

## PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, *FREE CASH FLOW* DAN *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* TERHADAP DPR

Ayu Fadhilaturrochmah  
ayufadhiela16@gmail.com  
Anang Subardjo

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

### ABSTRACT

*This research is meant to examine the influence of managerial ownership, free cash flow, and investment opportunity set to the dividend payout ratio through annual financial statement which has been prepared by automotive companies which are listed in Indonesia Stock Exchange. The independent variables of this research are managerial ownership, free cash flow and investment opportunity set whereas the dependent variable is dividend payout ratio. This research is quantitative and the research population is automotive companies which are listed in Indonesia Stock Exchange (IDX) in 2011-2015 periods. The research samples are 12 automotive companies which has been selected by using purposive sampling technique. The data analysis technique has been carried out by using multiple linear regressions analysis. The result of the research shows that managerial ownership and free cash flow give influence to the dividend payout ratio whereas investment opportunity set does not give any influence to the dividend payout ratio.*

**Keywords:** *Managerial Ownership, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Dividend Payout Ratio.*

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan *investment opportunity set* terhadap *dividend payout ratio* melalui laporan keuangan tahunan yang telah disusun oleh perusahaan otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Variabel independen pada penelitian ini adalah kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan *investment opportunity set*, sedangkan untuk variabel dependen adalah *dividend payout ratio*. Dalam penelitian ini jenis penelitian yang digunakan adalah penelitian kuantitatif, dengan populasi yang digunakan adalah perusahaan otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode tahun 2011 sampai 2015. Sampel penelitian diperoleh sebanyak 12 perusahaan otomotif dengan menggunakan teknik *purposive sampling*. Teknik analisis data yang digunakan pada penelitian adalah analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan *free cash flow* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*, sedangkan *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

**Kata Kunci:** *Kepemilikan Manajerial, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Dividend Payout Ratio.*

### PENDAHULUAN

Hubungan manajer dengan pemegang saham di dalam teori keagenan (*agency theory*) merupakan suatu hubungan antara *agent* dengan *principal*. Dimana pemilik perusahaan atau pemegang saham yang didalam teori ini digambarkan sebagai *principal*, mempercayakan pengelolaan perusahaan dilakukan oleh manajer selaku *agent* sesuai dengan kepentingan pemegang saham, dengan mendelegasikan beberapa wewenang pengambilan keputusan kepada manajer.

Perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer sering terjadi. Dalam masalah keuangan perusahaan pemegang saham biasanya menginginkan sisa dana dari perusahaan dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraannya. Sementara manajer berkeinginan dana perusahaan sebaiknya digunakan untuk memperbesar perusahaan

melebihi ukuran optimalnya sehingga mereka tetap melakukan investasi. Keputusan untuk melakukan investasi inilah yang akan memicu terjadinya masalah keagenan (*agency conflicts*). *Agency conflicts* adalah konflik yang timbul antara pemilik, karyawan dan manajer perusahaan di mana ada kecenderungan manajer lebih mementingkan tujuan individu daripada tujuan perusahaan. Masalah keagenan tersebut dapat dikurangi dengan cara memberikan *stock option* kepada manajer. Selain itu, dapat dilakukan dengan memiliki proporsi saham mayoritas sehingga pemegang saham 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.

Bukan hanya itu, konflik kepentingan yang terjadi antara *principal* dan *agent* akan mengakibatkan biaya keagenan (*agency cost*). Biaya keagenan dapat diminimalkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat menyeimbangkan kepentingan yang terkait. Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* tersebut, diantaranya dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen yang biasa dikenal dengan kepemilikan manajerial. Analisis ini menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham yang di kontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan. Selanjutnya, dapat dengan meningkatkan *dividend payout ratio* (Easterbrook, 1989; Cruthley dan Hansen, 1989 dalam Wahidahwati, 2002). Penelitian mereka menyatakan bahwa pembayaran dividen akan mempengaruhi kebijakan pendanaan karena dengan pembayaran dividen akan mengurangi *cash flow* perusahaan. Dengan begitu akan mengakibatkan perusahaan untuk mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan untuk memenuhi kebutuhannya.

Manajemen perlu membuat kebijakan dividen yang optimal dimana kebijakan tersebut menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga dapat memaksimalkan harga saham. Dividen kas merupakan masalah yang sering menjadi topik pembicaraan di antara para pemegang saham dan juga pihak manajemen perusahaan. Terkadang hal tersebut justru menimbulkan kontroversi antara pemegang saham dan perusahaan (Hanafi, 2004). Kebijakan dividen kas dapat menjadi salah satu bentuk mekanisme pengawasan pemegang saham terhadap pihak manajemen. Kebijakan dividen kas ini tergambar pada *dividend payout ratio* (DPR) yaitu presentase laba yang dibagikan dalam bentuk dividen tunai, artinya besar kecilnya *dividend payout ratio* akan mempengaruhi keputusan investasi para pemegang saham dan disisi lain berpengaruh pada kondisi keuangan perusahaan (Marlina dan Danica, 2009).

Perusahaan dengan aliran kas bebas berlebih akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya karena dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang tidak dapat diperoleh perusahaan lain (Rosdini, 2009). *Free cash flow* yang dimiliki perusahaan menunjukkan kas yang tersedia bagi investor (Aristantia dan Putra, 2015). Aliran kas bebas (*free cash flow*) sebagai kas yang tersedia setelah seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif dilakukan. Perusahaan dengan tingkat aliran kas yang tinggi seharusnya membayar dividen yang tinggi pula.

*Investment opportunity set* selanjutnya lebih dikenal dengan istilah IOS merupakan set peluang investasi yang membuat perusahaan sebagai suatu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi masa depan. IOS memiliki keterkaitan dengan kebijakan yang dibuat oleh manajemen, diantaranya kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen. Menurut Husnan (2008:381), kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham, apakah laba tersebut dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali. IOS memberi petunjuk dimana nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan dimasa yang akan datang. IOS menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi diharapkan memiliki kesempatan investasi yang

tinggi, sehingga dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen kepada para pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan.

Berdasarkan dari beberapa penelitian yang telah di uraikan diatas, menunjukkan ketidakkonsistenan hasil yang diperoleh dari satu peneliti dengan peneliti yang lainnya sehingga perlu diuji ulang dengan sampel dan periode yang berbeda. Pengujian ulang ini bertujuan agar menyakini bahwa variabel kepemilikan manajerial, *free cash flow* dan *investment opportunity set* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* dimana variabel-variabel tersebut dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan pembayaran dividen. Sedangkan yang menjadi objek penelitian ini adalah Perusahaan Otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## TINJAUAN TEORETIS

### Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Dalam perusahaan yang *go public*, *agency theory* ini dapat digambarkan melalui hubungan yang terjadi antara investor dan manajemen perusahaan. Persoalannya diantara kedua pihak tersebut seringkali terjadi perbedaan kepentingan. Perbedaan tersebut mengakibatkan keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan kurang diterima oleh pihak pemegang saham. Hal ini sering terjadi karena manajer cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadinya. Sedangkan pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer karena akan menambah *cost* bagi perusahaan dan akan menurunkan keuntungan yang akan diterima oleh pemegang saham. Untuk mengawasi dan menghalangi perilaku manajer tersebut maka pemegang saham harus bersedia mengeluarkan *cost* pengawasan yang disebut *agency cost* atau biaya keagenan (Dewi, 2008). Biaya keagenan dapat diminimalkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat menyeimbangkan kepentingan yang terkait.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost* tersebut, diantaranya dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen. Analisis ini menyatakan bahwa proporsi kepemilikan saham yang di kontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan. Selanjutnya, dapat dengan meningkatkan *dividend payout ratio* (Easterbrook, 1989; Cruthley dan Hansen, 1989 dalam Wahidahwati, 2002). Penelitian mereka menyatakan bahwa pembayaran dividen akan mempengaruhi kebijakan pendanaan karena dengan pembayaran dividen akan mengurangi *cash flow* perusahaan. Dengan begitu akan mengakibatkan perusahaan untuk mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan untuk memenuhi kebutuhan operasinya.

### Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur, manajemen dan komisaris (Wahidahwati, 2002). Kepemilikan manajerial merupakan kondisi di mana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Kepemilikan manajerial ini diukur dengan proporsi saham yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun dan dinyatakan dalam presentase. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri.

Secara teoritis ketika kepemilikan manajerial rendah maka intensif terhadap kemungkinan terjadinya perilaku oportunistik manajer akan meningkat. Adanya kepemilikan manajerial dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen. Dengan demikian, manajer akan bertindak secara hati-hati dalam mengambil keputusan karena mereka akan turut menanggung hasil keputusan yang diambil.

### **Free Cash Flow**

Aliran kas bebas atau *free cash flow* sebagai aliran kas yang tersedia untuk dibagikan kepada para pemegang saham atau pemilik dalam bentuk dividen. Pembagian tersebut dilakukan setelah perusahaan melakukan investasi pada aset tetap (*fixed asset*) dan modal kerja (*working capital*) yang diperlukan untuk kelangsungan usahanya. Norpawitri (2005) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai aliran kas yang dihasilkan kembali kepada pemegang saham tanpa mempengaruhi tingkat pertumbuhan perusahaan saat ini.

Salah satu tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai pemegang saham yang merupakan nilai ekuitas yang menjadi bagian dari nilai perusahaan. Perusahaan dengan aliran kas bebas berlebih akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya karena dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang tidak dapat diperoleh perusahaan lain (Rosdini, 2009). *Free cash Flow* yang dimiliki perusahaan menunjukkan kas yang tersedia bagi investor (Aristantia dan Putra, 2015). Aliran kas bebas (*free cash flow*) sebagai kas yang tersedia setelah seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif dilakukan. Perusahaan dengan tingkat aliran kas yang tinggi seharusnya membayar dividen yang tinggi pula.

### **Investment Opportunity Set**

*Investment opportunity set* selanjutnya lebih dikenal dengan istilah IOS merupakan set peluang investasi yang membuat perusahaan sebagai suatu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi masa depan. Selama satu tahun mungkin perusahaan membayarkan nol dividen karena perusahaan membutuhkan uang untuk mendanai peluang investasi yang baik tetapi pada tahun berikutnya perusahaan mungkin membayarkan dividen dalam jumlah besar karena peluang investasi yang buruk dan tidak perlu menahan banyak uang. Sesuai dengan Suharli (2007) yang menyatakan bahwa apabila kondisi perusahaan baik maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan.

Set kesempatan investasi merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi (variabel laten), sehingga diperlakukan proksi. Subekti dan Kusuma (2001) dan Tarjo dan Hartono (2003) mengemukakan bahwa proksi pertumbuhan perusahaan dengan nilai IOS secara umum dapat dikelompokkan menjadi tiga kelompok berdasarkan faktor-faktor yang digunakan dalam mengukur nilai IOS. Kategori IOS tersebut adalah (1) Proksi berdasarkan harga. Proksi ini percaya pada gagasan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar, (2) Proksi berdasarkan investasi. Proksi ini percaya pada gagasan bahwa satu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif pada nilai IOS suatu perusahaan, (3) Proksi berdasarkan varian. Proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aktiva.

### **Kebijakan Dividen**

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Kebijakan ini akan melibatkan dua pihak yang memiliki kepentingan berbeda yaitu pihak pertama, para pemegang saham dan pihak kedua, manajemen perusahaan itu sendiri. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang diambil manajemen perusahaan untuk memutuskan membayarkan sebagian keuntungan perusahaan kepada pemegang saham daripada menahannya sebagai laba ditahan untuk diinvestasikan kembali agar mendapatkan *capital gains*. *Capital gains* adalah keuntungan modal yang akan diperoleh pemegang saham jika menginvestasikan kembali pendapatannya dalam jangka panjang.

Dalam kebijakan dividen terdapat *trade off* dan pilihan yang tidak mudah antara membagikan laba sebagai dividen dan diinvestasikan kembali sebagai laba ditahan. Apabila perusahaan memilih membagikan laba sebagai dividen maka tingkat pertumbuhan akan berkurang sehingga berdampak negatif terhadap saham perusahaan. Di sisi lainnya, apabila perusahaan tidak membagikan dividen maka pasar akan memberikan sinyal negatif terhadap prospek perusahaan sehingga peningkatan dividen memberikan sinyal perubahan yang menguntungkan pada harapan manajer dan penurunan dividen menunjukkan pandangan pesimis prospek perusahaan dimasa yang akan datang.

### ***Dividend Payout Ratio***

*Dividend payout ratio* merupakan presentase dividen kas yang dibagikan dari keuntungan bersih perusahaan, atau dapat diartikan *Dividend payout ratio* merupakan presentase pendapatan perusahaan yang diberikan ke para pemegang saham secara tunai. Karena dividen yang diterima oleh pemegang saham jumlahnya tergantung pada jumlah lembar saham yang dimiliki, maka indikator digunakan untuk menguji kebijakan dividen adalah rasio pembayaran dividen yang biasa disebut *dividend payout ratio*, hal tersebut berdasarkan kebijakan dividen dengan rasio konstan (Sutrisno, 2009:306).

*Dividend payout ratio* ditentukan perusahaan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham setiap tahun yang dilakukan berdasarkan besar kecilnya laba bersih setelah pajak. Jumlah dividen yang dibayarkan akan mempengaruhi harga saham atau kesejahteraan para pemegang saham (Prihantoro, 2003). Menurut Marlina dan Danica (2009) kebijakan dividen perusahaan tergambar pada *dividend payout rasionya* yaitu persentase laba yang dibagikan dalam bentuk dividen tunai, artinya besar kecilnya *dividend payout ratio* akan mempengaruhi keputusan investasi para pemegang saham dan disisi lain berpengaruh pada kondisi keuangan perusahaan. *Dividend Payout Ratio* (DPR) merupakan rasio pembayaran dividen dimana rasio ini menentukan jumlah laba yang dapat ditahan sebagai sumber pendanaan. Alokasi penentuan laba sebagai laba ditahan dan pembayaran dividen merupakan aspek utama dalam kebijakan dividen.

### **Pengembangan Hipotesis**

#### **Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap *Dividend Payout Ratio***

Kepemilikan manajerial adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, sedangkan dividen merupakan sebagian dari laba perusahaan yang dapat dibagikan kepada pemegang saham. Dalam kepemilikan manajerial manajer juga mendapat kesempatan untuk terlibat pada kepemilikan saham demi tujuan menyetarakan kepemilikannya dengan pemegang saham. Semakin besar keterlibatan manajer dalam *management ownership* menyebabkan kinerja perusahaan menjadi lebih baik karena manajer lebih merasa memiliki perusahaan. Kinerja perusahaan yang baik akan berdampak pada dividen yang akan diterima pemegang saham, karena dividen didasarkan pada laba bersih tahun berjalan dan laba bersih tersebut adalah ukuran kinerja perusahaan.

Dengan demikian, peneliti dapat mengatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki keterkaitan dengan *dividend payout ratio*. Manajer yang memiliki saham perusahaan akan turut menikmati dividen (Christiawan dan Tarigan, 2007). Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan manajer dalam suatu perusahaan, maka semakin besar pula DPR yang dibagikan. Dari uraian tersebut, hipotesis yang hendak dikembangkan adalah sebagai berikut:

H<sub>1</sub>: Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*.

### **Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Dividend Payout Ratio***

Aliran kas bebas atau *free cash flow* sebagai aliran kas yang tersedia untuk dibagikan kepada para pemegang saham atau pemilik dalam bentuk dividen. Pembagian tersebut dilakukan setelah perusahaan melakukan investasi pada aset tetap (*fixed asset*) dan modal kerja (*working capital*) yang diperlukan untuk kelangsungan usahanya. Dari definisi tersebut, peneliti dapat mengatakan bahwa *free cash flow* merupakan kas berlebih di perusahaan yang bisa didistribusikan kepada kreditor atau para pemegang saham.

Kesimpulan yang dapat diambil, bahwa dengan banyaknya *free cash flow* yang tersedia berarti DPR yang dibagikan juga semakin besar. Jumlah *free cash flow* yang banyak dapat disalahgunakan oleh manajer untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya maupun berinvestasi pada proyek yang tidak menguntungkan. Pembagian DPR dapat menjadi mekanisme untuk mencegah manajer memaksimalkan kepentingan pribadinya. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang akan dikembangkan adalah sebagai berikut:

H<sub>2</sub>: *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*.

### **Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap *Dividend Payout Ratio***

*Investment opportunity set* (IOS) memberi petunjuk dimana nilai perusahaan tergantung pada pengeluaran perusahaan dimasa yang akan datang. IOS menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi diharapkan memiliki kesempatan investasi yang tinggi, sehingga dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen kepada para pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan.

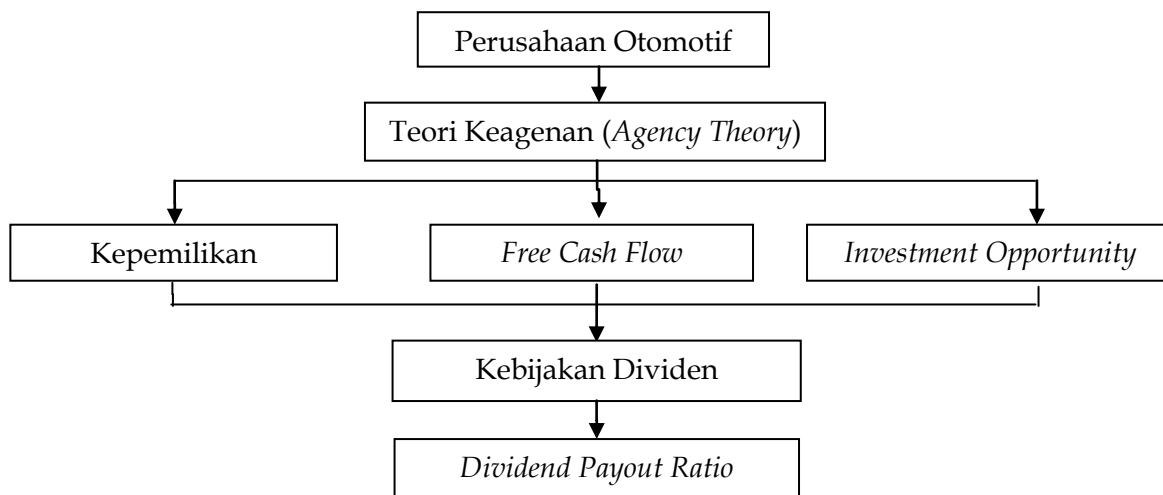
Perusahaan yang berada dalam posisi sangat baik akan melakukan penanaman modal baru sehingga membayar dividen yang tinggi tidak perlu dilakukan. Dana yang semestinya dapat diberikan sebagai dividen kepada para investor cenderung digunakan dalam melakukan penanaman modal yang lebih mendatangkan keuntungan bagi perusahaannya. Dan jika perusahaan berada pada posisi yang kurang baik atau pertumbuhannya lambat cenderung membagikan dividen yang lebih tinggi untuk mengatasi masalah *overinvestment*. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi di masa depan biasanya diikuti dengan adanya penurunan dividen tunai. Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi sering dikatakan juga memiliki kesempatan investasi tinggi. Hal ini akan memotivasi pihak manajerial untuk meningkatkan reinvestasi dalam jumlah besar.

Semakin banyak kesempatan investasi yang ada, akan mendorong perusahaan untuk membayarkan dividen dengan jumlah yang kecil, agar perusahaan memiliki dana internal untuk membiayai investasinya. Berdasarkan pemikiran diatas, hipotesis yang hendak dikembangkan adalah sebagai berikut:

H<sub>3</sub>: *Investment Opportunity Set* berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*.

### **Rerangka Pemikiran**

Berdasarkan atas tinjauan teoretis diatas maka rerangka pemikiran dapat digambarkan sebagai berikut:



**Gambar 1**  
**Rerangka Pemikiran**

## METODA PENELITIAN

### Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi (Objek) Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian kuantitatif, dimana jenis penelitian ini merupakan penelitian yang menganalisis data dengan bentuk angka yang dipusatkan pada pengujian hipotesis. Menurut (Sugiyono, 2014:74) penelitian kuantitatif (*quantitative research*), yaitu jenis penelitian dengan karakteristik masalah berupa hubungan sebab-akibat antar dua variabel atau lebih.

Populasi yang digunakan pada penelitian ini adalah Perusahaan Otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011-2015 serta menerbitkan laporan keuangan per 31 Desember untuk tahun yang sama. Pengajuan hipotesis menggunakan perhitungan sistematis dengan menggunakan rumus statistik untuk menguji hubungan antara variabel yang akan diteliti dan yang akan menghasilkan kesimpulan dengan tujuan untuk membuktikan hipotesis.

### Teknik Pengambilan Sampel

Penelitian ini menggunakan metode pengambilan sampel dengan teknik *purposive sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel cara tidak acak dengan menggunakan kriteria yang disesuaikan dengan tujuan penelitian. Kriteria yang digunakan dalam menentukan sampel penelitian ini adalah (1) Perusahaan Otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2011-2015, (2) Perusahaan yang tidak terdaftar secara berturut-turut selama tahun 2011-2015, (3) Mempublikasikan laporan keuangan yang telah diaudit selama periode tahun 2011-2015, (4) Perusahaan yang membagikan dividen setiap tahunnya pada tahun 2011-2015.

### Teknik Pengumpulan Data

#### Jenis Data

Jenis data penelitian ini menggunakan jenis data kuantitatif berupa data dokumenter dengan mengumpulkan data yang dilakukan dengan cara mempelajari laporan keuangan tahunan yang telah di audit. Dalam penelitian ini data diambil dari Laporan Tahunan Perusahaan Otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk tahun pelaporan 2011-2015.

### Sumber Data

Sumber data yang digunakan oleh penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh tidak langsung dari sumbernya dan bukan usaha sendiri oleh peneliti. Dalam penelitian ini sumber data diperoleh dari *Website Indonesia Stock Exchange (IDX) Fact 2011-2015*, Bursa Efek Indonesia (BEI) dan Galeri Pojok Bursa Efek Indonesia STIESIA Surabaya.

### Variabel dan Definisi Operasional Variabel Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan posisi dimana manajer memiliki saham dalam perusahaan (Christiawan dan Tarigan, 2007). Kepemilikan manajerial bisa dikatakan sebagai *bonding mechanism* terhadap manajer untuk tidak menyalahgunakan dana yang ada, dengan meningkatkannya kepemilikan manajerial diharapkan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham dan manajer pun ikut menerima dividen sehingga terjadi hubungan yang positif dan signifikan antara kepemilikan manajerial dan DPR. Menurut Nuringasih (2005) variabel kepemilikan manajerial dapat dihitung dengan rumus:

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\Sigma \text{ Saham yang dimiliki manajer dan direksi}}{\Sigma \text{ Saham perusahaan yang diterbitkan}}$$

### Free Cash Flow

*Free cash flow* merupakan dana berlebih yang dimiliki perusahaan yang seharusnya didistribusikan kepada pemegang saham. Dengan meningkatnya jumlah *free cash flow* manajer bisa menyalahgunakan dengan berinvestasi pada proyek yang merugikan, akan tetapi *free cash flow* yang banyak seharusnya dibagikan kepada para pemegang saham sehingga dana tersebut tidak terbuang percuma. Dalam penelitian ini *free cash flow* dapat dihitung menggunakan rumus:

$$\text{FCF} = \frac{\text{AKOit} - \text{PMit} - \text{NWCit}}{\text{Total Asset}}$$

Yang dihitung dengan cara:

AKOit (Arus Kas Operasional)

= EBIT + Penyusutan - Pajak

PMit (Belanja Modal Bersih)

= Saldo akhir asset tetap bersih -  
Saldo awal asset tetap bersih +  
Penyusutan

NWCit (Perubahan Modal Kerja Bersih)

= Asset Lancar - Liabilitas Lancar

Penelitian ini menggunakan rasio untuk mengukur *free cash flow*, yaitu dengan membagi *free cash flow* dengan total asset. Hal ini bertujuan agar lebih *comparable* bagi perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel (Kangarleui et al., 2011 dalam Agustia, 2013).

### Investment Opportunity Set

*Investment opportunity set* (IOS) diproksikan sebagai *market to book value of equity* (MVE/BVE). Rasio ini dihitung dengan cara membagi kapitalisasi pasar (harga saham dikalikan dengan jumlah lembar saham beredar) dengan total ekuitas) pada Perusahaan Otomotif periode tahun 2011 sampai 2015. Proksi ini mencerminkan bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan dimasa depan terhadap *return* yang diharapkan dari ekuitasnya. Adanya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas menunjukkan kesempatan investasi perusahaan (Hartono, 1998 dalam Endang, 2009). Dalam penelitian ini IOS diukur dengan menggunakan rumus:



$$\text{IOS} = \frac{\text{Lembar saham beredar} \times \text{Harga saham penutupan}}{\text{Total Ekuitas}}$$

### **Dividend Payout Ratio**

*Dividen payout ratio* merupakan rasio laba yang dibayarkan perusahaan sebagai dividen kepada investor pada periode tertentu. *Dividend payout ratio* didefinisikan sebagai rasio antara *dividend per share* (DPS) terhadap *earning per share* (EPS). Indikator yang digunakan untuk mengukur kebijakan dividen adalah rasio pembayaran dividen (*Dividend Payout Ratio/DPR*). DPR merupakan rasio hasil perbandingan antara dividen dengan laba yang tersedia bagi pemegang saham biasa (Kadir, 2010). Secara matematis DPR dapat dihitung dengan indikator sebagai berikut:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}}$$

### **Teknik Analisis Data**

#### **Transformasi Data**

Untuk melakukan transformasi data, SPSS menyediakan menu *Transform* yang pada prinsipnya berfungsi mentransformasi atau mengubah sebuah variabel (data) untuk keperluan yang khusus. Menu *transform* tidak ada yang terkait dengan teknik statistik tertentu, namun hanya menyiapkan data untuk perlakuan suatu prosedur statistik. Menu *transform* yang dipergunakan yaitu perintah *compute* dipergunakan untuk melakukan perhitungan terhadap nilai dari variabel yang sudah ada maupun untuk variabel baru pada *file* data yang akan dilakukan transformasi. Transformasi yang digunakan adalah Transformasi Logaritma (Ln). Transformasi ini mengoperasikan data asli kebentuk logaritma. Digunakan untuk data yang terdistribusi *Positive Skewness* dan *Unequal Variance*.

#### **Data Outlier**

Setelah melakukan transformasi untuk mendapatkan normalitas data langkah *screening* berikutnya yang harus dilakukan adalah mendeteksi adanya data *outlier*. *Data outlier* adalah kasus atau data yang memiliki karakteristik unik yang terlihat sangat berbeda jauh dari observasi-observasi lainnya dan muncul dalam bentuk nilai ekstrim baik untuk sebuah variabel tunggal atau variabel kombinasi.

#### **Analisis Statistik Deskriptif**

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, *sum*, *range*, kurtosis dan *skewness* (kemencengan distribusi). Pada penelitian ini menggunakan rata-rata (*mean*), standar deviasi, maksimum, dan minimum. Rata-rata (*mean*) digunakan untuk mengetahui rata-rata data yang bersangkutan. Standar deviasi digunakan untuk mengetahui seberapa besar data yang bersangkutan tersebut bervariasi dari rata-rata. Maksimum akan digunakan untuk mengetahui jumlah yang paling besar dari data yang bersangkutan. Minimum digunakan untuk mengetahui jumlah paling kecil dari data yang bersangkutan.

#### **Uji Asumsi Klasik**

##### **Uji Normalitas**

Uji ini digunakan untuk mengetahui apakah populasi data berdistribusi normal ataukah tidak. Jika analisis menggunakan metode parametrik, maka persyaratan normalitas harus terpenuhi yaitu data harus berdistribusi normal. Namun, jika data tidak berdistribusi normal, atau jumlah sampel sedikit maka dapat menggunakan metode non parametrik. Menurut Ghozali (2013:154) ada dua cara untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak yaitu dengan analisis grafik dan uji statistik.

Analisis grafik, dengan melihat histogram yang membandingkan antara dua data observasi dengan distribusi normal, dan metode *normal probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dan distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal, dan plotting data residual akan dibandingkan dengan garis diagonal. Jika distribusi data residual normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya. Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik atau dengan melihat histogram dari residualnya. Sedangkan, uji statistik yang dapat digunakan untuk menguji normalitas residual adalah uji statistik non-parametik Kolmogorov-Smirnov (K-S) dengan uji *1-sample*. Jika didapatkan angka signifikan jauh diatas 0,05 yang berarti nilai residual terdistribusi secara normal atau memenuhi asumsi klasik, yang berarti  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima.

### Uji Multikolinearitas

Uji multikolenieritas digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya penyimpangan asumsi klasik. Peluang terjadinya multikolenieritas akan semakin besar sejalan dengan bertambahnya jumlah variabel independen. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Jika variabel independen saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal. Variabel ortogonal adalah variabel independen yang nilai korelasi antar sesama variabel independen sama dengan nol. Multikolenieritas dapat dilihat dengan cara menganalisis nilai VIF (*Varinace Inflation Factor*). Deteksi multikolenieritas dapat di deteksi dari output SPSS pada tabel *Coefficients* dengan suatu model. Jika nilai VIF tidak lebih dari 10 dan nilai *Tolerance* tidak kurang dari 0,1 maka model dapat dikatakan terbatas dari multikolenieritas  $VIF = 1/Tolerance$ , jika  $VIF = 10$  maka  $Tolerance = 1/10 = 0,1$ . Semakin tinggi VIF maka semakin rendah *Tolerance* (Ghozali, 2013:103).

### Uji Autokorelasi

Autokorelasi adalah korelasi serial (*serial correlation*), yang artinya adalah berhubungan dengan dirinya sendiri. Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan penggunaan pada periode  $t$  dengan kesalahan pada periode  $t-1$  (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lainnya. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Menurut Ghozali (2013:107) "Model regresi yang baik adalah regresi bebas dari autokorelasi". Salah satu metode yang digunakan untuk mendeteksi autokorelasi adalah menggunakan uji *Durbin-Waston* (DW Test). Dimana uji ini dihitung dengan menggunakan alat bantu SPSS.

Uji *Durbin-Waston* hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu (*first order autocorrelation*) dan mensyaratkan adanya *intercept* (konstanta) dalam model regresi dan tidak ada variabel lag diantara variabel independen. Hipotesis yang akan diuji adalah:

$H_0$  : tidak ada autokorelasi ( $r = 0$ )

$H_A$  : ada autokorelasi ( $r \neq 0$ )

### Goodness of Fit (Uji Kelayakan Model)

#### Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Koefisien determinasi ( $R^2$ ) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai  $R^2$  kecil berarti kemampuan variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sangat terbatas.

Menurut Ghozali (2013) jika dalam uji empiris didapat nilai *adjusted*  $R^2$  negatif, maka nilai *adjusted*  $R^2$  dianggap bernilai nol. Secara matematis jika nilai  $R^2 = 1$ , maka *adjusted*  $R^2 =$

$R^2 = 1$ , sedangkan jika nilai  $R^2 = 0$ , maka  $adjusted R^2 = (1-k)/(n-k)$ . Jika  $k > 1$ , maka  $adjusted R^2$  akan bernilai negatif.

### Uji Statistik F

Uji F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel KM, FCF dan IOS yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara keseluruhan terhadap variabel DPR. Uji F digunakan untuk menguji kelayakan model yang dihasilkan dengan menggunakan uji kelayakan model pada tingkat  $\alpha$  sebesar 5%. Adapun kriteria pengujian yaitu jika nilai signifikan  $> 0,05$ , maka model yang digunakan dalam penelitian tidak layak dan tidak dapat dipergunakan analisis berikutnya. Sedangkan, jika nilai signifikan  $< 0,05$ , maka model yang digunakan dalam penelitian layak dan dapat dipergunakan analisis berikutnya.

### Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Uji t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel KM, FCF dan IOS secara individual dalam menerangkan variasi variabel DPR. Adapun kriteria pengujian hipotesis tersebut dengan tingkat *level of significan*  $\alpha = 5\%$  yaitu apabila signifikansi uji  $t < 0,05$ , maka  $H_0$  ditolak dan apabila nilai signifikansi uji  $t > 0,05$ , maka  $H_0$  diterima.

### Analisis Regresi Linier Berganda

Regresi linier berganda mengestimasi besarnya koefisien-koefisien yang dihasilkan dari persamaan yang bersifat linier yang melibatkan dua variabel bebas untuk digunakan sebagai alat prediksi besarnya nilai variabel tergantung. Model analisis yang digunakan untuk menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen adalah model regresi berganda tersebut. Model analisis statistik ini dipilih karena penelitian ini dirancang untuk meneliti variabel-variabel bebas yang berpengaruh terhadap variabel terikat dengan menggunakan data *cross section* yang merupakan data dari satu atau lebih variabel yang dikumpulkan dalam waktu yang sama.

Bentuk persamaan dari regresi linier berganda ini adalah:

$$DPR = \alpha + \beta_1 KM + \beta_2 FCF + \beta_3 IOS + e_i$$

Keterangan:

DPR = *Dividend Payout Ratio*

$\alpha$  = Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$  = Koefisien regresi dari variabel bebas KM, FCF, IOS

KM = Kepemilikan Managerial

FCF = *Free Cash Flow*

IOS = *Investment Opportunity Set*

$e_i$  = *Error term* / tingkat kesalahan penduga dalam penelitian

## ANALISIS DAN PEMBAHASAN

### Statistik Deskriptif

Pada bagian penelitian ini akan disajikan data statistik deskriptif dari variabel dependen maupun dari variabel independen. Berikut hasil pengujian statistik deskriptif yang dijelaskan dalam tabel 1.

Tabel 1  
Statistik Deskriptif

|                    | N  | Minimum     | Maximum      | Mean       | Std. Deviation |
|--------------------|----|-------------|--------------|------------|----------------|
| KM                 | 60 | .050        | .957         | .68606     | .201187        |
| FCF                | 60 | -868304.713 | 12629999.920 | 934160.633 | 3177634.404    |
| IOS                | 60 | 13712.110   | 4694430.848  | 590628.666 | 806120.335     |
| DPR                | 60 | -.605       | 1.382        | .18250     | .304768        |
| Valid N (listwise) | 60 |             |              |            |                |

Sumber: data sekunder diolah

Berdasarkan tabel 1 dapat diketahui jumlah pengamatan yang diteliti sebanyak 60 pengamatan, berdasarkan sampel dalam penelitian ini terdapat 12 perusahaan dengan jangka waktu 5 tahun. Dalam statistik deskriptif dapat dilihat nilai *mean*, serta tingkat penyebaran (standar deviasi) dari masing-masing tabel yang diteliti. Nilai *mean* merupakan nilai yang menunjukkan besaran pengaruh suatu variabel independen terhadap variabel dependen.

Dari hasil pengolahan data pada tabel 1 dapat dijelaskan bahwa Kepemilikan Manajerial (KM) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan. Kepemilikan Manajerial (KM) menunjukkan nilai rata-rata sebesar 0,68606 dengan standar deviasi 0,201187. Hal ini menunjukkan rata-rata sampel memiliki kepemilikan manajerial cukup tinggi. Untuk nilai terendah Kepemilikan Manajerial (KM) sebesar 0,050 dan nilai tertinggi sebesar 0,957.

Berdasarkan tabel 1 dapat dilihat bahwa *Free Cash Flow* (FCF) memiliki nilai terendah sebesar -868304,713 yang berarti bahwa sampel terendah memiliki ketersediaan kas bebas yang negatif, sedangkan nilai tertinggi 12629999,920 yang berarti bahwa kas bebas dari sampel cukup untuk memenuhi aliran pendanaan. Untuk nilai rata-rata dari FCF adalah 934160,633. Nilai standar deviasi menunjukkan nilai sebesar 3177634,404.

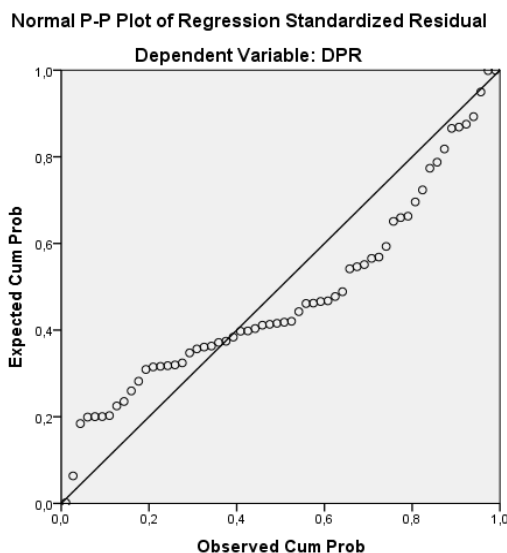
*Investment Opportunity Set* (IOS) menunjukkan nilai terendah sebesar 13712,110 dan nilai tertinggi sebesar 4694430,848. Untuk nilai rata-rata dari IOS sebesar 590628,666. Hal ini berarti bahwa rata-rata perusahaan memiliki dana kesempatan investasi sebesar 590628,666. Nilai standar deviasi menunjukkan nilai sebesar 806120,335.

*Dividend Payout Ratio* (DPR) menunjukkan nilai terendah dengan hasil sebesar -0,605 dan memiliki nilai tertinggi sebesar 1,382 dari laba perlembar saham yang diperoleh perusahaan. Nilai rata-rata sebesar 0,18250. Nilai ini berarti menunjukkan bahwa rata-rata pembagian dividen adalah sebesar 0,18250 dari laba perlembar saham yang dimiliki perusahaan. Untuk nilai standar deviasi menunjukkan nilai sebesar 0,304768. Kebijakan ini memberikan dividen yang besarnya mengikuti besar laba yang diperoleh perusahaan. Semakin besar laba yang diperoleh, semakin besar dividen yang dibayarkan dan sebaliknya.

### Uji Asumsi Klasik

#### Uji Normalitas Data

Uji normalitas penelitian ini data diolah dengan menggunakan bantuan *IBM SPSS STATISTICS 23* yang dilakukan dengan Uji *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* dan pendekatan grafik seperti gambar dibawah ini:



Sumber: data sekunder diolah  
Gambar 2  
Grafik P-Plots

Pada grafik P-Plot diatas menunjukkan bahwa data terdistribusi secara tidak normal karena data residualnya terlihat menjauhi garis diagonal. Sedang uji normalitas lainnya dapat dilakukan dengan Uji *Kolmogorov-Smirnov* untuk semua variabel dengan melihat nilai *Asymp. Significant (2-tailed)*. Data bisa dikatakan berdistribusi normal jika nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* lebih besar dari 5%. Sebaliknya, apabila nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* kurang dari 5% maka data tidak berdistribusi normal. Berikut ini adalah hasil pengujian normalitas yang dilakukan dengan Uji *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*.

Tabel 2  
Hasil Uji Normalitas Data  
*One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*

|  |                       | <i>Unstandardized Residual</i> |
|--|-----------------------|--------------------------------|
| N                                      |                       | 60                             |
| <i>Normal Parameters<sup>a,b</sup></i> | <i>Mean</i>           | ,0000000                       |
|  | <i>Std. Deviation</i> | ,28382850                      |
| <i>Most Extreme Differences</i>        | <i>Absolute</i>       | ,163                           |
|  | <i>Positive</i>       | ,163                           |
|  | <i>Negative</i>       | -,145                          |
| <i>Test Statistic</i>                  |                       | ,163                           |
| <i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>          |                       | ,000 <sup>c</sup>              |

- a. Test distribution is Normal.  
b. Calculated from data.  
c. Lilliefors Significance Correction.

Sumber: data sekunder diolah

Dari hasil yang telah dilakukan, diketahui bahwa nilai signifikan adalah sebesar  $0,000 < 0,05$ . Maka dapat disimpulkan bahwa data tersebut tidak berdistribusi secara normal dan tidak memenuhi asumsi normalitas. Untuk memperoleh hasil yang baik maka data *outlier* yang ada harus dihilangkan. Setelah data *outlier* dihilangkan maka data yang semula 60 data menjadi 52 data. Hasil pengujian normalitas yang kedua ditunjukkan dalam tabel 3 sebagai berikut:

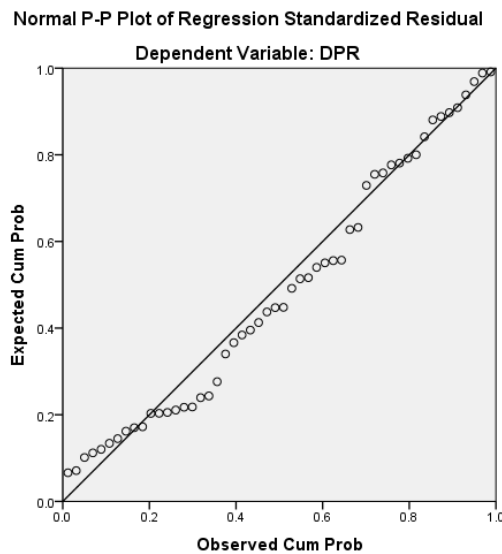
**Tabel 3**  
**Hasil Uji Normalitas**  
**Setelah Melakukan Transformasi Data**  
*One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*

|  |                       | <i>Unstandardized Residual</i> |
|--|-----------------------|--------------------------------|
| <b>N</b>                               |                       | <b>52</b>                      |
| <i>Normal Parameters<sup>a,b</sup></i> | <i>Mean</i>           | <b>.0000000</b>                |
|  | <i>Std. Deviation</i> | <b>.16875596</b>               |
| <i>Most Extreme Differences</i>        | <i>Absolute</i>       | <b>.109</b>                    |
|  | <i>Positive</i>       | <b>.109</b>                    |
|  | <i>Negative</i>       | <b>-.060</b>                   |
| <i>Test Statistic</i>                  |                       | <b>.109</b>                    |
| <i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>          |                       | <b>.172<sup>c</sup></b>        |

- a. Test distribution is Normal.
- b. Calculated from data.
- c. Lilliefors Significance Correction.

Sumber: data sekunder diolah

Dari pengujian *One-Sample Kolmogorov Smirnov Test* diatas menunjukkan bahwa data telah terdistribusi secara normal. Hal ini diperlihatkan oleh nilai signifikan sebesar  $0,172 > 0,05$ . Hasil diatas juga didukung oleh hasil analisis grafiknya yang ditunjukkan pada gambar berikut:



Sumber: data sekunder diolah

**Gambar 3**  
**Grafik P-P Plots Setelah Melakukan Transformasi Data**

Pada grafik diatas normal P-P Plots terlihat titik-titik sebaran lebih mendekati garis diagonal sehingga dapat disimpulkan bahwa asumsi normalitas dapat terpenuhi.

## Uji Multikolinieritas

Berikut hasil dari uji multikolinieritas yang disajikan dalam tabel 4 dibawah ini:

Tabel 4  
Hasil Uji Multikolinieritas  
*Coefficients<sup>a</sup>*

| Model |     | Collinearity Statistics |       |
|-------|-----|-------------------------|-------|
|       |     | Tolerance               | VIF   |
| 1     | KM  | .436                    | 2.292 |
|       | FCF | .810                    | 1.234 |
|       | IOS | .414                    | 2.415 |

a. *Dependent Variable: DPR*

Sumber: data sekunder diolah

Berdasarkan tabel 4 diketahui pada bagian *coefficient* diperoleh nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) untuk KM sebesar 2,292, FCF sebesar 1,234, dan IOS sebesar 2,415. Hasil perhitungan menunjukkan bahwa semua variabel independen memiliki nilai VIF < 10. Nilai *tolerance* mendekati 1 untuk KM sebesar 0,436, FCF sebesar 0,810, dan IOS sebesar 0,414 yang berarti nilai *tolerance* > 0,1. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas pada penelitian ini.

## Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi pada penelitian ini dengan menggunakan Metode *Durbin Watson* (DW *Test*). Nilai *Durbin Waston* (DW) dari hasil perhitungan regresi seperti disajikan dalam tabel 5 berikut ini.

Tabel 5  
Hasil Uji Autokorelasi  
*Model Summary<sup>b</sup>*

| Model | R                 | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1     | .516 <sup>a</sup> | .266     | .220              | .173950                    | 1.530         |

a. *Predictors: (Constant), IOS, FCF, KM*

b. *Dependent Variable: DPR*

Sumber: data sekunder diolah

Hasil perhitungan autokorelasi, diperoleh nilai *Durbin-Waston* sebesar 1,530. Dengan demikian model regresi yang akan digunakan tidak terdapat masalah autokorelasi. Selain itu model regresi yang dihasilkan dapat digunakan untuk mengestimasi nilai variabel dependen pada nilai variabel independennya.

## Goodness of Fit (Uji Kelayakan Model)

### Koefisien Determinasi (R<sup>2</sup>)

Berikut ini adalah hasil uji koefisien determinasi:

Tabel 6  
Hasil Uji Koefisien Determinasi  
*Model Summary<sup>b</sup>*

| Model | R                 | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|
| 1     | .516 <sup>a</sup> | .266     | .220              | .173950                    |

a. *Predictors: (Constant), IOS, FCF, KM*

b. *Dependent Variable: DPR*

Sumber: data sekunder diolah

Berdasarkan tabel 6 diperoleh nilai *R-Square* sebesar 0,266, hal ini menunjukkan bahwa hanya 26,6% variasi dari *Dividend Payout Ratio* (DPR) dapat dijelaskan oleh variabel Kepemilikan Manajerial (KM), *Free Cash Flow* (FCF), dan *Investment Opportunity Set* (IOS) sedangkan sisanya sebesar 73,4% dijelaskan oleh faktor-faktor yang lain diluar model.

### Uji Statistik F

Nilai uji statistik F pada penelitian ini dapat dilihat pada tabel 7 dibawah ini:

Tabel 7  
Hasil Uji Statistik F  
ANOVA<sup>a</sup>

| Model |            | Sum of Squares | df | Mean Square | F     | Sig.              |
|-------|------------|----------------|----|-------------|-------|-------------------|
| 1     | Regression | .526           | 3  | .175        | 5.795 | .002 <sup>b</sup> |
|       | Residual   | 1.452          | 48 | .030        |       |                   |
|       | Total      | 1.978          | 51 |             |       |                   |

a. Dependent Variable: DPR

b. Predictors: (Constant), IOS, FCF, KM

Sumber: data sekunder diolah

Hasil uji statistik F menunjukkan nilai  $F_{hitung}$  sebesar 5,795 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,002, karena signifikansi jauh lebih kecil dari 0,05 ( $\alpha = 5\%$ ), sehingga kesimpulannya model layak digunakan dalam penelitian. Dengan demikian model regresi dapat dikatakan bahwa Kepemilikan Manajerial (KM), *Free Cash Flow* (FCF), dan *Investment Opportunity Set* (IOS) secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel *Dividend Payout Ratio* (DPR).

### Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Hasil pengujian uji statistik t pada penelitian ini dapat dilihat pada tabel 8 dibawah ini:

Tabel 8  
Hasil Uji Statistik t  
Coefficients<sup>a</sup>

| Model        | Unstandardized Coefficients |            | Standardized Coefficients | T      | Sig. |
|--------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|
|              | B                           | Std. Error | Beta                      |        |      |
| 1 (Constant) | -1.188                      | .446       |                           | -2.661 | .011 |
| KM           | .475                        | .200       | .445                      | 2.379  | .021 |
| FCF          | .038                        | .017       | .312                      | 2.270  | .028 |
| IOS          | .045                        | .031       | .282                      | 1.469  | .148 |

a. Dependent Variable: DPR

Sumber: data sekunder diolah

Berdasarkan hasil dari pengujian hipotesis (Uji t) pada tabel 8 di atas, hasil pengujian terhadap variabel independen Kepemilikan Manajerial (KM) menyatakan bahwa KM memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,475 dan nilai t hitung sebesar 2,379. Sementara tingkat signifikansi lebih kecil daripada tingkat signifikansi yang telah ditetapkan yaitu  $0,021 < 0,05$ . Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis Kepemilikan Manajerial (KM) berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada Perusahaan Otomotif di Bursa Efek Indonesia terbukti.

Hasil pengujian terhadap variabel independen *Free Cash Flow* (FCF) menyatakan bahwa FCF memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,038 dan nilai t hitung sebesar 2,270. Sementara tingkat signifikansi lebih kecil daripada tingkat signifikansi yang telah ditetapkan yaitu  $0,028 < 0,05$ . Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis *Free Cash Flow* (FCF) berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada Perusahaan Otomotif di Bursa Efek Indonesia terbukti.

Hasil pengujian terhadap variabel independen *Investment Opportunity Set* (IOS) menyatakan bahwa IOS memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,045 dan nilai t hitung sebesar 1,469. Sementara tingkat signifikansi lebih besar daripada tingkat signifikansi yang telah ditetapkan yaitu  $0,148 > 0,05$ . Hal ini berarti hipotesis ditolak, artinya *Investment Opportunity Set* (IOS) tidak berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada Perusahaan Otomotif di Bursa Efek Indonesia.



### Analisis Regresi Berganda

Persamaan regresi linier berganda mempunyai tujuan untuk melakukan taksiran variasi nilai suatu variabel terikat *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang disebabkan oleh variasi nilai suatu variabel bebas Kepemilikan Manajerial (KM), *Free Cash Flow* (FCF), dan *Investment Opportunity Set* (IOS). Dari pengujian yang telah dilakukan melalui regresi linier berganda diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 9  
Hasil Uji Regresi Linier Berganda  
*Coefficients*<sup>a</sup>

| Model |            | Unstandardized Coefficients |            | Standardized Coefficients |
|-------|------------|-----------------------------|------------|---------------------------|
|       |            | B                           | Std. Error | Beta                      |
| 1     | (Constant) | -1.188                      | .446       |                           |
|       | KM         | .475                        | .200       | .445                      |
|       | FCF        | .038                        | .017       | .312                      |
|       | IOS        | .045                        | .031       | .282                      |

a. *Dependent Variable*: DPR  
Sumber: data sekunder diolah

Dari tabel 9 di atas menunjukkan bahwa prediksi DPR dapat dimasukkan ke dalam persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$Y = -1,188 + 0,475KM + 0,038FCF + 0,045IOS$$

### Pembahasan

#### Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap *Dividend Payout Ratio*

Pengujian yang dilakukan terhadap variabel independen Kepemilikan Manajerial (KM) menunjukkan bahwa variabel Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Penelitian ini didukung dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Fajriyah (2011) yang memberikan hasil penelitian Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*. Namun hasil penelitian ini bertentangan dengan Sari (2010) yang menyatakan bahwa hasil penelitian Kepemilikan Manajerial tidak memiliki pengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Dalam kepemilikan manajerial, manajer mendapat kesempatan untuk terlibat pada kepemilikan saham demi tujuan menyetarakan kepemilikannya dengan pemegang saham. Semakin besar keterlibatan manajer dalam kepemilikan manajerial menyebabkan kinerja perusahaan menjadi lebih baik karena manajer lebih merasa memiliki perusahaan. Kinerja perusahaan yang baik akan berdampak pada dividen yang akan diterima pemegang saham, karena dividen didasarkan pada laba bersih tahun berjalan dan laba bersih tersebut adalah ukuran kinerja perusahaan. Manajer yang memiliki saham perusahaan akan turut menikmati dividen. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan manajer dalam suatu perusahaan, maka semakin besar pula DPR yang dibagikan.

#### Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Pengujian terhadap variabel independen *Free Cash Flow* (FCF) menunjukkan hasil bahwa variabel *Free Cash Flow* (FCF) berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Aristantia dan Putra (2015) yang menyatakan bahwa variabel FCF berpengaruh positif pada tingkat pembayaran dividen (DPR). Namun hasil penelitian ini juga bertentangan dengan Pradana dan Sanjaya (2013) yang menyatakan bahwa hasil penelitian *Free Cash Flow* tidak memiliki pengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Pengaruh *Free Cash Flow* bersifat positif artinya semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi *dividend payout ratio*. Hal ini berarti semakin besar *free cash flow* yang tersedia

dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pembayaran dividen. Menurut Rosdini (2009) perusahaan dengan aliran kas bebas akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan lainnya karena mereka dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak dapat diperoleh perusahaan lain. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang besar akan mendapatkan tekanan dari penanam modal kepada pimpinan perusahaan dalam memberikan dividen. Hal tersebut dilakukan agar pimpinan perusahaan tidak menggunakan arus kas bebas sebagai kebijakan yang cenderung merugikan para penanam modal. Seharusnya manajemen menggunakan *free cash flow* sebagai kebijakan meminimalkan biaya agensi.

### **Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap *Dividend Payout Ratio***

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Investment Opportunity Set* tidak berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*. *Investment opportunity set* tidak berpengaruh pada tingkat pembayaran dividen berarti bahwa *investment opportunity set* bukan merupakan faktor yang dipertimbangkan oleh perusahaan otomotif dalam menetapkan tingkat pembayaran dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Aristantia dan Putra (2015), dan penelitian Pradana dan Sanjaya (2013) yang menyimpulkan bahwa IOS tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

Sesuai dengan Suharli (2007) yang menyatakan bahwa apabila kondisi perusahaan baik maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi di masa depan biasanya diikuti dengan adanya penurunan dividen tunai. Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi sering dikatakan juga memiliki kesempatan investasi tinggi (Subekti dan Kusuma, 2001). Untuk meningkatkan pertumbuhan tersebut, perusahaan cenderung menggunakan dana yang berasal dari sumber internal dibandingkan dengan sumber eksternal (penerbitan saham atau obligasi). Sumber dana internal lebih disukai untuk membiayai kegiatan reinvestasi karena dana tersebut memiliki risiko dan biaya yang lebih rendah. Hal ini dapat menyebabkan penurunan dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham.

Oleh karena itu apabila memang perusahaan menghadapi kesempatan investasi yang menguntungkan, lebih baik perusahaan mengurangi pembayaran dividen daripada menerbitkan saham baru. Penurunan pembayaran dividen mungkin akan diikuti dengan penurunan nilai harga saham, tetapi apabila pasar modal efisien, harga akan menyesuaikan kembali dengan informasi yang sebenarnya. Dengan demikian, dalam penelitian ini variabel IOS menjadi tidak berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen karena perusahaan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi, sehingga dapat dikatakan bahwa *Investment Opportunity Set* (IOS) bukan merupakan faktor yang dipertimbangkan oleh Perusahaan Otomotif dalam menetapkan pembayaran dividen.

## **SIMPULAN DAN SARAN**

### **Simpulan**

Berdasarkan hasil dari analisis dan pembahasan dalam penelitian yang telah dilakukan, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut: (1) Hasil analisis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*, (2) Hasil analisis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*, (3) Hasil analisis dalam penelitian ini menunjukkan bahwa *Investment Opportunity Set* tidak berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*, dan (4) Berdasarkan hasil pengujian determinasi ( $R^2$ ) menunjukkan bahwa diperoleh nilai *adjusted R-Square* sebesar 0,266 atau 26,6%. Hal ini berarti variabel independen, yaitu Kepemilikan

Manajerial (KM), *Free Cash Flow* (FCF), dan *Investment Opportunity Set* (IOS) secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen *Dividen Payout Ratio* (DPR) sebesar 26,6% dan sisanya sebesar 73,4% dijelaskan oleh faktor-faktor yang lain diluar model.

### Saran

Berdasarkan hasil kesimpulan dalam penelitian ini yang telah dikemukakan sebelumnya, maka beberapa saran yang diberikan peneliti adalah sebagai berikut: (1) Bagi praktisi, khususnya perusahaan, disarankan sebaiknya sebelum melakukan pembagian dividen harus mengkaji terlebih dahulu faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya pembagian dividen. sehingga dalam pelaksanaannya nanti akan saling menguntungkan antara pihak perusahaan dan investor, karena tidak semua investor hanya menginginkan keuntungan dari dividen saja tetapi juga dari fluktuasi harga saham, (2) Bagi investor yang ingin mendapatkan hasil investasi berupa dividen lebih besar, sebaiknya berinvestasi pada perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi dan berukuran besar. Namun investor juga perlu memperhatikan faktor lain mengingat masih ada 73,4% faktor lain yang mempengaruhi besarnya dividen yang dibagikan, dan (3) Bagi para peneliti selanjutnya diharapkan memperluas pemilihan sampel, seperti misalnya pada perusahaan di sektor jasa keuangan (bank, asuransi, dan sekuritas) dan dapat pula menambah jumlah variabel seperti *Cash Position*, *Growth*, dan rasio keuangan lainnya. Para peneliti selanjutnya diharapkan juga untuk menambah tahun observasi.

### DAFTAR PUSTAKA

- Agustia, D. 2013. Pengaruh Faktor Good Coporate Governance, Free Cash Flow dan Leverage Terhadap Manajemen Laba. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 15(1): 27-42.
- Aristantia, D. dan I.M.P.D. Putra. 2015. Investment Opportunity Set dan Free Cash Flow Pada Tingkat Pembayaran Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi. Universitas Udayana* 11(1): 220-234.
- Christiawan Y. I. dan J. Tarigan. 2007. Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 9(1): 1-8.
- Dewi, S. C. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Kepemilikan Institusional Kebijakan Hutang Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 10(1): 47-50.
- Endang R. W. 2009. Pengaruh Set Investasi Terhadap Hubungan antara Kepemilikan Manajerial dan Aliran Kas Bebas dengan Tingkat Leverage Perusahaan. *Kinerja* 13(1): 122-134.
- Fajriyah, N. 2011. Analisis Pengaruh ROE, DER, Management Ownership, Free Cash Flow, dan Size Terhadap Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan-perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Skripsi*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Ghozali, I. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*. Edisi Kedelapan. Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hanafi, 2004. *Manajemen Keuangan*. BPFE UGM. Yogyakarta.
- Husnan, S. 2008. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan*. Edisi 4. BPFE. Yogyakarta.
- Kadir, A. 2010. Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Kebijakan Dividen pada Perusahaan *Credit Agencies Go Public* di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Manajemen dan Akuntansi* 11(1): 10-20.
- Marlina, L. dan C. Danica. 2009. Analisis Pengaruh Cash Position, Debt to Equity Ratio, dan Return On Assets Terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Manajemen Bisnis* 2(1): 1-6.
- Norprawitri, V. M. Agustina. 2005. Analisis Korelasi Investment Opportunity Set Terhadap Return Saham (Pada Saat Pelaporan Keuangan Perusahaan). *Jurnal Akuntansi & Manajemen*. 1-28.

- Nurningsih, K. 2005. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial Kebijakan Utang ROA dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 2(2): 103-123.
- Pradana, S. W. L. dan I. P. S. Sanjaya. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, dan Investment Opportunity Set Terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Empiris Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar di BEI). *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) 17 Mataram*. Lombok.
- Prihantoro. 2003. Estimasi Pengaruh Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. No. 1.
- Rosdini, D. 2009. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Dividend Payout Ratio*. Tesis. Program Pasca Sarjana. Universitas Padjajaran. Bandung.
- Sari, R.F. 2010. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen. *Skripsi*. Surakarta.
- Subekti, I. dan I. W. Kusuma. 2001. Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 4(1): 44-63.
- Sugiyono, 2014. Metode Penelitian *Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. CV Alfabeta Bandung.
- Suharli, M. 2007. Pengaruh Profitability dan Investment opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen tunai Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan* 9(1): 9-17.
- Sutrisno, 2009. *Manajemen Keuangan: Teori, Konsep dan Aplikasi*. Ekonosia. Yogyakarta.
- Tarjo dan J. Hartono. 2003. Analisis Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang Pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi VI*. Surabaya.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Theory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 5: 1-16.