

**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, *FREE CASH FLOW*, DAN
RETURN ON ASSETS TERHADAP *DIVIDEND PAYOUT RATIO*
(STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2012-2014)**

Oleh:

Putri Awalina

Universitas Islam Kediri (UNISKA) Kediri

Email: putriawalinajaw@gmail.com

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menemukan bukti empiris adanya pengaruh struktur kepemilikan, *free cash flow*, dan *return on assets* terhadap *dividend payout ratio*. Sampel penelitian ini berjumlah 34 perusahaan yang diambil dari populasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2012-2014. Penentuan sampel dilakukan secara nonrandom atau menggunakan *nonprobability sampling* dengan metode *purposive sampling*. Data penelitian ini dianalisis menggunakan analisis regresi berganda. Hasil penelitian menemukan bukti empiris bahwa *managerial ownership* dan *return on assets* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Sedangkan variabel yang lain tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

Kata kunci : *Dividend payout ratio*, struktur kepemilikan, *free cash flow*, *return on assets*

I. PENDAHULUAN

Aktivitas investasi merupakan aktivitas yang dihadapkan pada berbagai macam risiko dan ketidakpastian yang seringkali sulit diidentifikasi oleh para investor. Investor yang berbentuk badan usaha maupun perorangan yang melakukan investasi dalam suatu perusahaan memiliki tujuan untuk meningkatkan kemakmurannya (Fauz dan Rosidi, 2007). Kemakmuran yang diharapkan oleh investor tersebut dapat diperoleh melalui tingkat kembalian investasi (*return*) berupa pendapatan dividen.

Kebijakan dividen perusahaan merupakan keputusan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada para pemegang saham. Kebijakan ini bermula dari bagaimana perlakuan manajemen terhadap keuntungan yang diperoleh perusahaan yang pada

umumnya sebagai bagian dari penghasilan bersih setelah pajak dibagikan kepada para investor dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali ke perusahaan dalam bentuk saldo laba.

Kebijakan dividen terkait juga dengan hubungan antara manajer dengan *stockholder*. Teori keagenan menjelaskan bahwa hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada *agent* tersebut (Jensen dan Meckling, 1976). Perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap *agency problem* karena adanya perbedaan kepentingan diantara keduanya. Di satu sisi pemegang saham menginginkan manager mengambil

keputusan terbaik yang menguntungkan pemegang saham, namun di sisi lain manager juga menginginkan kemakmuran untuk dirinya sendiri. Adanya *agency problem* antara *agent* dengan *principal* akan menimbulkan *agency cost*. Semakin sering tingkat keterjadian konflik maka akan lebih banyak menimbulkan *agency cost* (Jensen dan Meckling, 1976). *Agency cost* juga berarti penggunaan aliran kas untuk bonus atau pengeluaran-pengeluaran lain yang tidak perlu yang dilakukan manager atas *free cash flow* (aliran kas bebas).

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* yaitu, pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dengan begitu manager merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan demikian kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manager untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan. Kedua, meningkatkan pendanaan dengan hutang. Peningkatan pendanaan selain menurunkan *agency cost* juga akan menurunkan *excess cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan dilakukan oleh manajemen (Jensen, 1986). Ketiga, *institutional investor* sebagai monitoring kegiatan manajemen. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Moh'd *et.al.* (1998) menyatakan bahwa distribusi saham dari pemegang saham dari luar yaitu *institutional investor* dan *dispersion* dapat mengurangi *agency cost* karena akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Keempat, pembayaran dividen akan mengurangi dana yang tersedia bagi manager untuk melakukan tindakan yang menyimpang (Jensen, 1987).

Penelitian yang dilakukan La Porta *et.al.* (1997) menyebutkan bahwa kebijakan dividen dianggap sebagai mekanisme yang efisien untuk mengatasi masalah keagenan. Kebijakan dividen meliputi dua hal utama yaitu *dividend payout ratio* (DPR) dan stabilitas dividen. Besar atau kecilnya *dividend payout ratio* tergantung pada kebijakan dividen masing-masing perusahaan, sehingga pertimbangan manajemen sangat diperlukan. Dengan demikian perlu bagi pihak manajemen untuk mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen yang ditetapkan oleh perusahaan.

Dalam penelitian ini peneliti menggunakan variabel dependen berupa *dividen payout ratio* (DPR) dikarenakan DPR pada hakikatnya menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham. Sedangkan untuk variabel independennya berupa struktur kepemilikan yaitu *managerial ownership*, *institutional ownership*, *dispersion ownership* serta *free cash flow*, dan *return on assets*.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk membuktikan secara empiris pengaruh *managerial ownership*, *institutional ownership*, *shareholder dispersion*, *free cash flow*, dan *return on assets* terhadap *dividend pay out ratio*. Hasil penelitian ini memberikan kontribusi pada pengembangan teori akuntansi khususnya yang berkaitan dengan pembagian dividen dan teori keagenan. Berdasarkan hasil penelitian ini dapat diketahui bahwa *dividen payout ratio* dipengaruhi oleh *managerial ownership* dan *return on assets*.

II. TINJAUAN PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

1. Hubungan antara *Managerial Ownership* dengan *Dividend Payout Ratio*

Managerial ownership merupakan jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajemen termasuk juga dewan direksi dan komisaris. Semakin tinggi tingkat kepemilikan saham oleh manajemen akan mengurangi biaya keagenan (*agency cost*) karena manajemen akan merasakan secara langsung terhadap keputusan yang dibuatnya baik keuntungan maupun kerugian. Kepemilikan ini dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham.

Fauz dan Rosidi (2007) mengungkapkan bahwa *dividend payout ratio* dipengaruhi oleh adanya konflik keagenan. Konflik ini terjadi karena perusahaan telah melakukan pemisahan antara pihak pemilik dan pihak pengelola perusahaan. Konflik antara manajer dan pemegang saham terjadi karena perbedaan tujuan antara keduanya. Pemegang saham menginginkan peningkatan nilai perusahaan melalui peningkatan kesejahteraan mereka melalui pembagian dividen, sementara pihak manajemen memiliki tujuan lain yang seringkali bertentangan dengan pemegang saham. Dengan semakin besarnya *managerial ownership* maka akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham sehingga *dividend payout ratio*-nya pun akan semakin besar. Hubungan antara *managerial ownership* dengan *dividend payout ratio* telah diungkapkan dalam beberapa penelitian. Dengan demikian, maka dirumuskan hipotesis penelitian berikut:

H1: *Managerial ownership* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

2. Hubungan antara *Institusional Ownership* dengan *Dividend Payout Ratio*

Teori "*Clientele Effect*" menyatakan bahwa pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal tersebut mengindikasikan bahwa proporsi kepemilikan saham sangat mempengaruhi besar kecilnya *dividend payout ratio*. Kepemilikan institusi akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen yang berdampak pada peningkatan keuntungan perusahaan, hal tersebut akan berdampak pada peningkatan dividen, sehingga kepemilikan institusi yang meningkat akan meningkatkan *dividend payout ratio*. Selain itu penelitian Moh'd *et.al.* (1998) dan D'Souza & Saxena (1999) menyatakan bahwa distribusi saham dari pemegang saham dari luar yaitu *institusional ownership* dapat mengurangi *agency cost* karena akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Berdasarkan pada teori dan bukti empiris maka dirumuskan hipotesis penelitian mengenai hubungan *institusional ownership* dengan *dividend payout ratio*:

H2: *Institusional ownership* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

3. Hubungan antara *Shareholder Dispersion* dengan *Dividend Payout Ratio*

Shareholder dispersion adalah penyebaran kepemilikan saham. Holder, Langrehr dan Hexter (1998) menyatakan bahwa *shareholder dispersion* (penyebaran kepemilikan saham) yang besar akan menimbulkan biaya keagenan yang besar karena ketika kepemilikan saham ini menyebar, maka pemegang saham akan sulit dalam mengawasi perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) juga menyebutkan jumlah saham yang semakin menyebar mengakibatkan kekuatan pemegang saham untuk mengontrol manajemen menjadi lebih rendah. Semakin menyebar jumlah saham maka semakin besar pula perbedaan kepentingan para pemegang saham. Rozeff (1982) menyatakan dalam penelitiannya bahwa semakin menyebar pemilik saham, semakin besar pula dividen yang harus dibayarkan. Namun Moh'd *et.al.* (1998) dan D'Souza & Saxena (1999) menyatakan bahwa distribusi saham dari pemegang saham dari luar yaitu *dispersion ownership* dapat mengurangi *agency cost* karena akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Berdasarkan pada teori dan bukti empiris dirumuskan hipotesis penelitian mengenai hubungan *Shareholder dispersion* dengan *dividend payout ratio*:

H3: *Shareholder dispersion* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

4. Hubungan antara *Free Cash Flow* dengan *Dividend Payout Ratio*

Brigham dan Houston (2006:58) mengungkapkan bahwa *free cash flow* mencerminkan jumlah kas yang dihasilkan oleh bisnis untuk para pemegang sahamnya, dalam satu tahun tertentu. Kas bebas (*free cash flow*) sering menjadi sumber konflik bagi pihak *stakeholders* dan pihak *shareholders*, terutama karena perbedaan kepentingan antara kedua pihak tersebut (Fauz dan Rosidi, 2007). Konflik tersebut terjadi karena manajemen menginginkan kas bebas tersebut digunakan untuk investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan karena masa yang akan datang akan menambah insentif bagi manajer, sedangkan pemegang

saham menginginkan kas bebas dibagikan sebagai dividen untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Smith dan Kim (1994) dalam Rosdini (2009) menyatakan bahwa ketika *free cash flow* tersedia manajer disinyalir akan menghamburkannya sehingga terjadi *inefisiensi* dalam perusahaan atau akan menginfestasikan *free cash flow* dengan *return* yang kecil sehingga terjadi konflik antara pemegang saham dengan manajer. Untuk menurunkan konflik antara manajemen dengan pemegang saham atas *free cash flow* adalah pembatasan penggunaan *free cash flow* oleh manajemen dengan jalan membagikannya kepada pemegang saham sebagai dividen, sehingga ketika *free cash flow* meningkat *dividend payout ratio* pun akan ikut meningkat.

Mengacu pada teori dan bukti empiris maka dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H4: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*
5. Hubungan antara *Return on Assets* dengan *Dividend Payout Ratio*

Return on assets (ROA) merupakan salah satu rasio profitabilitas, yaitu rasio yang menunjukkan seberapa efektifnya perusahaan beroperasi sehingga menghasilkan keuntungan atau laba bagi perusahaan (Lisa dan Clara, 2009). Nilai ROA yang tinggi akan menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan keuntungan berbanding aset yang relatif tinggi.

Jensen *et.al.* (1992) menyatakan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi pula *cash flow* dalam perusahaan, dan diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi. Pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberikan sinyal mengenai keberhasilan perusahaan membukukan

profit (Wirjolukito *et.al.*, 2003 dalam Suharli, 2007). Teori *signaling* menjelaskan bahwa informasi tentang perubahan dividen yang dibayarkan digunakan oleh investor sebagai *signal* tentang prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Hal ini disebabkan adanya *asymmetric information* antara manajer dengan investor, sehingga para investor menggunakan dividen sebagai indikator tentang prospek perusahaan (Brigham dan Houston, 2011:214).

Berdasarkan pada teori dan bukti empiris maka dirumuskan hipotesis penelitian mengenai hubungan ROA dengan *dividend payout ratio* adalah sebagai berikut:

H5: *Return on assets* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

III. METODOLOGI PENELITIAN

1. Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2012-2014, dengan alasan pemilihan karena perusahaan manufaktur dianggap cukup sensitif terhadap setiap kejadian (Tarjo dan Jogiyanto, 2003 dalam Fauz dan Rosidi: 2007). Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan teknik *non probability sampling* yaitu *purposive sampling* dengan tipe *judgement sampling*.

Tabel 1
Hasil Seleksi Sampel

Keterangan	Jumlah
Jumlah perusahaan manufaktur yang <i>listing</i> di BEI secara berturut-turut periode 2012-2014	135
Perusahaan yang tidak mengumumkan laporan keuangannya di BEI selama periode 2012-2014	(2)
Jumlah perusahaan manufaktur yang tidak membagikan dividen kas selama periode 2012-2014	(96)
Jumlah perusahaan manufaktur yang laporan keuangan dinyatakan dengan selain mata uang rupiah	(3)
Jumlah data sampel	34

2. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah dokumentasi yaitu dengan cara mengumpulkan data-data yang dibutuhkan yaitu laporan keuangan tahunan perusahaan manufaktur periode tahun 2012-2014. Secara umum data yang dibutuhkan tersedia pada situs resmi Bursa Efek Indonesia dan *Indonesian Capital Market Directory*.

3. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

a. *Dividend Payout Ratio*

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *dividend payout ratio* (DPR). Variabel ini merupakan variabel yang diukur dengan rumus dividen yang dibayarkan dibagi dengan laba yang tersedia untuk pemegang saham umum. Jadi *dividend payout ratio* merupakan prosentase laba yang dibagikan kepada pemegang saham umum dari laba yang diperoleh perusahaan. *Dividend payout ratio* (DPR) dapat diukur dengan rumus sebagai berikut yang juga digunakan

dalam penelitian Wahidawati (2001), Fauz dan Rosidi (2007), Rosdini (2009).

$$DPR = \frac{DPS}{EPS}$$

Keterangan:

DPR : *Dividend Payout Ratio*

DPS : *Dividend Per Share*

EPS : *Earning Per Share*

b. *Managerial ownership*

Managerial ownership adalah pemegang saham yang berasal dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan dalam hal ini biasanya adalah direktur dan dewan komisaris. *Managerial ownership* diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajerial yang dapat dirumuskan sebagai berikut (Rozef, 1982; Moh'd *et.al.*, 1998):

$$\begin{aligned} & \text{managerial ownership} \\ & \text{saham yang dimiliki} \\ & = \frac{\text{direktur dan komisaris}}{\text{total saham beredar}} \end{aligned}$$

c. *Institutional ownership*

Institutional ownership adalah pemegang saham yang berasal dari institusi. *Institutional ownership* diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan yang dimiliki oleh institusi yang memiliki jumlah saham lebih dari 5% dan dapat dirumuskan sebagai berikut (Moh'd *et.al.*, 1998; Fauz dan Rosidi, 2007)

$$\begin{aligned} & \text{institutional ownership} \\ & = \frac{\text{saham yang dimiliki institusi}}{\text{total saham yang beredar}} \end{aligned}$$

d. *Shareholder dispersion*

Shareholder dispersion merupakan penyebaran kepemilikan saham dalam sebuah perusahaan. *Shareholder dispersion* (penyebaran kepemilikan saham) yang besar akan menimbulkan biaya keagenan yang besar karena ketika kepemilikan saham ini menyebar, maka pemegang saham akan sulit dalam mengawasi

perusahaan. Dalam penelitian ini *shareholder dispersion* diwakili oleh kepemilikan publik dimana jumlah saham yang dimiliki kurang dari 5 % (Holder *et.al.*, 1999).

$$\begin{aligned} & \text{shareholder dispersion} \\ & = \frac{\text{saham biasa yang dimiliki oleh publik}}{\text{jumlah saham yang beredar}} \end{aligned}$$

e. *Free Cash Flow*

Free cash flow atau aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham, yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Fauz dan Rosidi (2007), rumus *free cash flow* adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} & FCF \\ & = \text{aliran kas operasi} \\ & \quad - \text{pengeluaran modal} \\ & \quad - \text{modal kerja bersih} \end{aligned}$$

Keterangan :

FCF : *free cash flow*

Aliran kas operasi : kas yang berasal dari aktivitas penghasil utama.

Pengeluaran modal : selisih total aset tetap awal periode dengan akhir periode.

Modal kerja bersih : selisih aset lancar dengan utang lancar.

f. *Return on Assets*

ROA merupakan rasio antara pendapatan bersih sesudah pajak terhadap total asset. Dalam penelitian ini nilai ROA diambil dari informasi yang diterbitkan oleh perusahaan dalam bentuk *annual report*. Secara matematis ROA dapat diformulasikan sebagai berikut (Brigham dan Houston, 2006; 114), (Wahidawati, 2002), (Suharli, 2007).

$$\begin{aligned} & ROA \\ & = \frac{\text{Net Income After Tax}}{\text{Total Assets}} \end{aligned}$$

4. Model Analisis Data

Model analisis data yang digunakan untuk menganalisis hubungan variabel independen terhadap variabel dependen dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda dengan menggunakan bantuan program SPSS. Bentuk rumusan regresi linier berganda dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + e$$

Keterangan:

α	= <i>intercept</i>
β	= <i>koefisien regresi</i>
X_1	= <i>managerial ownership</i>
X_2	= <i>institutional ownership</i>
X_3	= <i>shareholder dispersion</i>
X_4	= <i>free cash flow</i>
X_5	= <i>return on assets</i>
ε	= <i>gangguan/ eror</i>

5. Uji Hipotesis secara Simultan (Uji F)

Pengujian koefisien regresi keseluruhan menunjukkan apabila variabel bebas secara keseluruhan atau bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap variabel tidak bebas. Dalam penelitian ini variabel bebas atau independen adalah *managerial ownership*, *institutional ownership*, *shareholder dispersion*, *free cash flow*, dan *return on assets*. Sedangkan variabel dependennya adalah *dividend payout ratio*.

Pedoman pengambilan keputusannya adalah sebagai berikut:

- jika probabilitas > 0.05 maka variabel bebas secara bersama-

sama tidak berpengaruh terhadap variabel *dividend payout ratio*

- jika probabilitas < 0.05 maka variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel *dividend payout ratio*.

6. Uji hipotesis secara Parsial (Uji t)

Pengujian parsial regresi ini dimaksudkan untuk melihat apakah variabel independen secara individu mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen dengan asumsi variabel independen lainnya konstan. Pedoman pengambilan keputusannya adalah sebagai berikut:

- jika probabilitas > 0.05 maka variabel bebas secara individu tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*
- jika probabilitas < 0.05 maka variabel bebas secara individu berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

7. Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) mengukur seberapa jauh kemampuan model yang dibentuk dalam menerangkan variasi variabel independen. Nilai R^2 besarnya antara 0-1 ($0 < R^2 < 1$) koefisien determinasi ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar variabel independen mempengaruhi variabel dependen. Apabila R^2 mendekati 1 berarti variabel independen semakin berpengaruh terhadap variabel tidak bebas.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Statistik Deskriptif

Tabel 2
Analisis statistik deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	58	.06	1.42	.4028	.29104
IO	58	.00	.46	.0411	.10901
IST	58	.00	.96	.6791	.21128
DO	58	.02	.67	.2774	.16143
FCF	58	-1.17E13	3.20E12	-1.0675E12	2.72694E12
ROA	58	-.07	.41	.1373	.11075
Valid N (listwise)	58				

Sumber data: lampiran 2

Tabel 2 diatas menunjukkan bahwa nilai terendah variabel *dividend payout ratio* (DPR) pada sampel penelitian adalah 0,06 dan nilai tertinggi adalah sebesar 1,42. Rentang antara 0,06 sampai dengan 1,42 menunjukkan bahwa jumlah dividen yang dibagikan antar perusahaan sangat beragam. Rasio paling tinggi diantara yang lain disebabkan karena *earning per share* yang rendah. Dan rata-rata nilai variabel DPR adalah sebesar 0,4028 dengan standar deviasi sebesar 0,29104. Standar deviasi yang menunjukkan angka lebih kecil dari rata-rata menunjukkan bahwa data mengelompok disekitar rata-rata.

Hasil statistik deskriptif pada variabel *managerial ownership* (IO) menunjukkan bahwa IO memiliki nilai terendah sebesar 0,00 dan tertinggi sebesar 0,46. Nilai terendah pada IO menunjukkan bahwa perusahaan tidak memiliki managerial ownership sehingga nilainya adalah 0%, sedangkan nilai terbesar yaitu 0,46 menunjukkan bahwa saham perusahaan yang dimiliki oleh manajemen adalah sebesar 46%. Besarnya nilai rata-rata pada variabel IO adalah 0,0411 yang berarti bahwa secara umum kepemilikan saham oleh manajer rata-

rata sebesar 4,11% dengan nilai standar deviasi sebesar 0,10901. Standar deviasi yang lebih besar dari nilai rata-rata menunjukkan bahwa data memiliki kecenderungan tersebar.

Variabel *institutional ownership* (IST) memiliki nilai terendah 0,00 dan nilai tertinggi sebesar 0,96. Nilai terendah pada IST menunjukkan angka 0,00 yang berarti saham perusahaan tersebut tidak dimiliki oleh institusi lain. Sedangkan angka tertinggi 0,96 mengindikasikan hampir seluruh saham dimiliki oleh institusi yaitu sebesar 96%. Selain itu nilai rata-rata variabel IST adalah sebesar 0,6791 yang menunjukkan bahwa rata-rata kepemilikan perusahaan oleh institusi adalah sebesar 67,91% dan standar deviasi sebesar 0,20815 lebih kecil dari nilai rata-rata menunjukkan bahwa data mengelompok disekitar rata-rata.

Nilai variabel *shareholder dispersion* (DO) paling rendah adalah 0,02 yang berarti bahwa penyebaran kepemilikan yang diwakili oleh kepemilikan masyarakat paling rendah pada perusahaan yang dijadikan sampel adalah sebesar 2% dan tertinggi adalah 0,67 yang berarti bahwa penyebaran kepemilikan paling tinggi adalah sebesar 67%. Nilai rata-rata variabel

DO adalah sebesar 0,2774 yang berarti rata-rata saham yang dimiliki masyarakat adalah sebesar 27,74% dengan standar deviasi sebesar 0,16143. Standar deviasi yang lebih kecil dari nilai rata-rata menunjukkan bahwa data mengelompok disekitar rata-rata.

Hasil statistik deskriptif dari variabel *free cash flow* (FCF) menunjukkan bahwa nilai terendah dari variabel FCF -1,17E13 dan nilai tertinggi adalah 3,20E12. Nilai negatif pada FCF menunjukkan bahwa kas yang tersedia digunakan untuk aktivitas investasi dan pembiayaan. Besarnya nilai rata-rata adalah -1,0675E12 dengan standar deviasi sebesar 2,72694E12. Nilai rata-rata menunjukkan angka negatif dikarenakan sebagian besar FCF yang dimiliki perusahaan sampel adalah negatif, sedangkan standar deviasi yang lebih besar dari nilai rata-rata menunjukkan bahwa data yang digunakan memiliki kecenderungan tersebar.

Hasil statistik deskriptif pada variabel *return on assets* (ROA) menunjukkan bahwa ROA memiliki nilai terendah sebesar -0,07 dan nilai tertinggi sebesar 0,41. Angka negatif pada nilai terendah ROA menunjukkan bahwa perusahaan sedang mengalami kerugian sehingga labanya adalah negatif. Nilai rata-rata variabel ROA adalah sebesar 0,1373 yang berarti bahwa rata-rata keefektifan perusahaan beroperasi untuk menghasilkan keuntungan adalah sebesar 13,73% dengan standar deviasi sebesar 0,11075. Standar deviasi lebih kecil

dari nilai rata-rata menunjukkan bahwa data yang digunakan memiliki kecenderungan mengelompok disekitar rata-rata.

Dengan melihat nilai standar deviasi yang lebih besar dibandingkan dengan nilai rata-ratanya yaitu pada variabel IO dan FCF dapat disimpulkan bahwa data yang digunakan kurang bagus karena memiliki standar deviasi tinggi dan kecenderungan menyebar (Chasanah, 2008). Semakin menyebar maka dapat diartikan bahwa data tersebut memiliki variasi nilai yang besar. Variabel DPR, IST, DO, dan ROA menunjukkan nilai rata-rata lebih tinggi dari standar deviasi menunjukkan bahwa data yang digunakan adalah data yang bagus yaitu memiliki kecenderungan mengelompok pada nilai rata-rata atau variasi nilai datanya rendah (Chasanah, 2008).

2. Hasil Pengujian Hipotesis

a. Hasil Uji Hipotesis Secara Simultan (Uji F)

Uji hipotesis secara simultan bertujuan untuk mengetahui apakah secara bersama-sama variabel independen yang digunakan di dalam penelitian mempengaruhi variabel dependen. Dalam regresi ini variabel independen terdiri dari *managerial ownership*, *institutional ownership*, *shareholder dispersion*, *free cash flow*, dan *return on assets* sedangkan variabel dependennya adalah DPR. Berikut ini akan disajikan output hasil pengujian hipotesis secara simultan.

Tabel 3
Hasil Pengujian Hipotesis Secara Simultan

R-squared	0.279343	Mean dependent var	0.402788
Adjusted R-squared	0.210049	S.D. dependent var	0.291044
S.E. of regression	0.258677	Akaike info criterion	0.231226
Sum squared resid	3.479522	Schwarz criterion	0.444375
Log likelihood	-0.705542	Hannan-Quinn criter.	0.314252
F-statistic	4.031266	Durbin-Watson stat	1.816615
Prob(F-statistic)	0.003632		

Sumber data: Lampiran 7

Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan probabilitas (*F-statistic*) sebesar 0,003632 dapat diartikan bahwa H_0 ditolak dan H_1 diterima. Dengan demikian variabel independen yang terdiri dari *managerial ownership*, *institusional ownership*, *shareholder dispersion*, *free cash flow*, *return on assets* secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen yaitu DPR.

b. Hasil Uji Hipotesis Secara Parsial (Uji t)

Pengujian parsial regresi ini dimaksudkan untuk melihat apakah variabel independen secara individu mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen dengan asumsi variabel independen lainnya konstan. Berikut akan disajikan hasil dari pengujian hipotesis secara parsial.

Tabel 4
Hasil Pengujian- Hipotesis Secara Parsial

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.315910	0.084087	3.756945	0.0004
DO	-0.320387	0.234384	-1.366929	0.1775
FCF	-3.06E-15	7.35E-15	-0.415933	0.6792
IO_DO	0.074797	0.028016	2.669803	0.0101
IST_DO	0.000814	0.003908	0.208255	0.8358
ROA	1.120769	0.471300	2.378039	0.0211

Sumber data: Lampiran 8

Berdasarkan tabel 4 maka dapat disusun persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$DPR = 0,315910 - 0,320387DO - 3,06E15FCF + 0,074797IODO + 0,000814ISTDO + 1,120769ROA + e$$

c. Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) mengukur seberapa jauh kemampuan model yang dibentuk dalam menerangkan variasi variabel independen. Berdasarkan tabel 4 nilai koefisien regresi (R^2) adalah sebesar

0,210. Hal ini menunjukkan bahwa besar pengaruh variabel *managerial ownership*, *institusional ownership*, *shareholder dispersion*, *free cash flow*, dan *return on assets* terhadap variabel dependen yaitu *dividend payout ratio* yang dapat diterangkan oleh model

persamaan ini adalah sebesar 21% sedangkan sisanya sebesar 79% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan dalam model regresi.

3. Pembahasan Hasil Uji Hipotesis

a. Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh *Managerial Ownership* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis ke-1 yaitu pengaruh variabel *managerial ownership* terhadap *dividend payout ratio*, penelitian ini berhasil membuktikan bahwa *managerial ownership* berpengaruh secara signifikan dengan arah positif terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini sesuai dengan apa yang telah diprediksi oleh teori bahwa dengan semakin banyaknya tingkat kepemilikan manajerial maka kedudukan manajer dengan pemegang saham akan sejajar dimana keduanya memiliki hak yang sama yaitu sama-sama mendapatkan *income* dari kepemilikan saham yaitu dividen (Brigham dan Houston, 2006; 27).

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Mahadwarta dan Hartono (2002) yang menunjukkan hasil yang signifikan namun dengan arah yang berbeda. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan hasil penelitian Rozeff (1982), Ismiyati dan Hanafi (2003), Fauz dan Rosidi (2007).

Hasil ini mendukung *agency theory* dari Jensen dan Meckling (1976) yang mengemukakan bahwa konflik kepentingan timbul pada saat pengelolaan perusahaan diserahkan kepada *agent* (manajer) oleh *principal* (pemegang saham). Hal tersebut mengakibatkan adanya kecenderungan manajer bertindak untuk memenuhi keinginannya sendiri atas beban pemegang saham sehingga menimbulkan perbedaan kepentingan, sehingga dividen digunakan untuk meredakan perbedaan kepentingan.

b. Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh *Institutional Ownership* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis ke-2, penelitian ini tidak berhasil membuktikan bahwa *institutional ownership* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. *Dividend payout ratio* yang tinggi merupakan kompensasi bagi investor institusional atas peran *monitoring*-nya. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Tandelilin dan Wilberforce (2002) dalam Ismiyati dan Hanafi (2003) yang berargumentasi bahwa kepemilikan institusional lebih mementingkan adanya stabilitas pendapatan (*return*) melalui dividen. Sehingga ketika *institutional ownership* meningkat maupun menurun besarnya *dividend payout ratio* tetap sama.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Ismiyati dan Hanafi (2003), Fauz dan Rosidi (2007) yang mengungkapkan bahwa *institutional ownership* tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Tetapi hasil penelitian ini bertolak belakang dengan hasil penelitian yang dilakukan D'Souza dan Saxena (1999).

c. Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh *Shareholder Dispersion* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis ke-3, penelitian ini tidak berhasil membuktikan bahwa *shareholder dispersion* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Dalam penelitian ini *shareholder dispersion* diwakili oleh jumlah persentase saham yang dimiliki oleh masyarakat umum. Dalam hal ini setiap masyarakat umum yang mempunyai saham suatu perusahaan maksimal adalah 5%, sehingga mereka tidak memiliki kekuatan untuk mempengaruhi besar

kecilnya *dividend payout ratio* (DPR). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan jumlah saham yang semakin menyebar mengakibatkan kekuatan pemegang saham untuk mengontrol manajemen menjadi lebih rendah, sehingga semakin tinggi tingkat *shareholder dispersion* maka kekuatan pemegang saham untuk mempengaruhi *dividend payout ratio* menjadi rendah. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan hasil yang diungkapkan oleh Holder *et.al.* (1998) dan Rozeff (1982) yang mengemukakan bahwa *shareholder dispersion* merupakan faktor penentu *dividend payout ratio*, semakin meningkat DO maka permasalahan akan semakin meningkat sehingga kebutuhan untuk memonitor semakin tinggi.

d. Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Berdasarkan pengujian terhadap hipotesis ke-4, penelitian ini tidak berhasil membuktikan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Brigham dan Houston (2006:58) mengungkapkan bahwa *free cash flow* mencerminkan jumlah kas yang dihasilkan oleh bisnis untuk para pemegang sahamnya, dalam satu tahun tertentu. Dalam penelitian ini *free cash flow* menunjukkan arah negatif terhadap *dividend payout ratio* yaitu semakin tinggi nilai *free cash flow* maka semakin rendah dividen yang dibagikan, atau semakin rendah nilai *free cash flow* maka semakin tinggi dividen yang dibagikan. Arah negatif tersebut dikarenakan dengan nilai *free cash flow* yang negatif perusahaan tetap membagikan dividen. Sebuah perusahaan yang menghasilkan arus kas tinggi tidak selalu melaporkan jumlah kas di dalam neracanya juga tinggi (Brigham dan Houston, 2006:59). Arus kas yang dilaporkan oleh perusahaan dibagi kedalam tiga

kelompok utama yaitu arus kas operasi, arus kas investasi, dan arus kas pembiayaan, sehingga ketika nilai *free cash flow* negatif mengindikasikan bahwa kas yang dimiliki perusahaan lebih banyak dialokasikan untuk aktivitas investasi maupun pembiayaan dan tidak mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang diungkapkan oleh Fauz dan Rosidi (2007) yang menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Namun hasil penelitian ini bertolak belakang dengan hasil yang diungkapkan oleh Rosdini (2009).

e. Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh *Return on Assets* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis ke-5, penelitian ini berhasil membuktikan bahwa *return on assets* berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini dikarenakan dengan nilai ROA yang tinggi akan menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan keuntungan berbanding aset yang relatif tinggi. Solberg dan Zorn (1992) dalam Wahidawati (2002) menemukan bahwa profitabilitas yang lebih tinggi bisa diperkirakan menghasilkan dividen yang lebih tinggi. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Lisa dan Clara (2009) serta penelitian yang dilakukan oleh Wahidawati (2002).

5. PENUTUP

1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menemukan bukti empiris adanya pengaruh struktur kepemilikan, *free cash flow*, dan *return on assets* terhadap *dividend payout ratio*. Sampel penelitian ini berjumlah 34 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa

Efek Indonesia (BEI) periode 2012-2014. Penentuan sampel dilakukan secara nonrandom atau menggunakan *nonprobability sampling* dengan metode *purposive sampling*. Data penelitian ini dianalisis menggunakan analisis regresi berganda.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *managerial ownership* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini sesuai dengan apa yang telah diprediksi oleh teori bahwa dengan semakin banyaknya tingkat kepemilikan manajerial maka kedudukan manajer dengan pemegang saham akan sejajar dimana keduanya memiliki hak yang sama yaitu sama-sama mendapatkan *income* dari kepemilikan saham tersebut (Brigham dan Houston, 2006; 27). Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Mahadwarta dan Hartono (2002). Selain *managerial ownership*, *dividend payout ratio* juga dipengaruhi oleh ROA. Hal ini

dikarenakan dengan nilai ROA yang tinggi akan menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan keuntungan berbanding aset yang relatif tinggi.

2. Keterbatasan dan Saran

Hasil perhitungan koefisien determinasi (R^2) sebesar 21%. Artinya, kemampuan variabel independen menjelaskan variabel dependen sangatlah terbatas sekali, yakni hanya sebesar 21% sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel-variabel lain diluar model penelitian ini. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi yang terbentuk masih perlu diperbaiki dengan melakukan penambahan atau penggantian beberapa variabel independen yang diduga berpengaruh. Penelitian selanjutnya dapat memasukkan variabel lain yang diduga memiliki pengaruh terhadap *dividend payout ratio* seperti *firm size*, *sales growth*, *collateral assets*.

REFERENSI

- Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. 2006. *Fundamentals of Financial Management Dasar-Dasar Manajemen Keuangan Buku 1 Edisi 10*. Salemba Empat: Jakarta.
- Brigham, Eugene F. dan Houston, Joel F. 2011. *Dasar-Dasar Management Keuangan: Essentials of Financial Management*. Salemba Empat: Jakarta.
- Chasanah, Amalia Nur. 2008. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio (DPR) Pada Perusahaan yang Listed di Bursa Efek Indonesia. Tesis Program Studi Magister Manajemen. Universitas Diponegoro.
- D'Souza J. dan Saxena, Atul K. 1999. Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities and Dividend Policy-An International Perspective. *Managerial Finance*. Vol 25, No 6. Pp 35-43.
- Fauz, Ahmad dan Rosidi. 2007. Pengaruh Aliran Kas Bebas, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang dan Collateral Asset terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*. Vol.8, No.2, pp 259-267.
- Holder, Mark. E, Frederick W Langrehr, dan J Lawrence Hexter. 1998. Dividend Policy Determinants: An Investigation of The Influences of Stakeholder Theory. *Financial Management ABI/INFORM Research*, Vol. 27, No. 3, pp:73-82.

- Ismiyanti, Fitri dan Mamduh M. Hanafi. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang, dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan. Simposium Nasional Akuntansi VI. Surabaya.
- Jensen, GR, DP Solberg, TS Sorn.1992. Simultaneous Determinant of Insider Ownership, Debt, dan Dividend Policies., *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.p.247-263.
- Jensen, M. dan Meckling, William. 1976. Teory of The Firm: Managerial Behavior, Agency. And Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. October, vol 3, No. 4, pp. 305-360.
- Jensen, Michael C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. May, vol 76(2):323-329.
- Jensen, Michael C. 1987. The Free Cash Flow Theory of Takeovers: A Financial Perspective on Mergers and Acquisitios and the Economy. "The Merger Boom", *Proceedings of a Conference sponsored by Federal Reserve Bank of Boston*, October, pp.102-143.
- La Porta, Rafael, Silanes, F.L., Shleifer, A., Vishny, R.W. 1997. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *Second Draft*.
- Mahadwartha, Putu A., Hartono, Jogyanto. 2002. Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi anantara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Manajemen. Simposium Nasional Akuntansi VI. Semarang.
- Marlina, Lisa dan Danica Clara. 2009. Analisis Pengaruh Cash Position, Debt to Equity Ratio, dan Return on Assets Terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Manajemen Bisnis*. Vol 2 No 1. Pp 1-6.
- Moh'd, M.A., Perry, L.G., Rimbey, J.N. 1998. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review* 33, pp. 85-98.
- Rosdini, Dini. 2009. Pengaruh Free Cash Flow terhadap Dividend Payout Ratio. *Working Paper In Accounting and Finance*.
- Rozef, M. 1982. Beta and Agency Cost as Determinants of Payout Ratio. *Journal of Financial Research*. Vol 5, No. 3, Fall 249-259.
- Suharli, Michell. 2007. Pengaruh Profitabilitas dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol 9 No 1. Pp 9-17.
- Wahidawati. 2002. Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict: Analisis Persamaan Simultan Non Linier Dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Risiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen. Simposium Nasional Akuntansi 5. Semarang.