

PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN STRUKTUR KEMPEMILIKAN TERHADAP *DIVIDEND PAYOUT RATIO*

Jurica Lucyanda ✉

Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Ilmu Sosial, Universitas Bakrie, Jakarta

Lilyana

Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Ilmu Sosial, Universitas Bakrie, Jakarta
Jl. H.R. Rasuna Said Kav. C-22. Kuningan. Jakarta Selatan. 12920

Diterima: Mei 2012. Disetujui: Juni 2012. Dipublikasikan: September 2012

Abstrak

Penelitian ini bertujuan menguji bagaimana *free cash flow* dan struktur kepemilikan berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan nonkeuangan 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 yang 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.

Abstract

This study aims at testing the effect of free cash flow and ownership structure on the dividend payout ratio of non-financial companies, listed on the Indonesia Stock Exchange. Multiple regression was employed to analyze data. The study collected empirical data from the Indonesia Stock Exchange consisting of 70 companies. The data were collected from financial report from three consecutive years (2007-2009). The finding indicates that the variables which have a significant effect on the dividend payout ratio are free cash flow, institutional ownership, and firm size. The high free cash flow, the low percentage of institutional ownership, and the large size companies will produce high dividends. The variable of family ownership, foreign ownership, debt policy, and investment opportunities do not significantly effect corporate dividend payout ratio.

© 2012

Keywords: *free cash flow; ownership structure; dividend payout ratio*

Pendahuluan

Dalam berinvestasi saham, pemegang saham sebagai investor mengharapkan imbal hasil dari perusahaan dalam bentuk dividen dan *capital gain*. Pilihan atas dividen dan *capital gain*

bergantung pada kebutuhan dan tujuan investor. Dalam teori *clientele effect*, dijelaskan bahwa investor, yang memiliki preferensi lebih besar terhadap dividen, melihat dividen sebagai hal yang lebih pasti daripada *capital gain* (Keown *et al.*, 2003). Investor yang lebih memilih dividen berharap tingkat pembagian dan pertumbuhan dividen tersebut disesuaikan dengan keuntungan yang diperoleh perusahaan.

Kebijakan dividen atau keputusan dividen pada hakikatnya adalah untuk menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan (Levy & Sarnat, 1990). Umumnya kebijakan pembagian dividen ini menggunakan indikator laba bersih (*net income*) perusahaan. Laba bersih yang tercermin dalam laporan laba rugi perusahaan menggunakan *accounting income* sehingga tidak menggambarkan ketersediaan kas untuk membayar dividen tersebut (Miller & Modigliani, 1961).

Penelitian mengenai pengaruh *free cash flow* terhadap pembagian dividen masih sedikit, karena perhitungan *free cash flow* masih belum dikenal luas oleh investor. Penelitian Rosdini (2009) menguji pengaruh *free cash flow* terhadap pembagian dividen, menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian Arvitricia (2010) menemukan hasil yang berbeda, *free cash flow* tidak memiliki hubungan *dividend payout ratio*.

Manajemen seringkali menggunakan dana yang seharusnya digunakan untuk membayar pemegang saham dalam bentuk dividen untuk melakukan investasi yang berlebihan. Jensen (1986) mengemukakan bahwa manajer memiliki insentif untuk memperbesar perusahaan melebihi ukuran optimalnya sehingga mereka tetap melakukan investasi meskipun memberikan *net present value* yang negatif. Keputusan untuk melakukan investasi tersebut menyebabkan masalah keagenan (*agency problem*). *Agency problem* adalah masalah yang muncul ketika terjadi perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer (Kouki & Guizani, 2009). Para pemegang saham hanya tertarik pada hasil keuangan atau pertumbuhan investasi pada perusahaan sedangkan manajer menginginkan insentif yang sebesar-besarnya atas kinerjanya.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), masalah keagenan tersebut dapat dikurangi dengan cara meningkatkan kepemilikan pihak dalam. Kepemilikan pihak dalam tersebut dapat dilakukan dengan cara memberikan *stock option* kepada manajer. Selain itu, kepemilikan pihak dalam tersebut dapat dilakukan dengan memiliki proporsi saham mayoritas sehingga pemegang saham tertentu dapat menjadi pengendali dalam suatu perusahaan. Pemegang saham pengendali memiliki hak suara yang lebih besar dalam pemilihan direksi sehingga dapat memilih direksi yang memiliki tujuan yang sama dengan pemegang saham.

Menurut Megginson (1997) dan Kumar (2003), struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Struktur kepemilikan dalam perusahaan dapat terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, kepemilikan negara (BUMN), kepemilikan asing dan kepemilikan publik. Kepemilikan manajerial dan kepemilikan publik tidak digunakan dalam penelitian ini karena kepemilikan manajerial pada perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) tidak lebih dari 5%. Di sisi lain, kepemilikan publik merupakan kepemilikan individu yang tidak wajib dicatat yang kepemilikannya tidak besar atau tidak lebih dari 5%. Menurut Chai (2010), persentase lebih dari 5% merupakan indikator yang sesuai dalam melakukan penelitian mengenai kepemilikan saham di perusahaan. Kepemilikan negara juga tidak digunakan karena kebijakan pembagian dividen pada perusahaan BUMN diatur oleh peraturan yang ditetapkan oleh pemerintah.

Kepemilikan saham yang berbeda menghasilkan tujuan yang berbeda sehingga kebijakan dalam pembayaran dividen berbeda pula. Penelitian Arvitricia (2010) menemukan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap besaran dividen yang dibayarkan sedangkan kepemilikan keluarga memiliki pengaruh positif terhadap besaran dividen. Sugiarto (2008) menemukan bahwa kepemilikan keluarga memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio*. Prasetyo (2009) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio*. Chai (2010) menemukan kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap

dengan tingkat pembayaran dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio*.

Adanya perbedaan pada hasil penelitian mengenai pengaruh *free cash flow* dan struktur kepemilikan terhadap *dividend payout ratio* menyebabkan terjadinya ambiguitas dalam pengambilan kesimpulan. Oleh karena itu, perlu dilakukan penelitian kembali sehubungan dengan pengaruh *free cash flow* dan struktur kepemilikan terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian ini merupakan replika dari penelitian Rosdini (2009), Sugiarto (2008), Prasetyo (2009), dan Chai (2010), yang menguji pengaruh *free cash flow* dan struktur kepemilikan terhadap *dividend payout ratio*.

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.

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh institusi keuangan, seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, dan *asset management* (Tarjo, 2008). Sesuai dengan teori preferensi pajak, investor individu akan lebih menyukai perusahaan tidak membayar dividen karena tarif pajak pribadi untuk penghasilan yang diterima dalam bentuk dividen lebih besar daripada tarif pajak penghasilan pribadi atas keuntungan modal. Investor akan lebih untung jika dana tetap pada perusahaan atau dibayar melalui pembelian kembali saham yang beredar. Dengan demikian, mereka membayar pajak atas keuntungan modal yang lebih rendah dari pada menerima dividen. Konsisten dengan pendapat Brennan (1970) mengatakan bahwa kebijakan *dividend payout* tinggi berpengaruh negatif terhadap harga saham karena dividen selalu dikenakan pajak yang lebih tinggi dari pada *capital gain*. Senada dengan Litzenberger dan Ramaswamy (1982) yang mengatakan bahwa selama dividen memiliki tarif pajak yang tinggi dibandingkan dengan *capital gain*, maka akan menyebabkan tingginya *expected personal tax liabilities*, sehingga investor mensyaratkan tingginya *expected return* sebelum pajak.

Pengertian perusahaan keluarga didefinisikan secara berbeda oleh berbagai penelitian seperti Anderson dan Reeb (2003) mendefinisikan perusahaan keluarga adalah setiap perusahaan yang memiliki pemegang saham yang dominan. Morck dan Yeung (2004) mendefinisikan perusahaan keluarga sebagai perusahaan yang dijalankan oleh penerus dari orang yang sebelumnya bertanggungjawab terhadap perusahaan atau oleh keluarga yang secara jelas berada dalam proses untuk menyerahkan kendali perusahaan kepada penerusnya. Arifin (2003) mendefinisikan keluarga sebagai semua individu dan perusahaan yang kepemilikannya tercatat, yang bukan perusahaan publik, negara, institusi keuangan, dan publik. Kepemilikan saham di negara berkembang sebagian besar dikontrol oleh kepemilikan keluarga, termasuk perusahaan di Indonesia. Pola kepemilikan keluarga yang terkonsentrasi dan pemilik utama (*ultimate control*) yang dominan menyebabkan kebijakan pembagian dividen diarahkan agar tidak memberatkan keluarga (Arifin, 2003).

Menurut Setiawan *et al.* (2006), kepemilikan asing merupakan porsi *outstanding share* yang dimiliki oleh investor atau pemodal asing (*foreign investors*). Berdasarkan Peraturan Menteri Keuangan No. 153/PMK.010/2010 tentang Kepemilikan Saham dan Permodalan Perusahaan Efek, pemodal asing adalah orang perseorangan warga negara asing atau badan hukum asing yang tidak bergerak pada bidang keuangan. Keberadaan investor asing dalam struktur kepemilikan perusahaan diharapkan akan menaikkan kinerja perusahaan dengan beberapa alasan. Pertama, investor asing tersebut akan menambah tekanan kepada manajer dalam menyediakan tambahan pengawasan. Kedua, investor asing tersebut dapat memberikan modal-modal baru dan mempekerjakan manajer yang sudah terlatih. Ketiga, investor asing tersebut membantu perusahaan lokal miliknya untuk mendaftar di pasar internasional yang mengakibatkan biaya

perolehan modalnya semakin berkurang (Bekaert & Harvey, 1999).

Kieso *et al.* (2007) menyatakan bahwa dividen adalah pembagian laba perusahaan kepada para pemegang saham. Jumlah laba yang dibagikan tersebut sebanding dengan jumlah kepemilikan saham yang dipegang masing-masing pemilik. Kebijakan pembagian dividen adalah kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh pihak perusahaan, berupa penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan dan besarnya saldo laba yang akan ditahan untuk kepentingan perusahaan (Sutrisno, 2001).

Kieso *et al.* (2007) membedakan dividen menjadi 4 (empat) jenis. Dividen tunai (*cash dividends*), merupakan distribusi dividen dalam bentuk tunai biasanya dinyatakan dalam rupiah atau persentase. Pembayaran dividen tunai akan mengurangi kas perusahaan dan laba ditahan. Laba ditahan yang tinggi bukan berarti perusahaan memiliki kas yang banyak dan mampu membayar dividen tunai. Laba ditahan tersebut dapat digunakan untuk investasi perusahaan atau untuk membayar hutang. Dividen properti (*property dividends*) atau *dividend in kind*, merupakan dividen yang dibayarkan menggunakan aset perusahaan selain kas. Aset perusahaan yang dibayarkan untuk dividen dapat berupa persediaan, *real estate*, investasi atau dalam bentuk apapun yang ditetapkan oleh dewan komisaris. Dividen likuidasi (*liquidating dividends*), merupakan dividen yang dibayarkan bukan berdasarkan laba ditahan atau pendapatan perusahaan disebut sebagai dividen likuidasi. Dividen saham (*stock dividends*), merupakan pembagian dividen dalam bentuk saham kepada para pemegang saham. Pembagian dividen saham ini akan berdampak pada kenaikan lembar saham yang dimiliki pemegang saham, dividen saham biasanya dinyatakan dalam bentuk persentase.

Jensen (1986) mengemukakan bahwa manajer memiliki insentif untuk memperbesar perusahaan melebihi ukuran optimalnya, sehingga mereka tetap melakukan investasi meskipun memberikan *net present value* yang negatif. Apabila perusahaan memiliki *free cash flow*, perusahaan lebih baik membaginya dalam bentuk pembagian dividen untuk mengurangi kemungkinan dana tersebut diboroskan pada proyek yang tidak menguntungkan. *Free cash flow* menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekadar strategi menyasiasi pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, *free cash flow* akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan dan yang tidak (Uyara & Tuasikal, 2003).

Hasil pengujian yang dilakukan Rosdini (2009) menemukan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio* bersifat positif artinya semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi *dividend payout ratio* atau semakin rendah *free cash flow* maka semakin rendah *dividend payout ratio*. Hal yang sama ditemukan pada penelitian Thanatawee (2011) bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio*. Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya maka hipotesis yang diajukan, H_1 : *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Investor institusional merupakan kumpulan dana dari investor-investor individu. Sesuai dengan teori preferensi pajak, investor individu akan lebih menyukai perusahaan tidak membayar dividen karena tarif pajak pribadi untuk penghasilan yang diterima dalam bentuk dividen lebih besar daripada tarif pajak penghasilan pribadi atas keuntungan modal. Penelitian Arvitricia (2010) menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap pembagian dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio*. Hal tersebut didukung oleh beberapa penelitian Prasetyo (2009), Kumar (2003) dan Dewi (2008). Berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan:

$H_{2,1}$: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

Perusahaan dengan kepemilikan keluarga sebagai pengendali mempunyai hak suara yang lebih besar dalam pemilihan direksi dan komisaris dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) sehingga direksi dan komisaris perusahaan tersebut diduduki oleh anggota keluarga

tersebut. Berdasarkan teori yang dibangun oleh Jensen dan Meckling (1976), perusahaan dengan struktur kepemilikan tersebut dapat meminimalkan atau menghilangkan adanya masalah dan biaya keagenan antara pemegang saham mayoritas dan manajemen. Namun, hal tersebut akan menimbulkan masalah keagenan dengan pemegang saham minoritas. Manajemen cenderung melakukan peningkatan dividen untuk mengurangi masalah keagenan tersebut (Arifin, 2003). Hal tersebut didukung oleh penelitian Sugiarto (2008) yang menemukan kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio*. Pada penelitian tersebut, Sugiarto menggunakan variabel *dummy* sebagai proksi kepemilikan keluarga. Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya maka hipotesis yang diajukan:

H_{2.2}: Kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Investor asing cenderung memilih berinvestasi pada perusahaan yang mempunyai nilai yang lebih tinggi di pasar. Hal tersebut disebabkan karena investor asing menanamkan modalnya untuk jangka panjang. Hal tersebut ditunjukkan dari hasil penelitian Wang (2007) yang menemukan bahwa transaksi asing menurunkan tingkat volatilitas di pasar modal. Transaksi jangka panjang tersebut dapat memberikan keuntungan berupa dividen bagi para investor asing. Chai (2010) menemukan bahwa tingkat kepemilikan asing mempunyai pengaruh positif terhadap pembayaran dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio*. Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya maka hipotesis yang diajukan:

H_{2.3}: Kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Metode

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan nonkeuangan yang terdaftar dan menerbitkan saham pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu pemilihan anggota sampel dengan berdasarkan pada beberapa kriteria tertentu: (1) perusahaan nonkeuangan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2009; (2) tidak termasuk dalam kelompok perusahaan yang dimiliki oleh negara (BUMN) ataupun pemerintah daerah (BUMD) dengan pertimbangan bahwa perusahaan tersebut memiliki peraturan khusus yang mengatur mengenai kebijakan perusahaan pada kelompok tersebut; (3) memiliki laporan keuangan yang lengkap selama tahun 2007-2009 yang berakhir per 31 Desember; (4) memiliki laba bersih yang positif selama tahun 2007-2009; (5) membagikan dividen kepada pemegang saham antara tahun 2007-2009; (6) memiliki laporan keuangan dengan denominasi mata uang rupiah; dan (7) memiliki informasi untuk variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Berdasarkan pengambilan sampling maka total sampel dalam penelitian ini adalah sebanyak 70 sampel.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di BEI selama tahun 2007-2009. Metode Analisis yang digunakan adalah metode regresi berganda. Sebelum melakukan uji hipotesis dilakukan pengujian asumsi klasik (normalitas, autokorelasi, heteroskedastisitas dan multikolinearitas).

Hasil dan Pembahasan

Tabel di bawah ini merupakan hasil dari statistik deskriptif variabel pembagian dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio*, *free cash flow*, struktur kepemilikan yang menggunakan proksi kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga dan kepemilikan asing dan variabel kontrol yaitu ukuran perusahaan, pertumbuhan penjualan, dan *leverage*.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DIV	183	.0000	.9783	.288550	.2110486
FCF	183	-.7988	.8108	-.003672	.2121587
INS	183	.0000	.7184	.047349	.1058463
FAM	183	0	1	.63	.483
FORE	183	.0000	.9974	.150651	.2705500
SIZE	183	24.8502	31.5763	28.017242	1.4691637
LEV	183	.06	.95	.4614	.19086
GROWTH	183	-.7045	1.1394	.154861	.2916534

Sumber: Output Statistik Deskriptif

Berdasarkan Tabel di atas, nilai rata-rata pembagian dividen sebesar 0.288550 dan standar deviasi sebesar 0.2110486. Variabel *free cash flow* memiliki nilai rata-rata sebesar -0.003672, dan standar deviasi sebesar 0.2121587. Rata-rata variabel kepemilikan institusi sebesar 0.47349 serta nilai standar deviasi sebesar 0.1058463. Variabel kepemilikan keluarga memiliki rata-rata 0.63 dengan standar deviasi 0.483. Variabel kepemilikan asing memiliki rata-rata sebesar 0.150651 serta standar deviasi sebesar 0.27055. Rata-rata variabel ukuran perusahaan sebesar 28.017242 serta standar deviasi sebesar 1.4691637. Variabel kebijakan utang memiliki rata-rata 0.4614 dan standar deviasi sebesar 0.19086. Variabel pertumbuhan penjualan memiliki rata-rata sebesar 0.154861, nilai terendah sebesar -0.7045 dan standar deviasi sebesar 0.2916534. Dari Tabel 2 jika dilihat dari rata-rata dan standar deviasi dapat disimpulkan data dari masing-masing variabel cukup bervariasi, karena memiliki standar deviasi di atas 30% dari rata-rata.

Hasil uji *kolmogorv-smirnov* menghasilkan nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* sebesar 0.344, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi memenuhi asumsi normalitas karena nilainya lebih besar dari nilai $\alpha = 0.05$. Model regresi dengan tujuh variabel bebas dengan jumlah sampel penelitian 183, tabel Durbin-Watson menunjukkan nilai dL sebesar 1.6794 dan nilai dU sebesar 1.8380.

Hasil uji Durbin-Watson menunjukkan model regresi penelitian ini berada dalam rentang bebas autokorelasi karena berada pada rentang dU dan (4-dU). Hal ini menunjukkan bahwa dalam model regresi tidak terdapat masalah autokorelasi.

Untuk mendeteksi multikolonieritas, penelitian ini menggunakan koefisien VIF. Analisis data menunjukkan bahwa hasil perhitungan VIF pada setiap variabel tidak lebih dari 5. Selain itu, nilai *tolerance* pada setiap variabel lebih dari 0.2. Hal ini menunjukkan bahwa dalam model regresi tidak terdapat masalah multikolinearitas.

Penelitian ini melakukan uji white untuk menguji heteroskedastisitas pada model regresi. Hasil analisis menunjukkan bahwa probabilitas *Chi-Square* sebesar 0.014584. Nilai tersebut lebih kecil dibandingkan nilai $\alpha = 5\%$ (0.05). Hal tersebut mengindikasikan bahwa model mempunyai gejala heteroskedastisitas. Untuk menangani masalah tersebut dilakukan pengujian kembali dengan menggunakan metode *White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance*. Setelah diuji menggunakan metode *White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance* maka data sudah terbebas dari gejala heteroskedastisitas.

Untuk menguji hipotesis, penelitian ini menggunakan regresi berganda. Berikut hasil regresi berganda yang ditunjukkan pada Tabel 2.

Tabel 2. Hasil Analisis Regresi Berganda

Variable	Hipotesis	Coefficient	t-statistic	Prob
Constant		-0.385833	-1.912456	0.0575
FCF	(+)	0.282411	3.665150	0.0003
INS	(-)	-0.244378	-2.059815	0.0409
FAM	(+)	0.016588	0.351114	0.7259
FORE	(+)	0.071154	0.795164	0.4276
SIZE	(+)	0.023452	3.356626	0.0010
LEV	(-)	0.021641	0.262544	0.7932
GROWTH	(-)	-0.008323	-0.170606	0.8647
N	183			
Adjusted R ²	0.138303			
F. Statistic	5.173022			
Prob (F-stat)	0.000023			

Sumber: Data Primer yang diolah, 2012

Berdasarkan Tabel 2 di atas, persamaan regresi tersebut memiliki nilai *adjusted R²* sebesar 0.138303. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen yang terdiri dari *free cash flow*, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga dan kepemilikan asing, dan variabel kontrol yang terdiri dari ukuran perusahaan, kebijakan utang, dan pertumbuhan penjualan, mampu menjelaskan pembagian dividen sebesar 13.83% sedangkan sisanya dipengaruhi faktor-faktor di luar model penelitian.

Hipotesis 1 menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* terbukti karena nilai β_1 positif (0.2822441) dan signifikan (prob. 0.0003 < 0.05). Hasil ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Kouki and Guizani (2009) yang menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai *free cash flow* yang tinggi cenderung membagikan dividen yang tinggi juga.

Hipotesis 2 ($H_{2,1}$) yang menyatakan terdapat kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio* terbukti karena nilai β_2 negatif (-0.244378) dan signifikan (prob. 0.0409 < 0.05). Hasil ini menunjukkan bahwa persentase kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Arvitricia (2010) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio*. Sesuai dengan teori preferensi pajak, investor institusional akan lebih menyukai perusahaan tidak membayar dividen karena tarif pajak untuk penghasilan yang diterima dalam bentuk dividen lebih besar daripada tarif pajak penghasilan atas keuntungan modal.

Hipotesis 2 ($H_{2,2}$) yang menyatakan bahwa terdapat kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* tidak terbukti karena nilai β_3 positif (0.016588) tetapi tidak signifikan (prob. 0.7259 > 0.05). Hasil ini menunjukkan bahwa persentase kepemilikan keluarga tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian ini sesuai dengan hasil penelitian Prasetyo (2009) yang menemukan bahwa kepemilikan keluarga tidak mempengaruhi pembagian dividen. Hal ini disebabkan karena pada penelitian ini kepemilikan keluarga hanya menggunakan variabel *dummy* dan tidak dibedakan berdasarkan kepemilikan

keluarga dengan kategori konglomerasi, afiliasi, atau mendekati batas minimum mayoritas dan dominasi. Arifin (2003) menyatakan bahwa terdapat perbedaan kebijakan dividen antara perusahaan yang porsi kepemilikannya mendekati batas minimum mayoritas dan dominasi.

Hipotesis 2 ($H_{2,3}$) yang menyatakan kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* tidak terbukti karena nilai β_4 positif (0.071154) tetapi tidak signifikan (prob. 0.4276 > 0.05). Hasil ini menunjukkan bahwa persentase kepemilikan asing tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini disebabkan nilai standar deviasi yang lebih besar dibandingkan nilai rata-rata sampel, sehingga hasil penelitian menjadi bias. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Chai (2010) yang menyatakan bahwa kepemilikan asing mempunyai pengaruh positif terhadap tingkat pembayaran dividen.

Variabel kontrol ukuran perusahaan menunjukkan nilai β_5 positif (0.023452) dan signifikan (prob. 0.0010 < 0.05). Hasil ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Fama dan French (2001) yang menemukan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif dalam pembagian dividen.

Variabel kontrol kebijakan utang menunjukkan bahwa nilai β_6 positif (0.021641) tetapi tidak signifikan (prob. 0.7932 > 0.05). Hasil ini menunjukkan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Prasetyo (2009) yang menemukan bahwa perusahaan dengan rasio *debt* yang lebih tinggi cenderung membayar dividen lebih kecil dengan kata lain kebijakan utang perusahaan berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

Adapun variabel kontrol pertumbuhan penjualan menunjukkan nilai β_7 negatif (-0.008323) tetapi tidak signifikan (prob. 0.8647 > 0.05). Hasil ini menunjukkan bahwa pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Prasetyo (2009) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh pertumbuhan penjualan yang tinggi.

Penutup

Berdasarkan hasil pengujian di atas, simpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Persentase kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Kepemilikan keluarga dan persentase kepemilikan asing tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini disebabkan karena pada penelitian ini kepemilikan keluarga diukur menggunakan variabel *dummy* dan tanpa mempertimbangkan kepemilikan keluarga dengan kategori konglomerasi, afiliasi, atas mendekati batas minimum mayoritas dan dominasi.

Keterbatasan dalam penelitian ini adalah penentuan kepemilikan keluarga yang hanya menggunakan variabel *dummy* dan tanpa mempertimbangkan kepemilikan keluarga dengan kategori konglomerasi, afiliasi, atau mendekati batas minimum mayoritas dan dominasi. Untuk penelitian selanjutnya mengukur kepemilikan keluarga dengan persentase kepemilikan dan mempertimbangkan kepemilikan keluarga dengan kategori konglomerasi, afiliasi, atau mendekati batas minimum mayoritas dan dominasi dalam penentuan kepemilikan keluarga.

Daftar Pustaka

- Anderson, R. C., dan Reeb, D. M. 2003. "Who Monitors the Family?" http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=369620. [Diakses tanggal 2 Maret 2010]
- Arifin, Z. 2003. "Efektivitas Mekanisme Bonding Dividend dan Hutang untuk Mengurangi Masalah Agensi pada Perusahaan di Bursa Efek Jakarta." *Jurnal Siasat Bisnis*. No. 8. Vol.1. Pp. 19-31.
- Arvitricia, R. 2010. Analisis Pengaruh Arus Kas Bebas, Leverage, Nilai Perusahaan, Ukuran Perusahaan, dan Struktur Kepemilikan terhadap Besaran Dividen: Studi Kasus Perusahaan Non Keuangan di

- Bursa Efek Indonesia Tahun 2003-2007. Skripsi Universitas Indonesia Tidak dipublikasikan.
- Bekaert, G., dan Harvey, C. R. 1999. "Foreign Speculators and Emerging Equity Markets". *Duke Univ. Fuqua School of Business Working Paper*. No. 9721.
- Brennan, M. 1970. "Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy". *National Tax Journal*. Vol. 23. Pp. 417-427.
- Chai, D. H. 2010. "Foreign Corporate Ownership and Dividends". *Working Paper Centre for Business Research*, University of Cambridge. No. 401.
- Dewi, S. C. 2008. "Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 10. No. 1. Pp. 47-58.
- Fama, E., dan French, K. 2001. "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?". *Journal of Financial Economics*. Vol 60. Pp. 3-43.
- Hendriksen, E. S., & Breda, M. V. 1992. *Accounting Theory 5th ed.* Georgetown: Irwin.
- Indriyo, G., dan Basri. 2002. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta : BPF.
- Jensen, M. C. 1986. "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers". *American Economic Review*. Vol 76. PP. 2.
- Jensen, M.C., dan Meckling, W. H. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, agency Cost, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. Pp. 3-24.
- Keown, A. J., Martin, J. H., Petty, J. W., dan Scott, D. F. 2003. *Financial Management: Principles and Applications 10th ed.* New Jersey: Prentice Hall.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., dan Warfield, T. D. 2007. *Intermediate Accounting 12th ed.* Asia: John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.
- Kouki, M., dan Guizani, M. 2009. "Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market". *European Journal of Scientific Research*. ISSN 1450-216X. Vol. 25. No. 1 (2009). Pp. 42-53.
- Kumar, J. 2003. Ownership Structure and Dividend Payout Policy in India. *Dept. of Economics, Mumbai University*.
- Levy, H., dan Sarnat, M. 1990. *Capital Investment and Financial Decision 4th ed.* New York: Prentice Hall.
- Litzenberger, R. H., dan Ramaswamy, K. 1982. "The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects?". *The Journal of Finance*. Vol. XXXVII, No. 2. May 1982.
- Meggison, W. L. 1997. *Corporate Finance Theory*. Addison-Wesley.
- Miller, M. H., dan Modigliani, F. 1961. "Dividend Policy Growth and the Valuation of the Shares". *Journal of Business*.
- Morck, R., & Yeung, B. Y. 2004. "Special Issues Relating to Corporate Governance and Family Control". *World Bank Policy Research Working Paper*. No. 3406.
- Nurhidayati. 2006. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividen Kas di Bursa Efek Jakarta". Skripsi Universitas Islam Indonesia Tidak Dipublikasikan.
- Prasetyo, A. 2009. "Corporate Governance, Kebijakan Dividen, dan Nilai Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan Nonkeuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2007". Tesis Universitas Indonesia Tidak Dipublikasikan.
- Reilly, F. K., dan Brown, K. C. 2000. "Investment Analysis and Portofolio Management. 6th ed". New York. The Dryden Press. Harcourt College Publisher.
- Republik Indonesia. 2010. "Peraturan Menteri Keuangan No. 153/PMK.010/2010 tentang Kepemilikan Saham dan Permodalan Perusahaan Efek". Menteri Hukum dan Hak Asasi Manusia. Jakarta.
- Rosdini, D. 2009. "Pengaruh Free Cash Flow terhadap Divident Payout Ratio". *Working Paper in Accounting and Finance*.
- Setiawan, M., Bernik, M., dan Sondari, M. C. 2006. "Pengaruh Struktur Penelitian, Karakteristik Perusahaan, dan Karakteristik Tata Kelola Korporasi terhadap Kinerja Perusahaan Studi Kasus pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta" laporan penelitian Universitas Padjadjaran Tidak Dipublikasikan.
- Siregar, V. S. 2006. "Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktek Corporate Governance terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management)". *Journal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 9, No. 3. Pp. 307-326.
- Subramanyam, K. R., dan Wild, J. J. 2009. *Financial Statement Analysis 10th ed.* Singapore: Mc Graw Hill.
- Sugiarto. 2008. "Kebijakan Dividend Perusahaan-Perusahaan Terbuka Non-Keuangan yang dikontrol Ke-luarga". *Akuntabilitas*. Maret 2008. Pp. 135-149.

- Sutrisno. 2001. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio". *TEMA*. Vol. 2 No. 1.
- Tarjo. 2008. "Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Leverage terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham serta Cost of Equity Capital". *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi XI Pontianak*.
- Thanatawee, Y. 2011." Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence Policy in Thailand". *International Journal of Financial Research*. Vol 2, No. 2; July 2011.
- Uyara, A. S., dan Tuasikal, A. 2003. "Moderasi Aliran Kas Bebas terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal dengan Earnings Response Coefficients". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 6, No. 2, Mei 2003. Pp. 186-198.
- Wang, J. 2007. "The Causal Relationship between Foreign Ownership and Stock Volatility in Indonesia". http://centerforpbbeft.rutgers.edu/2007/Papers/084-volatility%20causality_Vietnam.pdf. Di akses tgl 27 Juli 2011.