

PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, STRUKTUR MODAL, *FREE CASH FLOW*, TERHADAP KEBIJAKAN INISIASI DIVIDEN

Widya Jati Lestari

Sekolah Tinggi Manajemen Informatika dan Komputer CIC Cirebon
Jl. Kesambi 202, Kota Cirebon, Jawa Barat. Telp: (0231) 220350,
E-mail : widyajati.wj@gmail.com

Abstrak

Kebijakan pembagian dividen hanya merupakan salah satu dari sekian banyak kebijakan yang dimiliki perusahaan yang harus dilaksanakan dan direalisasikan, karena tanpa ada pembagian dividen, maka dikhawatirkan para pemegang saham akan beralih ke perusahaan yang lain yang sudah jelas pembagiannya. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur modal, struktur kepemilikan, *free cash flow*, dan kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan yang go public di Bursa Efek Indonesia. Populasi dalam penelitian adalah semua perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2009 sebanyak 158 perusahaan. Sampel penelitian dipilih berdasarkan *purposive sampling* yaitu perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2009 yang mengeluarkan kebijakan inisiasi dividen setahun setelah melakukan *IPO* didapat sebanyak 47 perusahaan. Penelitian ini menggunakan teknik analisis jalur. Hasil penelitian menunjukkan bahwa : 1) Struktur Modal berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *Free Cash Flow*; 2) Struktur Kepemilikan berpengaruh negatif signifikan terhadap *Free Cash Flow*; 3) Struktur Modal berpengaruh negatif signifikan terhadap Kebijakan Dividen; 4) Struktur Kepemilikan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen; 5) *Free Cash Flow* berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen.

Kata Kunci : Struktur Modal, Kas, Kebijakan Dividen

Abstract

Dividend policy is only one of the many policies owned companies that have implemented and realized, because no dividend, it is feared the shareholders will switch to another company that has been clear division of dividends. This study aims to determine the effect of capital structure, ownership structure, free cash flow, dividend policy and the companies that went public on the Indonesia Stock Exchange. The population in the study are all companies that went public on the Indonesia Stock Exchange 2000-2009 period as many as 158 companies. The samples were selected based on purposive sampling of companies that went public on the Indonesia Stock Exchange issued a policy period of 2000-2009 the initiation of dividends a year after an IPO obtained by 47 companies. This study uses path analysis techniques. The results showed that: 1) Capital Structure insignificant negative effect of Free Cash Flow; 2) Ownership Structure significant negative impact on Free Cash Flow; 3) Capital Structure significant negative effect on dividend policy; 4) Ownership structure is not significant negative effect on Dividend Policy; 5) Free Cash Flow significant positive effect on dividend policy.

Keywords : Capital Structure, Cash, Dividend Policy.

1. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Investor mempunyai tujuan utama dalam menanamkan dananya ke dalam perusahaan yaitu untuk mencari pendapatan atau tingkat kembalian investasi (*return*) baik berupa pendapatan dividen (*dividend yield*) maupun pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga belinya (*capital gain*). Hubungannya dengan pendapatan dividen, para investor umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil, karena dengan stabilitas dividen dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan sehingga mengurangi ketidakpastian investor dalam menanamkan dananya ke dalam

perusahaan. Perusahaan yang akan membagikan deviden 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 deviden dan faktor lain yang berhubungan dengan kebijakan deviden (Brigham, 2005). Perusahaan harus berupaya untuk membuat kebijakan deviden yang akan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (Horne & Wachowic, 2007). Kebijakan pembagian deviden 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 deviden, maka dikhawatirkan para pemegang saham akan beralih ke perusahaan yang lain yang sudah jelas pembagian devidennya.

Pembagian deviden merupakan hal yang menarik perhatian saya, fenomena ini banyak diteliti, dimana perusahaan dalam keadaan harus membuat keputusan yang tepat dalam mendistribusikan labanya. Selain itu alasan pembagian deviden saham mengindikasikan bahwa perusahaan sedang mengekspresikan kepercayaan diri (*confidants*) terhadap pemegang saham, tetapi disisi lain perusahaan tidak membagikan deviden karena perusahaan sedang mengalami kepentingan kas atau alasan perusahaan memperbesar laba ditahan untuk melakukan *re-investasi*. Kusuma(2004), menyatakan bahwa model-model kebijakan deviden yang ada pada umumnya memiliki justifikasi teoritis yang cukup menyakinkan, namun dipihak lain dukungan daribukti-bukti empiris masih dianggap belum jelas (*inconclusive*). Adapun focus kajian dari penelitian ini adalah salah satu bentuk dari kebijakan deviden, yaitu kebijakan inisiasi deviden (*dividend initiation policy*).

1.2 Perumusan Masalah

Investor mempunyai tujuan utama dalam menanamkan dananya ke dalam perusahaan yaitu untuk mencari pendapatan atau tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan deviden. Kebijakan pembagian deviden hanya merupakan salah satu dari sekian banyak kebijakan yang dimiliki perusahaan yang harus dilaksanakan dan direalisasikan, karena tanpa ada pembagian deviden, maka dikhawatirkan para pemegang saham akan beralih ke perusahaan yang lain yang sudah jelas pembagian devidennya. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh struktur modal, struktur kepemilikan, *free cash flow*, dan kebijakan deviden sehingga dengan mengetahui faktor yang mempengaruhi kebijakan pembagian deviden, kita dapat mengetahui apakah perusahaan tetap akan mampu memberikan pembagian deviden pada tahun-tahun berikutnya serta bagaimana reaksi pasar saat suatu perusahaan membagikan deviden dan apakah pembagian deviden ini nanti mampu menekan *agency cost* dari suatu perusahaan. Untuk merumuskan masalah diatas, dikembangkan pertanyaan penelitian sebagai berikut :

1. Apakah struktur modal berpengaruh terhadap *free cash flow* ?
2. Apakah struktur kepemilikan berpengaruh terhadap *free cash flow* ?
3. Apakah struktur modal berpengaruh terhadap kebijakan deviden ?
4. Apakah struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan deviden?
5. Apakah *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan deviden ?

1.3 Tujuan Penelitian

1. Untuk menganalisis pengaruh struktur modal terhadap *free cash flow*.
2. Untuk menganalisis pengaruh struktur kepemilikan terhadap *free cash flow*
3. Untuk menganalisis pengaruh struktur modal terhadap kebijakan deviden
4. Untuk menganalisis pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan deviden.
5. Untuk menganalisis pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan deviden.

1.4 Kegunaan 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, *free cash flow*, dan kebijakan deviden di lingkungan perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia *Signaling Theory* dan *Agency Theory*.

2. Manfaat Praktis

Diharapkan dapat dimanfaatkan oleh emiten dan perusahaan publik sebagai informasi untuk mengambil Kebijakan Inisiasi Deviden didalam perusahaan.

2. KAJIAN PUSTAKA

2.1 Teori Pengisyaratan (*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*).

Signaling Theory dari deviden yang dikembangkan menurut Kusuma (2004), dibangun berdasarkan kerangka ketidaksamaan informasi (*asymmetric information*) yang menjelaskan bahwa manajer sebagai orang dalam perusahaan (*insider*) memilih kebijakan deviden 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.

2.1.1 Kebijakan Deviden

Deviden adalah pembagian laba yang dilakukan oleh suatu perseroan kepada para pemegang saham. Deviden dibagikan dalam jumlah yang sama untuk setiap lembar sahamnya dan besarnya deviden 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 deviden adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai deviden atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang (Sartono, 2001).

Menurut Pramastuti (2007), didalam 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 deviden..

2.2 Teori Kebijakan Deviden

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

1) Teori *Irelevansi* Deviden (*dividend irrelevance theory*)

Miller dan Modigliani (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-aktivasnya, bukan pada bagaimana laba tersebut akan dibagi menjadi deviden dan saldo laba ditahan.

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

Myron Gordon dan John Lintner yang berpendapat bahwa kas turun seiring dengan peningkatan pembayaran deviden karena para investor kurang yakin akan penerimaan dari keuntungan modal yang seharusnya berasal dari saldo laba ditahan dibandingkan dengan penerimaan dari pembayaran deviden.

3) Teori Preferensi Pajak

Terdapat tiga alasan yang berhubungan dengan pajak mengapa kita dapat berpikiran bahwa investor mungkin akan lebih menyukai pembayaran deviden yang rendah ketimbang menerima pembayaran tinggi : (1) Keuntungan modal jangka pajang biasanya dikenakan pajak dengan tarif 20 persen, sedangkan laba deviden dikenakan pajak dengan tarif efektif yang dapat mencapai angka maksimal 38,6 persen. (2) Pajak atas keuntungan tidak akan dibayarkan sampai saham tersebut dijual. Adanya pengaruh nilai waktu, satu dolar pajak yang dibayarkan dimasa 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.

2.3 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Moeljadi (2006) menyatakan teori keagenan pada awalnya berkaitan dengan masalah kepemilikan perusahaan melalui pembelian saham. 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*).

2.4 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 semauanya sendiri.

2.5 Struktur Modal

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. 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.

2.6 Struktur Kepemilikan

Ramaswamy *et al.* (2002) 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.

2.7 Penelitian Terdahulu

Sebagai acuan dalam penyusunan penelitian ini, dikemukakan hasil-hasil penelitian yang dilakukan pada waktu sebelumnya yaitu :

Tabel 1
Ringkasan Penelitian Terdahulu

Peneliti	Obyek & Periode Penelitian	Variabel yang diteliti	Hasil Penelitian
Dewi (2008)	Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, dan Profitabilitas, kebijakan Dividen. Tahun 2002 - 2005	Variabel independen: Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan ukuran Perusahaan. Variabel dependen: Kebijakan Dividen	Variabel independen berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel dependen
Jannati (2010)	Profitabilitas, Leverage, dan growth, Kebijakan Dividen.	Variabel independen: Profitabilitas, Leverage, Growth Variabel dependen: Kebijakan dividen	Variabel independen Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan Leverage dan growth berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.
Marietta & Sampurno (2013)	Cash ratio, Return on assets, growth, firm size, debt to equity Ratio, Kebijakan dividen Tahun 2008 - 2011	Variabel independent: Cash ratio, return on assets, firm size, debt to equity ratio. Variabel dependen: Kebijakan dividen.	Variabel independen return on assets, firm size, dan debt to equity ratio berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan growth berpengaruh negatif dan tidak signifikan, variabel cash ratio memiliki hasil positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen

Sumber : data sekunder yang diolah

2.8 Hubungan Logis antar Variabel & Perumusan Hipotesis

2.8.1 Pengaruh Struktur Modal 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).

H1: Terdapat pengaruh antara struktur modal terhadap free cash flow .

2.8.2 Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Free Cash Flow

Almilia dan Silvy (2006) mengungkapkan bahwa kepemilikan manajerial dijelaskan melalui hipotesis aliran kas bebas. Melalui hipotesis ini kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial sehingga 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. 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 flow*.

H2 : Terdapat pengaruh antara struktur kepemilikan terhadap free cash flow.

2.8.3 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen

Puspita (2009) meneliti tentang pengaruh debt ratio terhadap kebijakan dividen. *Variabel Debt to total asset* (DTA) mempunyai koefisien regresi terbesar diantara koefisien regresi yang lain. Variabel ini memiliki tanda positif pada koefisien regresinya yang berarti apabila DTA meningkat maka *dividend payout ratio* yang dibagikan juga meningkat. Tetapi variabel ini tidak signifikan sehingga hipotesisnya ditolak. Hasil penelitian menunjukkan bahwa adanya pengaruh positif tidak signifikan *Debt to Total Asset* (DTA) terhadap DPR yang berarti berlawanan tanda dengan hasil hipotesis yang telah dijelaskan sebelumnya. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang tidak memiliki dana internal yang memadai tetapi bermaksud mempertahankan dividen dan menjalankan investasi akan mengeluarkan hutang untuk membayar dividen dan melakukan investasi. Ini dapat dilihat dari nilai hutang perusahaan yang juga semakin meningkat.

H3: Terdapat pengaruh antara struktur modal terhadap kebijakan dividen .

2.8.4 Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen

Kumar (2007) menemukan bahwa *managerial ownership* berpengaruh signifikan terhadap DPR. Manajemen perusahaan PMA melihat besarnya kepemilikan saham yang dimilikinya dalam mengambil kebijakan dividen, kepemilikan saham manajemen yang meningkat mampu meningkatkan besarnya dividen. *Managerial ownership* terhadap DPR pada perusahaan PMDN tidak terdapat pengaruh yang signifikan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan PMDN tidak melihat besarnya saham yang dimiliki manajemen dalam mengambil kebijakan dividen karena proporsi kepemilikan saham yang relatif kecil. Hasil uji empiris Sugianto (2008) menunjukkan data yang mendukung hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan terbuka yang dikontrol keluarga membagikan *dividend* lebih tinggi dibandingkan perusahaan-perusahaan terbuka yang dikontrol oleh bukan keluarga.

H4: Terdapat pengaruh antara struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen .

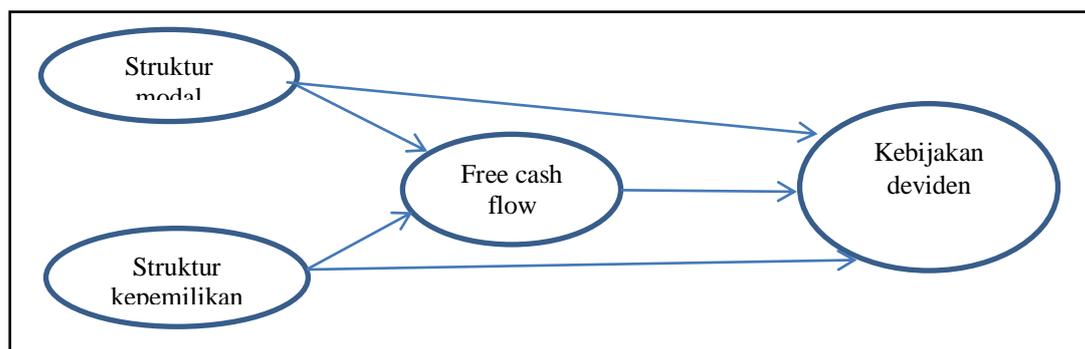
2.8.5 Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Dividen

Hery (2009) 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 (1999) 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..

H5 :Terdapat pengaruh antara free cash flow terhadap kebijakan dividen

2.8.6 Kerangka Pemikiran Teoritis

Berdasarkan penjelasan hubungan antar berbagai variabel diatas penulis merumuskan kedalam model penelitian, bahwa variabel struktur kepemilikan dan struktur modal akan berkaitan dengan kebijakan dividen (sebagai variabel dependen) atukah variabel variabel independen tersebut tidak secara langsung berpengaruh terhadap variabel dependen namun harus melalui variabel intervening "*free cash flow* ". maka dari itu kerangka penelitan yang dimaksud oleh penyusun adalah sebagai berikut :



Gambar 1. Kerangka Pemikiran Teoritis

3. METODE PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Penelitian ini termasuk dalam tipe desain penelitian kausal, yaitu untuk mengidentifikasi *explanatory* yakni penelitian yang menjelaskan hubungan kausal antara variabel melalui pengujian hipotesis dan penjelasan lebih pokoknya pada sifat analisisnya.

3.2 Variabel dan Definisi Operasional.

Penelitian ini menggunakan variabel-variabel untuk melakukan analisis data. Variabel tersebut terdiri dari variabel terikat (*dependent variable*), variabel intervening dan variabel bebas (*independent variable*). Penelitian ini melibatkan empat variabel yang terdiri atas satu variabel terikat (*dependen*) satu variabel intervening dan dua variabel bebas (*independen*). Variabel *dependen* dalam penelitian ini adalah kebijakan deviden sedangkan variabel intervening adalah *free cash flow*. Variabel *independen* dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan dan struktur modal.

3.3 Sumber Data.

Sumber data sangat diperlukan dalam penelitian. Menurut Arikunto (2002) yang dimaksud sumber data dalam penelitian adalah sumber dari mana data dapat diperoleh. Adapun sumber data dalam penelitian ini menggunakan data sekunder.

3.4 Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang melakukan *IPO* pada periode 2007 – 2013 yang terdapat di Bursa Efek Indonesia, sedangkan sampel diambil dengan teknik *purposive sampling*. Adapun kriteria sampel penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Seluruh perusahaan manufaktur yang terdapat di Bursa Efek Indonesia melakukan kebijakan inisiasi deviden minimal pada tahun pertama setelah *go public* atau *IPO*.
2. Perusahaan yang membagi deviden tahunan berakhir tanggal 31 Desember.
3. Deviden yang dibagikan kepada para pemegang saham bersifat saham aktif.
4. Perusahaan yang memiliki semua data yang dibutuhkan untuk menghitung variabel penelitian yang ada.
5. Perusahaan yang memiliki data berupa struktur modal, struktur kepemilikan dan *free cash flow*
6. Deviden yang digunakan berupa deviden dalam bentuk tunai.

3.5 Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif dengan mengolah angka menggunakan rumus-rumus statistik. Teknik Pengumpulan data dalam penelitian ini adalah teknik dokumentasi, yaitu metode pengumpulan data yang berasal dari catatan atau data tertulis yang berhubungan dengan objek yang diteliti. Teknik ini dilakukan penulisan dengan mengumpulkan data dari <http://www.idx.co.id> dan BNI Sekuritas Cabang Cirebon. Data sekunder dari penelitian ini berupa laporan keuangan pada perusahaan yang *IPO* di Bursa Efek Indonesia dan membagikan deviden satu tahun setelahnya selama periode 2007 sampai dengan 2013.

3.6 Teknik Analisis Data

Penelitian ini menggunakan lebih dari dua variabel independen, dengan teknik analisis data yang digunakan adalah regresi linier berganda (*multiple linear regression*). Regresi linier berganda adalah teknik analisis data yang digunakan untuk melihat pengaruh dari dua atau lebih variabel bebas terhadap variabel terikat. Hasil ini dikatakan valid dan tidak bias jika asumsi klasik terpenuhi. Berikut ini merupakan penjelasan mengenai tahapan-tahapan pengujian dalam penelitian ini.

4. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu data sekunder yang didapat dari BEI pada tahun 2007 – 2013, yang menyediakan informasi struktur modal, struktur kepemilikan, *free cash flow*, dan kebijakan deviden. Dari populasi 58 perusahaan yang melakukan inisiasi deviden, didapat 33 sample perusahaan yang terdapat pada lampiran 1 yang dapat digunakan dalam penelitian ini.

4.1.1 Deskripsi Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari variabel endogen dependen, dan variabel eksogen intervening. Variabel kebijakan deviden diproksikan dengan *DPR (dividend payout ratio)* dioperasikan sebagai variabel endogen dependen. Variabel *Free Cash Flow* diproksikan dengan *free cash flow ratio* dioperasikan sebagai variabel endogen intervening. Variabel struktur modal diproksikan dengan *DTA (debt to total asset)* dan struktur kepemilikan diproksikan dengan *INSIDER (kepemilikan orang dalam)* dioperasikan sebagai variabel eksogen.

Tabel 2
Statistik Deskriptif Variabel Struktur Modal, Struktur Kepemilikan, Free Cash Flow dan Kebijakan Dividen (dalam %)

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	33	9.00	75.00	29.7576	15.19875
DTA	33	1.370	81.600	4.27012E1	19.665073
INSIDER	33	.010	47.500	6.71667	11.854779
FCF	33	.190	14.300	5.95818	3.034856
Valid (listwise)	N 33				

Sumber : SPSS 16, 2017

Berdasarkan Tabel diatas dapat dirumuskan bahwa variabel struktur modal yang diproksikan dengan *DTA (debt to total assets)* memiliki rata-rata hitung (*mean*) sebesar 4,27 artinya rata-rata penggunaan hutang selama periode 2007- 2013 adalah sebesar 4,27 persen per tahun. Standar deviasi (simpangan baku) variabel struktur modal adalah 19,66 artinya selama 7 tahun pengamatan, variasi struktur modal pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia menyimpang dari rata-ratanya sebesar 19,66 persen. Penggunaan hutang terendah (minimum) dalam struktur modalnya selama periode pengamatan yaitu pada PT. Tower Bersama infrastruktur (TBIG) Tbk yaitu 1,37 persen. Penggunaan hutang tertinggi (maksimum) dalam struktur modalnya selama periode pengamatan yaitu pada PT. PP (Persero) Tbk yaitu 81,60 persen (Lampiran 2).

Variabel struktur kepemilikan yang diproksikan dengan kepemilikan manajerial (*insider ownership*) memiliki rata-rata hitung (*mean*) sebesar 6,71 artinya rata-rata kepemilikan manajerial (*insider ownership*) selama periode 2007 -2013 adalah 6,71persen per tahun. Standar deviasi (simpangan

baku) variabel struktur kepemilikan adalah 11,85 artinya selama 7 tahun pengamatan, variasi nilai struktur kepemilikan pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia menyimpang dari rata-ratanya sebesar 11,85persen. Kepemilikan manajerial terendah (minimum) dalam struktur kepemilikannya selama periode pengamatan yaitu pada PT. Elnusa (ELSA) Tbk, PT. Tower Bersama Infrastruktur (TBIG) Tbk dan PT. Yanaprima Hastapersada (YPAS) Tbk yaitu 0,01 persen. Kepemilikan manajerial tertinggi (maksimum) dalam struktur kepemilikannya selama periode pengamatan yaitu pada PT WIIM Tbk yaitu sebesar 47,52 persen.

Variabel *free cash flow* memiliki rata-rata hitung (*mean*) sebesar 5,96 artinya rata-rata *free cash flow* selama periode 2006-2013 adalah sebesar 5,96 persen per tahun. Standar deviasi (simpangan baku) variabel *free cash flow* adalah 3,03 artinya selama 7 tahun pengamatan, variasi *free cash flow* pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia menyimpang dari rata-ratanya sebesar 3,03 persen. *Free cash flow* terendah (minimum) selama periode pengamatan yaitu pada PT. Berau Coral Energy (BRAU), Tbk yaitu 0,19 persen. *Free cash flow* tertinggi (maksimum) selama periode pengamatan yaitu pada PT Indika Energy (INDY) Tbk yaitu 14,3 persen .

4.2 Analisa Data

4.2.1 Hasil Uji Normalitas Data

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal atau tidak, dalam hal ini dapat ditunjukkan dari hasil output Kolmogorov-Smirnov, jika sig > 0,05 maka data berdistribusi normal, dijelaskan dalam tabel berikut :

Tabel 3
Hasil Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		dpr	dta	insider	fcf
N		33	33	33	33
Normal Parameters ^a	Mean	3.01664E1	4.27333E1	6.72182	5.96000
	Std. Deviation	1.514255E	1.967495E	1.186908E	3.037527E
Most Extreme Differences	Absolute	.125	.129	.305	.132
	Positive	.125	.079	.305	.132
	Negative	-.093	-.129	-.286	-.048
Kolmogorov-Smirnov Z		.721	.740	1.752	.757
Asymp. Sig. (2-tailed)		.676	.644	.655	.615

a. Test distribution is Normal.

Sumber : SPSS 16, 2017

Dengan melihat tabel 3 diatas, penulis melihat bahwa hasil signifikansi pada variabel dpr (> 0.05), dta (>0.05) dan insider (>0.05) dan fcf (>0.05) berdistribusi normal.

4.2.2 Uji Statistik

Untuk memastikan apakah data tersebut berdistribusi normal, maka dilakukan uji Kolmogorov-Smirnov (1 sample KS) dengan melihat data residualnya apakah berdistribusi normal atau tidak. Jika nilai signifikansinya lebih besar dari 0,05 maka data tersebut terdistribusi normal. Jika nilai signifikansinya lebih kecil dari 0,05 maka distribusi data adalah tidak normal.

Tabel 4
Hasil Uji Normalitas
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Predicted Value
N		33
Normal Parameters ^a	Mean	30.1663636
	Std. Deviation	7.70649843
Most Extreme Differences	Absolute	.120
	Positive	.120
	Negative	-.068
Kolmogorov-Smirnov Z		.691
Asymp. Sig. (2-tailed)		.727

a. Test distribution is Normal.

Dengan melihat tabel 4 diatas, penulis melihat bahwa hasil signifikansi Kolmogorov-Smirnov (> 0.05), yaitu 0.691 maka data dinyatakan berdistribusi normal.

4.3 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis tentang pengaruh struktur modal, struktur kepemilikan, *free cash flow* dan kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia dilakukan dengan mengamati nilai critical *ratio* (C.R.) yang identik dengan uji-t dalam regresi dan probability (P) hasil uji regresi 1 (sub-struktur 1) dan regresi 2 (sub-struktur 2)

Tabel 5
Hasil Uji Regresi 1
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	6.383	1.338		4.772	.000		
	dta	-.007	.028	-.046	-.254	.801	.995	1.005
	insider	-.017	.047	-.068	-.375	.711	.995	1.005

a. Dependent Variable:

fcf

$$Y1 = 6.383 - 0.007 DTA - 0.017 INSIDER$$

1) Hipotesis 1

Hipotesis pertama menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap *free cash flow* pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia. Hasil analisis menunjukkan nilai t sebesar -0,007 dengan probability 0,801. Artinya struktur modal berpegaruh negatif tidak signifikan terhadap *free cash flow*.

2) Hipotesis 2

Hipotesis kedua menyatakan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh terhadap *free cash flow* pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia. Hasil analisis menunjukkan nilai t sebesar -0,17 dengan probability 0,711. Artinya struktur kepemilikan berpengaruh negatif signifikan terhadap *free cash flow*.

Tabel 6
Hasil Uji Regresi 2
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	49.470	7.772		6.365	.000		
dta	-.387	.123	-.503	-.735	.600	.993	1.007
insider	-.048	.205	-.038	-.234	.816	.991	1.009
fcf	.410	.800	-.082	-.512	.613	.993	1.007

a. Dependent Variable: dpr

3) Hipotesis 3

Hipotesis ketiga menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia. Hasil analisis menunjukkan nilai t sebesar -0,387 dengan probability 0,600. Artinya struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

4) Hipotesis 4

Hipotesis keempat menyatakan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia. Hasil analisis menunjukkan nilai t sebesar -0,048 dengan probability 0,816. Artinya struktur kepemilikan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

5) Hipotesis 5

Hipotesis kelima menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia. Hasil analisis menunjukkan nilai t sebesar 0,410 dengan probability 0,613. Artinya *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

4.4 Uji Koefisien Determinasi

Besarnya kontribusi antara sumbangan yang diberikan oleh variabel *earning per share*, *debt to equity ratio*, *price earning ratio* dan *return on equity* terhadap return saham pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dapat diketahui dari nilai koefisien determinasi ganda atau R^2 . Dalam penelitian ini penulis menggunakan pengukuran dengan *adjusted R²*. Menurut Ghozali (2005:83),”oleh karena itu banyak peneliti menganjurkan untuk menggunakan nilai pada saat mengevaluasi mana model regresi terbaik. Tidak seperti nilai R^2 , nilai *Adjusted R²* dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan kedalam model”. *Adjusted R²* pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Dalam hal ini *adjusted R²* digunakan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil pengukuran koefisien determinasi dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 7
Uji Koefisien Determinasi 1
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.546 ^a	.298	.291	3.123170	1.964

a. Predictors: (Constant), INSIDER, DTA

b. Dependent Variable: FCF

Berdasarkan hasil perhitungan regresi pada tabel diatas diperoleh nilai koefisien determinasi sebesar 0,291 atau 29,1% yang berarti persen variasi variabel bebas dapat menerangkan variabel terikat sebesar 29,1 % sedangkan sisanya sebesar 70,9% diterangkan oleh variabel lain yang tidak diteliti di dalam penelitian ini.

Tabel 8
Uji Koefisien Determinasi 2
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.746 ^a	.556	.543	13.78154	2.481

a. Predictors: (Constant), FCF, DTA, INSIDER

b. Dependent Variable: DPR

Berdasarkan hasil perhitungan regresi pada tabel diatas diperoleh nilai koefisien determinasi sebesar 0,543 atau 54,3% yang berarti persentase variasi variabel bebas dapat menerangkan variabel terikat sebesar 54,3 % sedangkan sisanya sebesar 45,6 % diterangkan oleh variabel lain yang tidak diteliti di dalam penelitian ini.

4.5 Hasil pengujian Simultan (Uji F)

Uji F digunakan untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh secara bersama-sama variabel bebas terhadap variabel terikat. Uji F dapat dicaridengan melihat F hitung dari tabel Anova output SPSS versi 16 *for windows*, selain itu juga membandingkan hasil dari *probabilitas value*. Jika *probabilitas value* > 0,05 maka H_0 ditolak dan jika *probabilitas value* < 0,05 maka H_a diterima. berdasarkan table dibawah ini :

Tabel 9
Hasil Uji Regresi Berganda 1

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.106	2	1.053	.108	.898 ^a
	Residual	292.626	30	9.754		
	Total	294.731	32			

a. Predictors: (Constant), INSIDER, DTA

b. Dependent Variable: FCF

Pada table Anova dapat diketahui nilai dengan nilai *probabilitas value* dalam penelitian ini adalah 0,898 yang berarti angka ini berada diatas 0,05. Kesimpulan yang dapat diambil adalah variable DTA dan INSIDER secara simultan (bersama) tidak berpengaruh terhadap *FCF*.

Tabel 10
Hasil Uji Regresi Berganda 2

ANOVA^b

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1884.068	3	628.023	3.307	.334 ^a
	Residual	5507.993	29	189.931		
	Total	7392.061	32			

a. Predictors: (Constant), FCF, DTA, INSIDER

b. Dependent Variable: DPR

Pada table Anova dapat diketahui nilai dengan nilai *probabilitas value* dalam penelitian ini adalah 0,334 yang berarti angka ini berada diatas 0,05. Kesimpulan yang dapat diambil adalah variable DTA , INSIDER dan FCF secara simultan (bersama) tidak berpengaruh terhadap DPR .

5.KESIMPULAN

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

1. Struktur modal tidak berpengaruh terhadap *free cash flow*, karena penggunaan hutang didalam struktur modal perusahaan tidak memiliki pengaruh yang berarti terhadap ketersediaan *free cash flow* di dalam perusahaan.
2. Struktur kepemilikan berpengaruh negatif signifikan terhadap *free cash flow*, penggunaan dana dari struktur kepemilikan diungkapkan melalui aliran kas bebas, kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial sehingga mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan *free cash flow*.
3. Struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan maka semakin rendah inisiasi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.
4. Struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, tinggi atau rendahnya tingkat kepemilikan *insider* didalam perusahaan tidak memiliki pengaruh yang berarti terhadap kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan.
5. *Free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, perusahaan tidak hanya memerlukan ketersediaan kas agar dapat membagikan dividen, perusahaan juga harus memiliki laba yang ditahan dan dewan direksi harus melakukan tindakan formal agar suatu perusahaan dapat melakukan pembagian dividen kepada pemegang sahamnya, kristianawati (2012).

DAFTAR PUSTAKA

- [1] Sugeng, B. 2009. Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Bisnis* Tahun 14 Nomor 1 Maret 2009. Fakultas Ekonomi Negeri Malang.
- [2] Sugeng, B. 2009. Analisis Reaksi Pasar (Investor) Terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Pada Perusahaan-Perusahaan Go-Public Di Indonesia. *Jurnal*. Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Malang.
- [3] Ade, Y. 2008. Hubungan Struktur Kepemilikan dan Eksternal Monitoring terhadap Agency Cost dan Aliran Kas. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol 12, No 3, September 2008, hal 343-354.
- [4] Kumar, Suwendra. 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 92 Studi Magister Manajemen Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro Semarang.
- [5] Sutrisno. 2005. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kelima. Ekonisia Fakultas Ekonomi UII. Yogyakarta.
- [6] 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.
- [7] Sunarto dan Kartika, A,. 2003. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Dividen Kas di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi* Maret 2003.