependen DPR tidak dimediasi oleh FCF, sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis kesembilan ditolak.

4.5.10. Free Cash Flow Berpengaruh Positif Signifikan Terhadap Dividend Payout Ratio (Hipotesis 10)

Hasil regresi menunjukkan nilai beta predictors FCF sebesar 0,529 dan signifikan pada level $0,05 < 0,05$ yang berarti terdapat pengaruh positif signifikan variabel independen FCF terhadap variabel dependen DPR sehingga dapat disimpulkan bahwa hipotesis kesepuluh diterima.

Untuk lebih jelasnya, berikut disajikan tabel rangkuman pengujian hipotesis.

Table 4.13.
Rangkuman Pengujian Hipotesis

No	Hipotesis	Ket
1	DTA berpengaruh negatif terhadap DPR	H1 Diterima
2	DTA berpengaruh negatif terhadap FCF	H2 Ditolak
3	IO berpengaruh negatif terhadap DPR	H3 Diterima
4	IO berpengaruh negatif terhadap FCF	H4 Ditolak
5	ROA berpengaruh positif terhadap DPR	H5 Diterima
6	ROA berpengaruh positif terhadap FCF	H6 Ditolak
7	DTA berpengaruh terhadap DPR melalui mediasi FCF	H7 Ditolak
8	IO berpengaruh terhadap DPR melalui mediasi FCF	H8 Ditolak
9	ROA berpengaruh terhadap DPR melalui mediasi FCF	H9 Ditolak
10	FCF berpengaruh positif terhadap DPR	H10 Diterima

4.6. Pembahasan

4.6.1. Pengaruh *Debt To Total Asset* Terhadap *Dividend Payout Ratio*

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, diketahui bahwa DTA berpengaruh negatif signifikan terhadap DPR. Besarnya pengaruh DTA yaitu sebesar -0,992 dan signifikan pada level $0,001 < 0,05$. Hasil ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan maka akan mengurangi jumlah dividen yang dibayarkan terhadap pemegang saham. Hal ini menjelaskan bahwa manajer sebagai pengelola perusahaan akan lebih mementingkan pembayaran atau melunasi hutang sebagai kewajiban perusahaan dibanding untuk membayar dividen pada pemegang saham

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian dari Noronha (1996), Sharma (2001), serta mendukung teori agency. Jain et al. (2003), menyatakan semakin besar ketergantungan perusahaan terhadap dana eksternal (hutang) maka semakin intensif pengawasan oleh penyedia dana eksternal (kreditur) terhadap kinerja manajemen, sehingga memperkecil potensi masalah keagenan (*agency problem*) antara manajer dengan pemegang saham. Dengan semakin kecilnya *agency problem* tersebut maka ketergantungan perusahaan kepada dividen sebagai sarana monitoring semakin kecil.

Argumen lain yang mengarah kepada hubungan negatif kedua variabel ini adalah bahwa pembayaran dividen yang tinggi akan memperbesar beban tetap perusahaan sehingga menyebabkan hutang lebih berisiko dan karenanya akan menurunkan nilai dari hutang tersebut (Taranto, 2002 dan Noronha, 1996). Untuk melindungi dirinya kreditur akan membuat perjanjian hutang (*debt covenant*) yang berisi pembatasan-pembatasan terhadap manajemen termasuk pembatasan kebijakan atas dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham.

Meningkatnya rasio *debt to total asset* berdampak pada profitabilitas perusahaan, karena sebagian digunakan untuk membayar bunga pinjaman. Dengan biaya bunga yang semakin besar, maka profitabilitas (*earning after tax*) semakin berkurang (karena sebagian digunakan untuk membayar bunga), maka secara total hak para pemegang saham (dividen) juga semakin berkurang. Chang dan Rhee (1990) juga menunjukkan bahwa tingkat hutang yang lebih rendah mengikuti pembayaran dividen perusahaan yang tinggi, dengan demikian *debt ratio* mempunyai hubungan yang negatif dengan dividen.

4.6.2. Pengaruh *Debt To Total Asset* Terhadap *Free Cash Flow*

Dari hasil pengujian hipotesis diketahui bahwa DTA tidak memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap FCF dimana tingkat signifikansinya sebesar $0,703 < 0,05$ dengan nilai koefisien beta sebesar $-0,051$. Hal ini berarti tinggi atau rendahnya penggunaan hutang di dalam struktur modal perusahaan tidak memiliki pengaruh yang berarti terhadap ketersediaan *free cash flow* di dalam perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung teori Jensen (1986) yang mengungkapkan bahwa peningkatan hutang akan mengurangi *free cash flow* karena sebagian besar *free cash flow* digunakan untuk membayar hutang, sehingga tidak ada *free cash flow* dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan demi kepentingan manajemen yang merugikan pemegang saham. Temuan ini juga mendukung penelitian yang dilakukan Tong dan Green (2004). Tong dan Green (2004) menemukan bahwa hutang berhubungan negatif dengan ketersediaan dana internal sehingga temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan akan meningkatkan penggunaan hutang perusahaan apabila dana internal sudah tidak mencukupi. Hasil ini dapat disebabkan oleh ketidakefisienan penggunaan aset yang dimiliki perusahaan oleh pihak manajemen, hal ini terlihat jelas pada perbandingan rata-rata peningkatan aset dengan rata-rata peningkatan ROA 2010-2014 yaitu sebagai berikut: tahun 2009 ke 2010 sebesar 17% : 0,06%; tahun 2010 ke 2011 sebesar 22% : 0,5%; tahun 2011 ke 2012 sebesar 13% : 0,43%; tahun 2012 ke 2013 sebesar 18% : (-3,15%); dan tahun 2013 ke 2014 sebesar 9% : (-1,41%). Dari data di atas dapat dijelaskan

bahwa peningkatan rata – rata aset dari tahun ketahun tidak sejalan dengan peningkatan rata –rata ROA.

4.6.3. Pengaruh *Insider Ownership* Terhadap *Dividend Payout Ratio*

Hasil pengujian membuktikan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara IO terhadap DPR. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar $0,048 < 0,05$ dengan besarnya koefisien beta $-0,263$. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar kepemilikan saham orang dalam perusahaan akan mengurangi jumlah kebijakan pembayaran dividen kepada pemegang saham. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sunarto (2004), Mahadwatha dan Jogyanto Hartono (2002), Mollah (2000) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Variabel ini mempunyai hubungan yang negatif terhadap *dividen payout ratio*.

Menurut Handoko (2002), karena semakin banyak saham yang dimiliki *insider ownership*, maka pihak manajemen cenderung menahan pembayaran dividen, sebagai gantinya pihak manajemen akan berusaha meningkatkan keuntungan sendiri berupa kenaikan gaji direksi, gaji dan bonus karyawan, dan sebagainya. Hasil ini juga mendukung pernyataan Damsey dan Laber (1993) yang menyatakan bahwa semakin besar jumlah *insider ownership*, maka akan semakin kecil konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Hal ini disebabkan karena mereka akan bertindak dengan lebih hati-hati dalam menanggung konsekuensi yang mungkin timbul. Namun hasil ini tidak mendukung teori agensi cost Jensen dan Meckling (1976) yang mengemukakan bahwa *agency cost* akan rendah di dalam perusahaan dengan kepemilikan

manajerial (*managerial ownership*) yang tinggi, karena hal ini memungkinkan adanya penyatuan antara kepentingan pemegang saham dengan kepentingan manajer yang dalam hal ini berfungsi sebagai *agent* dan sekaligus sebagai *principal*. Hasil negatif signifikan ini disebabkan oleh tindakan manajer yang lebih mendahulukan melakukan investasi ketimbang membagikan dividen. Hal ini dapat ditunjukkan dengan adanya peningkatan rata-rata investasi bersih atau belanja modal perusahaan yaitu dari 2010 ke 2011 meningkat 42%, tahun 2011 ke 2012 meningkat 29%, tahun 2012 ke 2013 meningkat 27% dan tahun 2013 ke 2014 meningkat 4% (sumber data sampel).

4.6.4. Pengaruh *Insider Ownership* terhadap *Free Cash Flow*

Hasil pengujian membuktikan bahwa terdapat hubungan negatif yang tidak signifikan antara IO terhadap FCF. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar $0,810 < 0,05$ dengan besarnya koefisien beta $-0,028$. hal ini berarti bahwa peningkatan jumlah kepemilikan saham oleh orang dalam, akan mengurangi jumlah aliran kas bebas perusahaan. hasil ini sejalan dengan Jensen dan Ruback (1983) yang berpendapat bahwa manajer akan menggunakan arus kas yang tersedia untuk kepentingan mereka sendiri dengan berinvestasi dalam proyek-proyek yang mungkin tidak memiliki NPV positif atau proyek produktif untuk memaksimalkan keuntungan dan kekayaan pemegang saham, hal ini dibuktikan dengan adanya investasi perusahaan yang terus menerus meningkat yang dilakukan oleh manajer. Ade (2008) menjelaskan bahwa jika manajemen memiliki kurang dari 100 persen saham perusahaan, maka pemilik modal (*shareholder*) menanggung biaya keagenan yang berasal dari keputusan manajer

yang telah mengutamakan kepentingannya sendiri, yang ditunjukkan dengan adanya alokasi kas (*free cash flow*) untuk pengeluaran non esensial (*perquisite consumption*) dan melakukan keputusan-keputusan investasi yang tidak optimal. Dengan adanya kepemilikan manajerial yang tinggi maka *free cash flow* yang menimbulkan konflik *agency* akan semakin rendah.

4.6.5. Pengaruh *Return On Asset* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada pengaruh yang kuat ROA terhadap DPR hal ini ditunjuka melalui nilai beta ROA sebesar 0,621 dan signifikan pada level $0,000 < 0,05$ yang berarti terdapat pengaruh positif signifikan ROA terhadap DPR. Hal ini berarti bahwa peningkatan keuntungan perusahaan akan meningkatkan jumlah kebijakan pembayaran dividen kepada pemegang saham.

Hasil ini mendukung teori *Residual Of Dividends* (Brigham: Kapenski: dan Daves, 1998) yang menyatakan bahwa perusahaan akan membayarkan dividen hanya ketika menghasilkan keuntungan yang tidak digunakan untuk berinvestasi dan membayar hutang serta biaya hutangnya. Hasil ini juga sejalan dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Solberg dan Zorn (1992), Amidu dan Abor (2006), Jensen et al., (1992), dan Sunarto dan Kartika, (2003) yang menemukan bahwa bahwa terdapat hubungan positif antara *dividen payout ratio* dengan *profitability*. Kenaikan kebijakan dividen yang terjadi karena peningkatan ROA, didukung oleh teori yang menyatakan bahwa pembayaran dividen diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*. Perusahaan yang

memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai dividen. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

4.6.6. Pengaruh *Return On Asset* terhadap *Free Cash Flow*

Hasil regresi menunjukkan ada pengaruh positif tidak signifikan antara variabel independen ROA terhadap variabel dependen FCF yang ditunjukkan dengan nilai beta ROA sebesar 0,169 dan signifikan pada level $0,205 < 0,05$. Dari hasil ini maka dapat disimpulkan bahwa peningkatan jumlah keuntungan yang diukur dengan *return on asset* (ROA) tidak memiliki pengaruh yang berarti terhadap jumlah aliran kas bebas perusahaan. Nilai ROA yang tinggi akan menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan keuntungan berbanding asset yang relatif tinggi. Investor akan menyukai perusahaan dengan nilai ROA yang tinggi, karena perusahaan dengan nilai ROA yang tinggi mampu menghasilkan tingkat keuntungan lebih besar dibandingkan perusahaan dengan ROA rendah.

Free cash flow (FCF) secara sederhana dapat diterjemahkan sebagai kas yang menganggur, yaitu sisa dari profit yang diperoleh dan yang akan digunakan untuk berbagai keperluan proyek yang telah direncanakan perusahaan. Dengan demikian tingkat profitabilitas yang tinggi, maka *free cash flow* akan semakin besar. Dengan kata lain semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula aliran kas bebas yang berdampak pada kemampuan perusahaan untuk membiayai operasional perusahaan (Chang dan Rhee, 1990). Partington (1989) dan Widodo (2002) menyatakan bahwa profitabilitas

merupakan faktor terpenting yang dipertimbangkan oleh manajemen dalam dividen payout ratio. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik, karena tingkat kembalian investasi (*return*) semakin besar. Hasil positif tidak signifikan ini disebabkan oleh adanya keputusan investasi yang terus meningkat oleh menejer perusahaan sehingga sebagian besar keuntungan yang di perole di gunakan untuk investasi. Hal ini dapat dibuktikan dengan adanya penurunan rata-rata *free cash flow* perusahaan sampel dari tahun 2010-2014, yaitu: Rp.657.235.027.690; Rp.471.939.358.624 ; Rp.199.512.865.730; Rp.-392.168.128.492; dan Rp.-158.002.120.975. dimana jumlah FCF ini diperoleh dari pengurangan NOPAT dengan Investasi bersih.

4.6.7. Free Cash Flow Sebagai Variabel Intervening Antara Debt To Total Asset Dengan Dividend Payout Ratio

Dari hasil pengujian pengaruh mediasi, diketahui bahwa nilai t sebesar $-0,323 < 1,98$ sehingga dapat diketahui bahwa variabel *free cash flow* tidak mampu memediasi hubungan antara *debt to total asset* terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian ini tidak mendukung teori yang menyatakan bahwa Semakin meningkatnya rasio hutang (dimana beban hutang juga semakin besar) maka hal tersebut berdampak terhadap *free cash flow* perusahaan. karena profitabilitas yang diperoleh perusahaan, digunakan untuk membayar bunga pinjaman. Dengan biaya bunga yang semakin besar, maka profitabilitas (*earnings after tax*) semakin berkurang (karena sebagian digunakan untuk membayar bunga), sehingga aliran kas bebas semakin kecil yang berdampak pada pemegang saham (dividen) juga semakin berkurang (menurun). Selain itu penelitian ini mendukung teori (Mollah

et al. (2000) yang menyatakan bahwa pembayaran dividen merupakan arus kas keluar, sehingga *free cash flow* yang tinggi akan memungkinkan perusahaan lebih berfokus pada pilihan antara pembayaran dividen atau menyelesaikan hutang untuk mengurangi biaya keagenan, $Cash + Equivalent\ Cash\ Ratio = Current\ Liability$).

4.6.8. Free Cash Flow Sebagai Variabel Intervening Antara Insider Ownership Dengan Dividend Payout Ratio

Berdasarkan hasil pengujian dengan menggunakan Zobel test, diketahui bahwa nilai t hitung sebesar $-1,317 < 1,98$, yang berarti bahwa pengaruh variabel *insider ownership* terhadap *dividend payout ratio* tidak dapat dimediasi oleh variabel *free cash flow*, hal ini mengindikasikan bahwa besarnya aliran kas bebas yang dimiliki oleh sebuah perusahaan belum mampu mengurangi masalah keagenan yang ada dalam perusahaan. Masih kecilnya porsi kepemilikan manajerial pada perusahaan manufaktur menjadi penyebab tidak adanya pengaruh antara variabel kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen dengan mediasi *free cash flow*. Selain itu jumlah pihak manajemen yang memiliki saham dalam perusahaan juga hanyalah berkisar 2-3 orang diantara keseluruhan dewan direksi dan komisaris perusahaan sehingga peningkatan kepemilikan manajerial tidak mampu menetralkan masalah agency yang timbul dalam perusahaan.

4.6.9. Free Cash Flow Sebagai Variabel Intervening Antara Return On Asset Dengan Dividend Payout Ratio

Dari hasil pengujian pengaruh mediasi, diketahui bahwa nilai Z sebesar $0,109 < 1,98$. sehingga dapat diketahui bahwa variabel *free cash flow* tidak

mampu memediasi hubungan antara *return on asset* terhadap *dividend payout ratio*. Hasil ini tidak mendukung teori *Residual Of Dividends* (Bringham: Kapenski: dan Daves, 1998) yang menyatakan bahwa perusahaan akan membayarkan dividen hanya ketika menghasilkan keuntungan yang tidak digunakan untuk berinvestasi dan membayar hutang serta biaya hutangnya. Namun hasil ini mendukung penelitian terdahulu yang dilakukan oleh M. Asril Arilaha (2009); A. Sakir dan Muhammad Fadli, (2014) yang menyimpulkan bahwa Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai dividend. Dengan meningkatnya keuntungan maka aliran kas bebas perusahaan akan semakin besar sehingga dengan semakin besar keuntungan dan aliran kas bebas yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Hasil ini disebabkan oleh penggunaan kebijakan manajer yang lebih mengutamakan investasi yang mungkin menguntungkan, sehingga sebagian besar *free cash flow* yang ada digunakan untuk investasi atau belanja modal.

4.6.10. *Free Cash Flow* Berpengaruh Positif Signifikan Terhadap *Dividend Payout Ratio*

Hasil regresi menunjukkan nilai beta predictors FCF sebesar 0,529 dan signifikan pada level $0,05 < 0,05$ yang berarti terdapat pengaruh positif signifikan FCF terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini mengindikasikan bahwa meningkatnya jumlah arus kas bebas perusahaan akan meningkatkan jumlah pembayaran dividen kepada pemegang saham. Hasil ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Hery (2009) ; Handoko (2002); Thanatawee (2011) yang

menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran dividen. Selin itu, penelitian ini juga mendukung teori Jensen (1992) yang mengemukakan bahwa jika perusahaan mempunyai arus kas yang berlebihan maka lebih baik dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham dengan tujuan mengurangi kemungkinan kerugian pada proyek-proyek investasi yang tidak menguntungkan.

Free cash flow dalam jumlah yang memadai akan lebih baik dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen untuk menghindari *agency problem*, hal ini dimaksudkan agar *free cash flow* yang ada tidak digunakan untuk sesuatu atau proyek-proyek yang tidak menguntungkan dengan demikian ketersediaan dana dapat dipakai untuk kemakmuran pemegang saham. *Free cash flow* juga dapat dijadikan sebagai indikator bagi para investor dalam berinvestasi karena jika *free cash flow* meningkat maka *dividend payout ratio* yang dibagikan juga akan meningkat.

BAB V

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

5.1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan pada bab sebelumnya, maka secara umum dapat disimpulkan:

1. Struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*, hal ini menunjukkan bahwa tinggi atau rendahnya penggunaan hutang di dalam struktur modal perusahaan, akan memiliki pengaruh yang berarti pada kebijakan pembayaran dividen yang akan dibayarkan pada pemegang saham.
2. Struktur modal berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *free cash flow*, hal ini menunjukkan bahwa tinggi atau rendahnya penggunaan hutang di dalam struktur modal perusahaan, tidak memiliki pengaruh yang berarti pada jumlah aliran kas bebas.
3. Struktur kepemilikan berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi *insider ownership* di dalam struktur kepemilikan perusahaan maka semakin rendah kebijakan pembayaran dividen terhadap pemegang saham.
4. Struktur kepemilikan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *free cash flow*. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi *insider ownership* tidak memiliki pengaruh yang berarti pada jumlah aliran kas bebas.
5. *Return on asset* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, hal ini menunjukkan bahwa semakin rendahnya keuntungan yang diperoleh

perusahaan maka kebijakan pembayaran dividen terhadap pemegang saham akan semakin kecil.

6. *Return on asset* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *free cash flow*, hal ini menunjukkan bahwa semakin rendahnya keuntungan yang diperoleh perusahaan, tidak memberikan pengaruh yang berarti terhadap aliran kas perusahaan.
7. *Free cash flow* tidak mampu memediasi pengaruh *debt to total asset* terhadap *dividen payout ratio*.
8. *Free cash flow* tidak mampu memediasi pengaruh *insider ownership* terhadap *dividen payout ratio*.
9. *Free cash flow* tidak mampu memediasi pengaruh *return on asset* terhadap *dividen payout ratio*.
10. *Free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividen payout ratio*. hal ini menunjukkan bahwa kenaikan *free cash flow*, sering diikuti dengan peningkatan jumlah kebijakan pembayaran dividen yang dibagikan perusahaan kepada pemegang saham.

5.2. Implikasi Hasil Penelitian

5.2.1. Implikasi Teoritis

Penelitian ini menguji pengaruh variabel *debt to total asset*, *insider ownership*, dan *return on asset* terhadap *free cash flow* serta pengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh:

1. Ramli (1994), dan A. Sakir, dan Muhammad Fadli (2014) yang menyatakan bahwa tingkat hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan pembayaran dividen, pada penelitian ini *debt to total asset* berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*.
2. Sunarto (2004), dan Talat Afza (2010) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial (*insider ownership*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan pembayaran dividen, pada penelitian ini kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*.
3. Solberg dan Zorn (1992) dan Amidu dan Abor (2006) yang menyimpulkan bahwa ada hubungan positif *return on asset free cash flow* dan *dividen payout ratio*, pada penelitian ini *return on asset* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*.
4. Jensen (1992), dan Mollah (2000) yang mengemukakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran dividen, pada penelitian ini *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

5.2.2. Implikasi Kebijakan

1. Variabel yang paling dominan mempengaruhi kinerja perusahaan adalah *return on asset* terhadap *dividen payout ratio*, oleh karena itu pemegang saham dalam hal ini pemilik perusahaan harus dapat mengontrol perilaku dari para menejer sehingga keuntungan yang dihasilkan memang benar-benar akan digunakan untuk kepentingan pemegang saham yaitu berupa dividen.

2. Manajer perusahaan perlu memperhatikan kinerja profitabilitas (ROA) karena peningkatan ROA mampu meningkatkan dividen yang tinggi (0,379). ROA yang mempengaruhi DPR secara signifikan, sehingga ROA harus dijaga, karena yang paling dominan menjadi perhatian dan berpengaruh terhadap DPR adalah ROA. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa jika ROA semakin besar atau mendekati satu, maka berarti semakin tinggi laba yang dihasilkan melalui pemanfaatan total aset yang dimiliki akan meningkatkan pembagian dividen. Semakin meningkatnya ROA, maka daya tarik investor semakin meningkat sehingga DPR juga meningkat.
3. Perusahaan sebelum melakukan kebijakan membagikan dividen harus mengkaji terlebih dahulu faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya pembagian dividen sehingga dalam pelaksanaannya nanti akan saling menguntungkan antara pihak perusahaan dan investor, karena tidak semua investor hanya menginginkan keuntungan dari dividen saja tetapi juga dari fluktuasi harga saham.

5.3. Keterbatasan Penelitian

Ada beberapa keterbatasan dalam penelitian ini yaitu :

1. Adanya keterbatasan data dalam melakukan penghitungan terhadap variabel-variabel penelitian terutama penghitungan variabel *insider ownership*, data insider ownership yang digunakan diproksi melalui prosentase dari saham yang dimiliki manajemen, dimana perhitungan tersebut tidak mencerminkan kondisi yang sebenarnya sehingga memungkinkan variabel akan bias.

2. Dalam pembuktian melalui sobel test, *free cash flow* sebagai variabel intervening tidak mampu memediasi pengaruh variabel independen *debt to total asset*, *insider ownership* dan *return on asset* terhadap *dividend payout ratio*.

5.4. Agenda Penelitian Mendatang

Dari keterbatasan penelitian di atas, maka agenda penelitian mendatang antara lain :

1. Memperluas sampel tidak hanya pada sektor manufaktur tapi pada semua sektor di Bursa Efek Indonesia.
2. Periode penelitian selanjutnya perlu ditambah periode waktunya dengan menggunakan periode tahun yang lebih lama.
3. Menambahkan beberapa variabel baru seperti keputusan investasi, karena *free cash flow* dalam penelitian ini lebih relevan digunakan untuk keputusan investasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Ade, Y. (2008). Hubungan *Struktur Kepemilikan dan Eksternal Monitoring terhadap Agency Cost dan Aliran Kas*, Jurnal Keuangan dan Perbankan, Vol. 12, No 3. Pp.343-354.
- Afza Talat. (2010). *Ownership Structure and Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakista.*, International Business Research Vol. 3. No.3.
- Alli, K.L., A.Q. Khan, and G.G. Ramirez. (1993). *Determinant of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis*, The Financial Review, pp. 523–547.
- Amidu, M., and Abor, J. (2006). *Determinants of Dividend Payout Ratios in Ghana*, The Journal of Risk Finance, Vol. 7, No.2, pp.136-145.
- Arifnto, N.I. (2011). *Analisis Pengaruh Agency Cost Terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Empiris Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia)*.
- Asquith, P. And D. Mullins, Jr. (1983). *The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders 'wealth*, Journal of Business 56, pp. 77-96.
- Auditta, I.G., Sutrisno, dan Achsin, M. (2011). *Pengaruh Cash Ratio, Debt To Equity Ratio, Dan Return On Asset Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia*. Tesis, Program Studi Akuntansi, Program Magister Pascasarjana Universitas Udayana, Denpasar.
- Bhattacharya, S. (1979). *Imperfect information, dividend policy and the bird in the hand fallacy*, Bell Journal of Economics 10, 259-27.
- Brigham, E.F. and Houston, J.F. (1990). *Fundamental of Financial Management*, Fifth Edition. The Dryden Press, New Y ork.
- Brigham, E.F. dan Houston, J.F.,. (2006). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Buku Kedua. Edisi Kesepuluh. Jakarta : Penerbit Salemba Empat.
- Brigham, Eugene F (2005), *Fundamental of financial Management*. The Dryden Press:
- Chang, M. dan Rhee, K.R. (1990). *Testing Trade Offand Pecking Order Predictions about Dividen ds and Debt*. The Center for Research in Security Prices Working Paper . pp.1-38
- Crutchley, C, and Hansen, R.A. (1989). *Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends*, Financial Management, Winter (1989), 36-46.
- Dempsey. S. Laber. G. & Rozeff. M. (1993). *Dividend policies in practice: Is there an industry effect*. Quarterly Journal of Business and Economics , 32 (4), 3-13.

- Easterbrook, and Frank. H. (1984). *Two Agency- Cost Explanations of Dividends*, American Economic Review, Vol. 74, September 1984, 650- 659.
- Faisal, Muhamad. (2004). Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Set Kesempatan Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). Tesis. Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
- Fama, E.F. and French, K.R. (1998), *Taxes Financing Decisions and Firm Value*, The Journal of Finance, Vol. 53, No. 3. (Jun., 1998), pp. 819-843.
- Fama, Eugene. F. (1990). *Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity*. The journal of finance. vol. 45. no. 4. pp. 1089-1108, Finance, 40: 1053-1070., Finance. 25 (4): 1031-1070.
- Fira, Puspita. (2009). *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio (Studi Kasus Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2007)*. Tesis. Program Studi Magister Manajemen Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.
- Frankfurter, George M. and Bob G. Wood, Jr. (2002). *Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests*, International Review of Financial Analysis 11, 111-138.
- Fusi, Nugrahaini, (2002), *Analisis Hubungan Antara Kebijakan Insider Ownership, Kebijakan Debt, dan Kebijakan Dividend Secara Simultan (Studi Pada Perusahaan-Perusahaan di BEJ Tahun 1997-1999)*,” Tesis, Program Pascasarjana Universitas Diponegoro. Semarang.
- Gede, I. Ananditha, W. (2012). *Pengaruh Cash Ratio, Debt To Equity Ratio, Dan Return On Asset Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia*. Tesis. Program Studi Magister Akuntansi, Program Pascasarjana Universitas Udayana Denpasar.
- Ghozali, Imam. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS 19*. Edisi kelima. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Hadianto, Bram dan Herlina. (2010). *Prediksi Arus Kasbebas, Kebijakan Utang, Dan Profitabilitas Terhadap Kemungkinan Dibayarkannya Dividen Studi Empirik Pada Emiten Pembentuk Indeks Kompas 100 Di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Manajemen Bisnis, vol. 3, no. 1. Pp.53-74.
- Handoko, J. (2002). *Pengaruh Agency costs terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan-Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta*. Jurnal Widya Manajemen dan Akuntansi, Vol. 2, No. 3. Hal 180-190.
- Horne, Van, J.C., dan Wachowic, J.R. (2007). *Fundamental of Finance Management*. Buku Kedua. Jakarta: Penerbit Erlangga. Jakarta.
- Husnan, S. (2001). *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan Keputusan Jangka Panjang*. Edisi kedua. Fakultas Ekonomi UGM. Yogyakarta.

- Husnan, S., dan Pudjiastuti, E. (2004). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Keempat. Yogyakarta : Penerbit Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN.
- Jain, B A., Shekhar, C., dan Tobey, V., 2003. *Determinants of Dividend Initiation By IPO Issuing Firm*. *Journal Of Banking and Finance* 23. pp. 1 – 31.
- Jensen, G.R., Solberg, D.P., and Zorn, T. S., (1992). *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies*. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27: 247-263.
- Jensen, M C., (1986). *Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover*. *American Economics Review*. Vol 76. pp. 323-339.
- Jensen, Michael C., William, H. Meckling. (1976), *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, *The Journal of Financial Economic*.
- John, K. and J. Walliams (1985). *Dividends, Dilution, and Taxes: A signaling Equilibrium*,. *Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4 (Sep., 1985), pp. 1053-1070.
- Keown, J. Arthur, Scott Jr, David F, Martin D John, Petty William J. (2010). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Buku II*. Edisi Pertama. Jakarta : Penerbit Salemba Empat. Anggota IKAPI.
- Khairudin, Ellyas. (2010). *“Pengaruh Debt To Equity Ratio, Insider Ownership, Sales Growth, dan Firm Size Terhadap DPR”*. Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro, Semarang.
- Kusuma, H. (2006). *“Efek Informasi Asimetri terhadap Kebijakan Dividen”*. *JAAI*, Vol. 10, No. 1, h. 1-12.
- Lintner, J. (1956). *“Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes,”*, *Imencan Economic Review*(May 1956), pp. 97-113.
- Lucyanda, J. (2012). *Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kempemilikan Terhadap Dividend Payout Ratio*. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, Vol. 4, No. 2, September 2012, pp. 129-138.
- Maqsudi, A., dan Ambon, R.M. (2004). *Pengaruh Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan-Perusahaan Go Public di PT. BEJ*. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis* Vol. 8 No. 1 Januari 2004. Hal 7 – 14.
- Miller, M. dan Modigliani, F. (1961), *Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares*, *Journal of Business*, vol. 34, pp. 411-433.
- Miller, M. H. and K. Rock, (1985). *Dividend Policy under asymmetric information*. *The journal of Finance* , 40 (4), 1031-1051.
- Moh’d, M., L. Perry and Rimbey. J. (1995). *An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy*. *Financial Review* 30 (2), 367-385.

- Moh'd, M., L. Perry and Rimbey.J. (1998). *The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis*. Financial Review 33. 85-98.
- Mollah, A., Sobur, and Keasen, K. (2000). *The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from The Dhaka Stock Exchange*, Journal of Financial and Quantitative Analysis.
- Mosavi, S.A., Honarbakhsh, S., and Ghaedi, M. (2013). *Ownership structure and dividend policy evidence from the Tehran stock market*, African Journal of Business Management, Vol. 7 (25), pp. 2432-2443.
- Myers, Stewart C. (1984). "The Capital Structure Puzzle", Journal of Finance 39, 575-592.
- Noronha, G M., Shome, D.K., dan Morgan G.E. (1996). *The Monitoring Rationale for Dividend and The Interaction of Capital Structure and Dividend Decisions*. Journal Banking and Finance 20: 439-454.
- Potter, W. J. (1990). *Adolescents' perceptions of the primary values of television programming*. Journalism Quarterly, 67, 843-851.
- Pramastuti, Suluh. (2007). *Analisis Kebijakan Dividen: Pengujian Dividend Signaling Theory dan Rent Extraction Hypotesis*. Naskah Publikasi, Program Pascasarjana Jurusan Manajemen Magister Sains Ilmu-ilmu Ekonomi Universitas Gajah Mada Yogyakarta.
- Pujiastuti, Triani. (2008). "Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur dan Jasa yang Go Public Di Indonesia". Jurnal Keuangan dan Perbankan Vol. 12 No. 2. Mei. Hal 183-197.
- Putra, A., Ratnadi. (2006). *Analisis Biaya Keagenan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa efek Jakarta*. Jurnal Riset Akuntansi Vol. 5. Hal. 37-47.
- Putri, Imanda Firmansyah, dan Mohammad Nasir. (2006). "Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan". Simposium Nasional Akuntansi 9: 1-18.
- Ross, S.A., (1977). *The Determination of Financial Structure : The Incentive-Signalling Approach*. Bell Journal of Economics 8., 23-39.
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., and Jaffe, J. (2000), *Fundamentals of Corporate Finance*, New York: McGraw-Hill.
- Rozeff, M.S. (1982). *Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios*, The Journal of Financial Research, Vol. 5, No. 3.
- Sakir, A., dan Fadli, M. (2014). *Influence Of Managerial Ownership, Debt Policy, Profitability, Firm Size, And Free Cash Flow On Dividend Policy*, Delhi Business Review, Vol. 15, No. 1.

- Sartono, A. (2001). *Long Term Financing Decision : Views and Practicies of Financial Managers of Listed Public Firms in Indonesia*. Gadjah Mada International Journey of Business 3. pp. 35 – 44.
- Sartono, A. (2001). *Kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership), Utang dan Kebijakan Dividen Pengujian Empirik Teori Keagenan (Agency Theory)*. JSB. Vol. 6, No. 2. Hal.107-119.
- Sartono, A. (2012). *Manajemen Keuangan Teori Dan Aplikasi Edisi 4*. Penerbit BPFE. Yogyakarta
- Saxena, A,K,. (1999). Determinant of Dividend Policy: Regulated Versus Unregulated Firms. *The Journal of Finance*.
- Sekaran, U. (2003). *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*. Edisi Keempat. New York: John Willey and Sons Inc.
- Sharma, S. (2001), *Do Dividend Initiation Signal Prosperity?*. *Journal of Finance* 51 : 1 – 36.
- Spica, Amilia, L., dan Meliza, Silvy. (2006). *Analisis Kebijakan Dividend dan Kebijakan Leverage terhadap Prediksi Kepemilikan Manajerial dengan Teknik Analisis Multinomial Logit*. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. Vol 6, No.1.
- Sugeng, B. (2009), *Analisis Reaksi Pasar (Investor) Terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Pada Perusahaan-Perusahaan Go-Public Di Indonesia*. *Jurnal Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Malang*.
- Sugeng, B. (2009). *Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Di Indonesia*. *Jurnal Ekonomi Bisnis*. Fakultas Ekonomi Negeri Malang.
- Sugiarto, G. (2008). “*Kebijakan Dividend Perusahaan-Perusahaan Terbuka Non-Keuangan yang dikontrol Keluarga*”. *Akuntabilitas*.Maret 2008. Pp. 135-149.
- Sugiyono. 2006. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung : Alfabeta.
- Sunarto, dan Andi Kartika. (2003). *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividen Kas di Bursa Efek Jakarta*. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol. Maret, 2003. hal.67-82.
- Sunarto. (2004). *Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Investment Opportunity Set, Return On Asset, Dan Debt To Equity Ratio Terhadap Dividend Payout Ratio*.Tesis. Program Studi Magister Akuntansi, Program Pascasarjana Universitas Diponegoro.
- Susilowti, F. (2015). *Konflik Keagenan: Hubungan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Deviden*. *Jurnal keuangan dan perbankan*, Vol.19. pp. 67-75.
- Sutrisno, (1999). *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Dividend payout ratio pada Perusahaan Publik di Indonesia*, FE-Unibraw, Malang.

- Sutrisno. (2005). *Manajemen Keuangan. Edisi Kelima*. Ekonisia Fakultas Ekonomi UII. Yogyakarta.
- Suwendra, K. (2007). *Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Investment Opportunity Set (IOS), dan Rasio-Rasio Keuangan Terhadap Dividend Payout Ratio (DPR) (Studi Komparatif pada Perusahaan PMA dan PMDN di Bursa Efek Jakarta periode 2003-2005)*. Tesis. Program Studi Magister Manajemen Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.
- Ramli. Ishak.1(994) *Analisa Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Deviden Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*”, Pustaka FE-Universitas Taruma Negara, 1994.
- Tong. T. At. Al. (2004). *Ownership types Strategic Groups In An Emerging Economy*. Journal of Management Studies, 41 (7): 1105-1129.
- Utami, S.R. (2011). *Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia*. European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences. 1450-2275.
- Utami, Siti, R. (2011). *Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia*. EuroJournals, Inc. 1450-2275.
- Vogt, S.C. (1994). *The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence From U.S Manufacturing Firms*, Financial Management, Vol. 23, No. 2, pp.3-20.
- Warrad, L., Abed S., Khriasat O., and Al-Sheikh I. (2011). *The Effect of Ownership Structure on Dividend Payout Policy: Evidence from Jordanian Context. The Editorial Board of International Board of Economics and Finance*, Canadian center of science and education.

LAMPIRAN 1

DAFTAR RIWAYAT HIDUP

Nama : YONAS METI
Tempat/Tanggal Lahir : Halmahera Utara 03 Mei 1980
Alamat : Wari RT.05 RW.00 Tobelo Halmahera Utara Maluku
Utara
Agama : Kristen
Pekerjaan : Dosen
Hoby : Membaca
No HP : 0852 280 00331
Email : ongkiavivo@gmail.com

RIWAYAT PENDIDIKAN:

SD Negeri Inpres Wari	Lulus Tahun 1991
SMP Negeri 1 Tobelo	Lulus Tahun 1994
SMU Negeri 1 Tobelo	Lulus Tahun 1998
STIEBBANK Yogyakarta	Lulus Tahun 2003
MM UNDIP Semarang	Lulus Tahun 2015

LAMPIRAN 2

**Perusahaan Sampel Penelitian
Periode 2010-2014**

MANUFAKTUR		
No	Kode	Nama Perusahaan
1	ALMI	Alumindo Light Metal Industry Tbk
2	ASII	Astra International Tbk
3	AUTO	Astra Otoparts Tbk
4	BRAM	Indo Kordsa Tbk
5	CTBN	Citra Tubianto Tbk
6	GGRM	Gudang Garam Tbk
7	GJTL	Gajah Tunggal Tbk
8	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk
9	INDS	Indospring Tbk
10	LION	Lion Metal Works Tbk
11	LMSH	Lionmesh Prima Tbk
12	MASA	Multistrada Arah Sarana Tbk
13	PSDN	Prashida Aneka Niaga Tbk
14	SKLT	Sekar Laut Tbk
15	TCID	Mandom Indonesia Tbk
16	TRST	Trias Sentosa Tbk
17	TSPC	Tempo Scan Pacific Tbk
18	UNIC	Unggul Indah Cahaya Tbk

LAMPIRAN 3

Data Olah SPSS

DTA	IO	ROA	FCF	DPR
0,6637	0,0152	0,0291	-136.735.477.544	0,0114
0,3545	0,0004	0,1273	-57.766.113.282	0,3664
0,3088	0,0008	0,2043	-57.806.222.516	0,4298
0,2815	0,2540	0,0899	-135.799.318.393	0,4193
0,5866	0,0003	0,0671	-14.463.651.084	0,6969
0,3105	0,0080	0,1124	6.491.250.000.000	0,3619
0,6600	0,0021	0,0801	5.115.000.000.000	0,0629
0,4743	0,0005	0,0625	5.122.500.000.000	0,2765
0,7050	0,1254	0,0923	7.351.250.000.000	0,1318
0,1447	0,0023	0,1271	5.320.250.000.000	0,1683
0,4017	0,2562	0,0940	615.900.750.000	0,0392
0,4638	0,0189	0,0580	34.891.250.000	0,0348
0,5333	0,0026	0,0312	-53.239.000.000	0,4835
0,4066	0,0013	0,0242	-378.573.750.000	0,2113
0,0943	0,0015	0,1255	-629.349.750.000	0,4895
0,3900	0,8903	0,0674	25.252.248.750	0,3081
0,2745	0,0008	0,1362	-136.592.346.000	0,5983
0,4548	0,0004	0,0148	-182.642.425.000	0,5328
0,6843	0,0160	0,0294	-170.223.793.750	0,3935
0,5086	0,0004	0,1383	-567.043.850.000	0,4217
0,3218	0,0008	0,1582	71.161.627.273	0,4851
0,2629	0,2810	0,0131	372.358.177.273	2,6454
0,4120	0,0003	0,2046	349.865.842.500	0,3351
0,3719	0,0085	0,1268	430.689.637.195	0,3484
0,6136	0,0008	0,0590	137.586.937.500	0,0611
0,4101	0,0005	0,0913	3.864.059.250.000	0,2387
0,4453	0,0041	0,1057	2.395.010.000.000	0,2732
0,1743	0,0144	0,1436	255.663.500.000	0,1980

0,4164	0,2562	0,1112	-1.225.969.000.000	0,0881
0,6087	0,0519	0,0142	288.290.750.000	0,0932
0,5104	0,0165	0,0566	-240.575.000.000	0,4401
0,4263	0,0013	0,0279	-183.624.250.000	0,2311
0,0977	0,0014	0,1238	-793.079.000.000	0,4882
0,3761	0,0157	0,0699	-1.075.362.250.000	0,3867
0,2834	0,0009	0,1380	-1.289.480.750.000	0,3070
0,4965	0,0004	0,0211	1.171.138.250.000	0,2509
0,6876	0,0160	0,0074	1.616.608.750.000	1,1040
0,5073	0,0004	0,1232	-666.516.000.000	0,5500
0,3824	0,0007	0,1279	-11.474.480.750.000	0,2985
0,2623	0,2776	0,0981	-5.599.515.250.000	0,4042
0,4687	0,0003	0,1278	24.911.311.854	1,0491
0,3590	0,0092	0,0980	-62.546.912.966	0,4776
0,5743	0,0008	0,0880	66.438.243.548	0,0308
0,4251	0,0002	0,0805	51.789.752.499	0,4477
0,3173	0,0041	0,0805	-130.329.805.926	0,2685
0,1423	0,0025	0,1969	33.415.252.094	0,1828
0,2413	0,2562	0,3211	36.073.189.075	0,0233
0,4165	0,0346	0,0005	34.144.349.436	6,6768
0,4000	0,2057	0,0375	29.251.395.466	0,4098
0,4815	0,0013	0,0319	-59.607.397.394	0,1735
0,1306	0,0518	0,1192	6.668.627.716	0,4947
0,3817	0,0191	0,0281	8.689.865.934	0,9139
0,2762	0,0010	0,1371	28.447.540.783	0,5313
0,4372	0,0004	0,0066	5.575.178.740	2,2323
0,7611	0,0160	0,0095	-1.063.859.230	0,2358
0,5038	0,0004	0,1042	-572.769.500.000	0,5160
0,2450	0,0006	0,0801	-1.095.164.250.000	0,5410
0,3187	0,2776	0,0232	-839.990.947.500	1,5733
0,4496	0,0004	0,1396	-508.188.521.875	0,7840
0,4206	0,0092	0,0863	-311.465.518.293	0,3586

0,6271	0,0010	0,0078	14.575.961.331	0,7819
0,5086	0,0002	0,0438	7.976.869.168	0,6371
0,2020	0,0044	0,0672	28.506.486.342	1,0137
0,1660	0,0025	0,1299	19.154.258.043	0,3213
0,2204	0,2562	0,1015	-22.007.739.180	0,1001
0,8535	0,0305	0,0059	-993.853.097	0,5257
0,3875	0,2057	0,0313	-803.303.750	0,6238
0,5376	0,0013	0,0379	-12.429.429.684	0,1811
0,1930	0,0521	0,1092	-20.051.372.103	0,4645
0,4757	0,0150	0,0101	-4.695.610.626	0,8518
0,2857	0,0010	0,1181	11.189.399.860	0,5286
0,4599	0,0004	0,0383	45.434.708.586	0,1456
0,8005	0,0160	0,0006	-3.917.809.627	6,3213
0,4902	0,0003	0,0937	-154.036.871.146	0,5319
0,2951	0,0002	0,0665	-129.530.048.150	0,5038
0,4205	0,2776	0,0515	82.882.450.585	0,0790
0,0437	0,0004	0,0980	35.808.482.132	1,1774
0,4293	0,0092	0,0927	-76.865.565.559	0,2934
0,6270	0,0011	0,0168	-127.098.198.376	0,1291
0,5203	0,0002	0,0560	-73.971.412.942	0,3604
0,1990	0,0044	0,0559	351.704.871.880	0,4113
0,2602	0,0025	0,0817	314.992.664.557	0,4246
0,1713	0,2518	0,0529	363.869.405.064	0,2594
0,4004	0,1864	0,0008	200.478.024.027	1,6220
0,3903	0,0165	-0,0454	153.487.829.849	-0,3851
0,5375	0,0013	0,0497	17.194.327.711	0,1676
0,3074	0,0014	0,0941	48.561.674.506	0,4268
0,4599	0,0119	0,0092	28.282.615.348	0,4661
0,2611	0,0008	0,1045	122.569.266.816	0,5776
0,3920	0,0004	0,0109	88.870.947.930	1,3316

LAMPIRAN 4

Data Z Score Sebelum Menghapus Data Outlier

1,56781	-0,3049	-0,8743	-0,355	-0,6067
-0,3055	-0,4233	0,88427	-0,3968	-0,2491
-0,582	-0,4201	2,26305	-0,3968	-0,1852
-0,7477	1,60786	0,21448	-0,3555	-0,1958
1,10042	-0,4237	-0,193	-0,4198	0,08381
-0,572	-0,3619	0,61786	3,01381	-0,2536
1,54503	-0,4098	0,0392	2,28421	-0,5548
0,42035	-0,4221	-0,2764	2,28818	-0,3396
1,81804	0,57765	0,25745	3,46973	-0,4854
-1,5763	-0,4075	0,88122	2,39302	-0,4486
-0,0193	1,62564	0,28825	-0,1009	-0,5787
0,35686	-0,2753	-0,3572	-0,409	-0,5832
0,77749	-0,4056	-0,8368	-0,3992	-0,1311
0,01038	-0,4163	-0,9607	-0,2268	-0,4053
-1,8815	-0,4141	0,85258	-0,0938	-0,1251
-0,0902	6,70427	-0,1885	-0,4141	-0,3079
-0,7897	-0,4198	1,04379	-0,355	-0,0155
0,30247	-0,4232	-1,1292	-0,3306	-0,0815
1,69265	-0,2978	-0,8682	-0,3372	-0,2217
0,62787	-0,4234	1,08211	-0,1268	-0,1934
-0,5032	-0,4201	1,43732	-0,3897	-0,1295
-0,8605	1,82402	-1,1595	-0,23	2,04675
0,04279	-0,4237	2,2686	-0,242	-0,2806
-0,1998	-0,3579	0,87621	-0,1991	-0,2672
1,26397	-0,4196	-0,3389	-0,3545	-0,5566
0,03146	-0,4221	0,23973	1,62104	-0,3777
0,24444	-0,3935	0,49683	0,84224	-0,343
-1,397	-0,3107	1,17646	-0,2919	-0,4187
0,06968	1,62564	0,59583	0,22249	-0,5294
1,23465	-0,0109	-1,1407	-0,2746	-0,5243
0,6392	-0,2943	-0,381	-0,2999	-0,1749
0,12983	-0,4163	-0,8952	-0,3301	-0,3853
-1,8611	-0,4149	0,82232	-0,007	-0,1264
-0,1747	-0,3002	-0,1438	0,14265	-0,2286
-0,7362	-0,4192	1,0753	0,25616	-0,3089
0,5547	-0,4232	-1,0171	0,19342	-0,3655

1,71216	-0,2978	-1,2621	0,42958	0,49397
0,62	-0,4234	0,8114	-0,0741	-0,0642
-0,1362	-0,4207	0,89501	5,65561	-0,3175
-0,8639	1,79727	0,36094	2,54107	-0,211
0,38673	-0,4237	0,89394	-0,4142	0,43865
-0,2778	-0,3526	0,36022	-0,3943	-0,137
1,02621	-0,4196	0,18046	-0,3922	-0,5872
0,12262	-0,425	0,04618	-0,4	-0,1672
-0,5308	-0,3935	0,04708	-0,3584	-0,3477
-1,591	-0,4064	2,13128	-0,4097	-0,4341
-0,9909	1,62564	4,35512	-0,4083	-0,5948
0,07004	-0,1493	-1,3861	-0,4093	6,10787
-0,0298	1,22094	-0,7226	-0,4119	-0,2054
0,4642	-0,4163	-0,824	-0,3958	-0,4434
-1,6617	-0,0111	0,73942	-0,4239	-0,1198
-0,1408	-0,2736	-0,892	-0,4228	0,30243
-0,7794	-0,4181	1,0599	-0,4124	-0,0829
0,19543	-0,4232	-1,2766	-0,4245	1,6306
2,15792	-0,2978	-1,2248	-0,4269	-0,3806
0,59892	-0,4234	0,47069	-0,1238	-0,0984
-0,9686	-0,4212	0,03902	0,15314	-0,0732
-0,5225	1,79727	-0,9795	0,01787	0,96668
0,27049	-0,4231	1,10413	-0,158	0,17164
0,09506	-0,3526	0,15128	-0,2623	-0,257
1,34592	-0,4186	-1,2544	-0,4197	0,16951
0,62824	-0,425	-0,6114	-0,4232	0,02362
-1,2292	-0,3915	-0,1916	-0,4123	0,40295
-1,4469	-0,4064	0,93082	-0,4173	-0,2945
-1,1176	1,62564	0,42252	-0,4158	-0,5173
2,71709	-0,1819	-1,2896	-0,4269	-0,0886
-0,1053	1,22094	-0,8349	-0,427	0,01017
0,8036	-0,4163	-0,7165	-0,4209	-0,4357
-1,2835	-0,0092	0,56128	-0,4168	-0,1502
0,42889	-0,3066	-1,2137	-0,425	0,2399
-0,7222	-0,4185	0,71919	-0,4215	-0,0857
0,33318	-0,4232	-0,7094	-0,4034	-0,4716
2,39598	-0,2978	-1,3838	-0,4254	5,74974
0,51678	-0,424	0,28359	-0,3458	-0,0824
-0,6649	-0,4246	-0,2039	-0,3588	-0,1106
0,09464	1,79727	-0,4721	-0,3835	-0,5386

-2,1879	-0,4232	0,36058	-0,4085	0,56787
0,14752	-0,3526	0,26443	-0,3867	-0,3226
1,34556	-0,4178	-1,0936	-0,3601	-0,4881
0,69875	-0,425	-0,3921	-0,3882	-0,2551
-1,247	-0,3915	-0,3935	-0,241	-0,2039
-0,8768	-0,4064	0,06731	-0,2605	-0,1904
-1,4152	1,59056	-0,4474	-0,2345	-0,3569
-0,0273	1,06652	-1,3811	-0,3212	1,01578
-0,0884	-0,294	-0,5822	-0,3461	-0,2303
0,80293	-0,4163	-0,5049	-0,4183	-0,4493
-0,5905	-0,4154	0,28932	-0,4017	-0,1883
0,333	-0,3312	-1,2297	-0,4125	-0,1486
-0,871	-0,4198	0,4757	-0,3625	-0,0363
-0,0784	-0,4232	-1,1996	-0,3803	0,7232

LAMPIRAN 5**Data Z Score Setelah Menghapus Data Outlier**

1,62679	-0,3045	-0,8167	-0,1555	-0,6108
-0,2771	-0,4193	0,8806	0,0513	-0,2707
-0,5582	-0,4162	2,21135	0,0512	-0,2099
-0,7266	1,54833	0,23415	-0,153	-0,22
1,15175	-0,4196	-0,1592	0,16469	0,04598
0,01371	1,56555	0,30535	1,81536	-0,5842
0,39603	-0,2759	-0,3176	0,29393	-0,5884
0,82354	-0,4021	-0,7805	0,06316	-0,1584
0,04387	-0,4125	-0,9001	-0,7888	-0,4192
-1,879	-0,4104	0,85002	-1,4454	-0,1527
-0,0583	6,48524	-0,1548	0,26869	-0,3265
-0,7693	-0,4159	1,03457	-0,1551	-0,0485
0,34074	-0,4191	-1,0627	-0,2757	-0,1112
1,75368	-0,2977	-0,8108	-0,2432	-0,2446
0,67148	-0,4194	1,07155	-1,2823	-0,2177
-0,4781	-0,4162	1,41439	0,38891	-0,1569
-0,8413	1,75773	-1,0919	1,17762	1,91301
0,07681	-0,4196	2,21671	1,11872	-0,3006
-0,1698	-0,3559	0,87283	1,33037	-0,2879
1,31798	-0,4156	-0,3	0,56285	-0,5632
-1,3866	-0,3102	1,16262	0,87205	-0,432
0,10415	1,56555	0,60222	-3,0077	-0,5373
1,28818	-0,0197	-1,0738	0,95748	-0,5324
0,68299	-0,2943	-0,3406	-0,4274	-0,2001
0,16528	-0,4125	-0,8369	-0,2783	-0,4002
-1,8582	-0,4111	0,82081	-1,8742	-0,154
-0,1443	-0,3	-0,1116	-2,6134	-0,2512
-0,7149	-0,4153	1,06498	-3,1741	-0,3276
0,5971	-0,4191	-0,9546	3,2693	-0,3813

0,66347	-0,4194	0,81027	-1,5428	-0,0948
0,42638	-0,4196	0,88994	0,2678	0,38349
-0,2491	-0,3508	0,37481	0,03878	-0,1641
1,07633	-0,4156	0,20132	0,37654	-0,5922
0,15796	-0,4209	0,07172	0,33818	-0,1928
-0,5062	-0,3904	0,07258	-0,1387	-0,3644
-1,5837	-0,4028	2,08417	0,29007	-0,4466
-0,9738	1,56555	4,23055	0,29703	-0,5994
0,10452	-0,1539	-1,3107	0,29198	5,77569
0,00299	1,17352	-0,6703	0,27917	-0,2291
0,50513	-0,4125	-0,7681	0,04648	-0,4555
-1,6555	-0,02	0,74081	0,22003	-0,1477
-0,1097	-0,2742	-0,8338	0,22532	0,25392
-0,7588	-0,4142	1,05012	0,27706	-0,1126
0,23196	-0,4191	-1,205	0,21717	1,51719
2,22657	-0,2977	-1,155	0,19978	-0,3957
0,64205	-0,4194	0,48143	-1,2973	-0,1274
-0,4977	1,73181	-0,9183	-1,997	0,88571
0,30824	-0,4191	1,09281	-1,1282	0,12952
0,12994	-0,3508	0,17315	-0,613	-0,2781
1,40128	-0,4147	-1,1835	0,24074	0,1275
0,67185	-0,4209	-0,563	0,22346	-0,0113
-1,216	-0,3884	-0,1578	0,27722	0,34953
-1,4373	-0,4028	0,92553	0,25273	-0,3139
-1,1026	1,56555	0,43495	0,14494	-0,5258
-0,0737	1,17352	-0,7786	0,20047	-0,0241
0,85008	-0,4125	-0,6644	0,17002	-0,4482
-1,2712	-0,0181	0,56887	0,15006	-0,1766
0,46923	-0,3062	-1,1443	0,19027	0,19444
-0,7006	-0,4146	0,72128	0,23187	-0,1153
0,37196	-0,4191	-0,6575	0,32154	-0,4823
0,55856	-0,4199	0,30085	-0,2008	-0,1121

-0,6425	-0,4205	-0,1697	-0,1366	-0,139
0,12951	1,73181	-0,4286	0,4196	-0,546
-2,1904	-0,4191	0,37516	0,29634	0,50639
0,18326	-0,3508	0,28236	0,00129	-0,3406
1,40091	-0,4139	-1,0283	-0,1303	-0,498
0,74351	-0,4209	-0,3513	0,00887	-0,2764
-1,2341	-0,3884	-0,3527	1,12354	-0,2277
-0,8578	-0,4028	0,09211	1,02741	-0,2149
-1,405	1,53157	-0,4047	1,15539	-0,3732
0,00558	1,02394	-1,3059	0,72754	0,93241
-0,0565	-0,294	-0,5348	0,60449	-0,2527
0,8494	-0,4125	-0,4602	0,24759	-0,4611
-0,5668	-0,4116	0,30638	0,32973	-0,2128
0,37177	-0,3301	-1,1597	0,27663	-0,1751
-0,8519	-0,4159	0,48627	0,52353	-0,0683
-0,0464	-0,4191	-1,1306	0,43529	0,65413