

PENGARUH KEBIJAKAN HUTANG, KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN FREE CASH FLOW TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

Atikah Hasna

atikah.hasna97@gmail.com

Astri Fitria

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

The objectives of company building are to increase prosperity of the stakeholders and get some profits for company. Therefore, this research aimed to examine and analyze the effect of debt policy, managerial ownership, and free cash flow on the dividend policy. This research was quantitative. While, the population it was 40 Property and Real Estate companies which were listed on the Indonesia Stock Exchange 2011-2018. Moreover, the data were secondary which in the form of documentation of companies annual report. Furthermore, the data collection technique used at purposive sampling. In line with, there were 11 companies as sample. In addition, the data analysis technique used multiple linear regression with SPSS (Statistic Program for Social Science) 21. The research result concluded debt policy did not affect the dividend policy. Likewise, managerial ownership did not affect the dividend policy. On the other hand, free cash flow had positive effect on the dividend policy.

Keywords: DER, KM, FCF, DPR.

ABSTRAK

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan kemakmuran pemegang saham dan mendapatkan keuntungan bagi perusahaan. Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen, pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen, pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini merupakan jenis penelitian kuantitatif. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor *property and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2018 berjumlah 40 perusahaan. Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* yang menghasilkan 11 perusahaan selama tahun 2011-2018. Data yang digunakan merupakan data sekunder yang diambil melalui teknik dokumentasi yang terdiri dari *annual report* perusahaan *property and real estate* tahun 2011-2018. Metode analisis data penelitian ini yaitu analisis regresi linier berganda. Yang diolah menggunakan SPSS (*Statistic Program for Social Science*) versi 21. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Kata kunci: *DER, KM, FCF, DPR.*

PENDAHULUAN

Tujuan perusahaan adalah meningkatkan kemakmuran pemegang saham dan mendapatkan keuntungan bagi perusahaan. Perusahaan dituntut untuk lebih berhati-hati didalam menggunakan dana yang tersedia agar perusahaan dapat bertahan dalam keadaan ekonomi yang tidak stabil. Menyikapi hal tersebut, perusahaan berupaya menggunakan kelebihan dana untuk diinvestasikan pada proyek yang menguntungkan. Dalam hal ini perusahaan melakukan segala cara agar perusahaan dapat maju dan berkembang, sehingga perusahaan memerlukan berbagai sumber dana. Sumber dana tersebut didapat oleh perusahaan dari sumber dana internal maupun sumber dana eksternal. Dalam melakukan kegiatan operasional perusahaan, kebijakan dividen menjadi perhatian banyak pihak seperti

pemegang saham, kreditor maupun pihak eksternal yang memiliki kepentingan dari informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan. Perusahaan berusaha meningkatkan pembayaran dividen dari tahun ke tahun. Kebijakan dividen diambil berdasarkan rapat umum pemegang saham. Menurut Ambarwati (2010:64) Kebijakan dividen adalah kebijakan yang diambil manajemen perusahaan untuk memutuskan membayarkan sebagian keuntungan perusahaan kepada pemegang saham atau investor yang disebut dividen, atau menahannya sebagai laba ditahan untuk diinvestasikan kembali agar mendapatkan *capital gains*. Berdasarkan *bird in the hand theory* menyatakan bahwa investor lebih menyukai *return* dalam bentuk dividen daripada *capitail gain*, karena dianggap risiko ketidakpastiannya lebih rendah (Hanafi, 2013:366). *Cash dividen* adalah dividen yang dibayarkan dalam bentuk kas, sedangkan *stock dividen* adalah dividen yang dibayarkan dalam bentuk saham. Dividen yang paling banyak disukai oleh pemegang saham adalah *cash dividen*, tetapi *cash dividen* dapat menimbulkan masalah yang sering menjadi topik pembicaraan diantara para pemegang saham dan juga manajemen.

Dividen yang dibayarkan atau tidak tergantung keputusan yang diambil oleh pihak manajemen. Keputusan yang diambil oleh pihak manajemen harus mempertimbangkan faktor-faktor yang berkaitan dengan kebijakan dividen. Di dalam penelitian ini faktor-faktor yang berkaitan dengan kebijakan dividen adalah kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, *free cash flow*. Besar kecil dividen yang dibagikan seringkali tidak tahu berapa yang akan dibagikan karena sulit untuk diprediksikan. Apabila pihak manajemen perusahaan memutuskan untuk membayarkan dividen maka akan berakibat berkurangnya jumlah laba di tahan, sehingga sumber pendanaan internal juga akan berkurang. Jadi pihak manajemen akan memilih sumber pendanaan dari pihak luar yaitu dengan menggunakan hutang. Kebijakan hutang merupakan kebijakan yang dilakukan perusahaan untuk mendanai operasi perusahaan dengan menggunakan hutang keuangan atau yang biasa disebut *financial leverage* (Brigham dan Houston, 2003:95). Kebijakan hutang merupakan salah satu keputusan pendanaan yang berasal dari eksternal (pihak luar) karena kebijakan hutang ini dilakukan untuk menambah dana perusahaan yang akan digunakan untuk memenuhi kebutuhan operasional perusahaan agar perusahaan bisa tumbuh dan berkembang. Menurut Dewi (2008) apabila perusahaan ingin menghindari hutang yang tinggi, maka laba perusahaan dialokasikan ke laba ditahan yang digunakan untuk operasional perusahaan dan investasi di masa yang akan datang sehingga akan mengurangi penggunaan hutang. Menurut Nuringsih (2005) jika perusahaan mengalami keterbatasan pendanaan maka perusahaan cenderung memanfaatkan hutang namun bila pendanaan hutang lebih besar maka akan dapat berdampak pada *financial distress* dan kebangkrutan. Penggunaan hutang yang besar juga akan mengakibatkan konflik antara pemegang saham (*shareholders*) dan pemegang hutang (*debtholder*). Apabila penggunaan hutang tinggi juga akan menimbulkan pembagian dividen yang rendah. Jika perusahaan memutuskan menggunakan hutang dalam kegiatan operasionalnya maka akan menimbulkan konflik antara pihak manajemen dan pemegang saham.

Konflik yang biasanya terjadi antara pemegang saham dan manajemen yaitu berkaitan dengan masalah keagenan. Konflik tersebut muncul dikarenakan pihak manajemen dianggap mempunyai informasi yang lebih banyak dibanding pemegang saham karena pihak manajemen mengelola perusahaan secara langsung sedangkan pemegang saham memperoleh informasi secara efektif tentang operasional perusahaan. Untuk mengurangi masalah keagenan salah satu caranya yaitu dengan meningkatkan kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang dapat diukur dari presentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen (direktur dan komisaris). Siallagan dan Machfoedz (2006) menyebutkan bahwa semakin besar kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan, maka manajemen akan cenderung meningkatkan kinerjanya untuk kepentingan pemegang saham dan untuk kepentingan dirinya sendiri.

Pihak manajemen berkesempatan terlibat dalam mempunyai saham di perusahaan dengan tujuan untuk menyetarakan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Dengan adanya keterlibatan dalam kepemilikan saham, mendorong pihak manajemen untuk bertindak dengan cara hati-hati karena mereka akan menanggung konsekuensi atas apapun keputusan yang akan diambil nanti.

Disamping itu, salah satu penyebab masalah keagenan antara pihak manajemen dan pemegang saham adalah konflik kepentingan berkaitan dengan penggunaan arus kas bebas (*free cash flow*) perusahaan. *Free cash flow* merupakan kas yang tersisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif menurut Jensen (1986) dalam Aristantia dan Putra (2015). Ross *et al.* (2000) mendefinisikan arus kas bebas sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia maka pihak manajemen dinilai memiliki produktivitas yang tinggi. Dengan demikian pihak manajemen akan memperoleh penghargaan dari kinerjanya tersebut. Pembayaran dividen kepada pemegang saham akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia diperusahaan. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi seharusnya membayarkan dividen yang tinggi juga. Kepentingan pribadi pihak manajemen biasanya *free cash flow* digunakan untuk investasi secara terus menerus. Kepentingan pribadi tersebut disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* yang tersedia dan pada akhirnya akan menghasilkan *net present value* negatif. Dengan demikian kebijakan dividen dipandang sebagai salah satu alternatif untuk mendistribusikan *free cash flow*.

Dalam penelitian ini kebijakan hutang, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* digunakan sebagai variabel independen dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh hubungan ketiga variabel tersebut terhadap kebijakan dividen sebagai variabel dependen. Hasil Penelitian yang dilakukan oleh Dewi (2008) menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Putri dan Nasir (2006) menyatakan bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Pada penelitian yang menguji pengaruh kepemilikan manajerial terhadap dividen yang dilakukan oleh Sari dan Budiasih (2016) menunjukkan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen sedangkan hasil dari penelitian Nuringsih (2005) menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap dividen. Pada penelitian yang menguji pengaruh *free cash flow* terhadap dividen yang dilakukan oleh Mardasari (2014) menunjukkan *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sedangkan menurut Pertiwi (2016) menyatakan *free cash flow* berpengaruh positif terhadap dividen. Dari beberapa penelitian yang telah dijelaskan sebelumnya, terdapat perbedaan hasil penelitian sehingga penulis tertarik untuk meneliti kembali hubungan antara kebijakan hutang, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini memilih sektor *property and real estate* disebabkan perusahaan *property and real estate* terus mengalami pertumbuhan dan perkembangan dari tahun ke tahun, sektor ini cenderung membutuhkan dana yang relatif besar dalam mengembangkan usahanya. Sektor ini dinilai memiliki peranan penting dalam menyumbang pertumbuhan perekonomian nasional. Bahkan, sektor ini diyakini akan mampu menjadi tolak ukur pertumbuhan ekonomi suatu negara. Berdasarkan latar belakang, maka rumusan masalah yang dikemukakan sebagai berikut: (1) Apakah kebijakan hutang berpengaruh terhadap kebijakan dividen? (2) Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen? (3) Apakah *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen? Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji dan mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh kebijakan hutang, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen.

TINJAUAN TEORITIS

Teori Keagenan

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Pertiwi dan Priyadi (2016) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai sebuah kontrak antara satu orang atau lebih (prinsipal) yang menyewa orang lain (agen) untuk memberikan suatu jasa dan memberikan wewenang dalam membuat keputusan. Dalam hal ini prinsipal adalah pemegang saham sedangkan agen adalah pihak manajemen. Prinsipal akan mempercayakan aktivitas operasional perusahaan dan medelegasikan beberapa wewenang dalam memutuskan pengambilan suatu keputusan kepada pihak manajemen. Konflik antara prinsipal dan agen muncul dikarenakan pihak manajemen dianggap mempunyai informasi yang lebih banyak dibanding pemegang saham karena manajemen mengelola perusahaan secara langsung sedangkan pemegang saham memperoleh informasi secara efektif tentang operasional perusahaan. Pemegang saham dan manajemen memiliki kepentingan yang berbeda pemegang saham cenderung mengharapkan laba dibagikan sebagai dividen sedangkan manajer mengharapkan laba ditahan.

Akibat dari perbedaan kepentingan itulah maka terjadi konflik yang biasa disebut *agency conflict*. Berdasarkan pendapat Jensen dan Meckling (1976) dalam Putri dan Putra (2017), masalah keagenan yang terjadi akan menimbulkan biaya keagenan yang meliputi biaya pengawasan (*monitoring cost*), biaya ikatan (*bonding cost*) dan kerugian residual (*residual loss*). Biaya pengawasan muncul jika pemegang saham melakukan pengawasan terhadap aktivitas manajer untuk memastikan manajer telah bekerja sesuai kontrak yang disepakati. Biaya ikatan mengacu pada usaha meyakinkan manajer untuk bekerja bagi kepentingan pemegang saham tanpa adanya pengawasan. Sedangkan kerugian residual merupakan harga yang harus dibayar atas penurunan kesejahteraan pemegang saham karena keinginan manajer yang tidak selaras dengan pemegang saham, manajer cenderung melakukan tindakan demi keuntungan pribadi dan merugikan pemegang saham. Jensen dan Meckling (1976) dalam Putri dan Putra (2017) juga menjelaskan masalah keagenan dapat dikurangi dengan meningkatkan kepemilikan manajerial, pemberian insentif, melakukan pengawasan dan tindakan *bonding* oleh manajer. Tindakan *bonding* atau tindakan membatasi diri oleh manajer ini dilakukan dengan meningkatkan pembayaran dividen atau jumlah hutang.

Pecking Order Theory

Pecking order theory merupakan teori yang menjelaskan urutan pendanaan dalam perusahaan, perusahaan akan menggunakan sumber dana internal terlebih dahulu untuk mendanai investasi dan membayar dividen. Teori ini juga memprediksi bahwa jika dana internal tidak cukup, maka penerbitan utang lebih disukai daripada penerbitan ekuitas. Secara ringkas *pecking order theory* tersebut menyatakan sebagai berikut (Hanafi, 2013:313): (1) Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal; (2) Perusahaan akan berusaha menyesuaikan rasio pembagian dividen dengan kesempatan investasi yang dihadapi, dan berupaya untuk tidak melakukan perubahan pembayaran dividen yang terlalu besar; (3) Pembayaran dividen yang cenderung konstan dan fluktuasi laba yang diperoleh mengakibatkan dana internal bisa berlebih ataupun berkurang untuk investasi; (4) Apabila pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu. Penerbitan sekuritas akan dimulai dari penerbitan obligasi, kemudian obligasi yang dikonversikan menjadi modal sendiri, baru akhirnya menerbitkan saham baru. Dana internal lebih disukai oleh perusahaan dikarenakan perusahaan tidak perlu membuka diri dari sorotan pemodal luar. Kalau bisa perusahaan memperoleh sumber dana yang diperlukan tanpa memperoleh sorotan dan publisitas publik. Dana eksternal yang lebih disukai oleh perusahaan adalah dalam bentuk hutang daripada modal sendiri karena dua

alasan. Pertama adalah pertimbangan biaya emisi obligasi lebih murah dari biaya emisi saham baru (Sugiarto, 2009). Kedua, manajer khawatir jika penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh pemodal dan membuat harga saham akan turun, hal ini disebabkan adanya asimetri informasi antara pihak manajemen dan investor sehingga setiap perilaku manajer sering kali dijadikan sinyal mengenai kondisi dan prospek perusahaan.

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang dilakukan perusahaan untuk mendanai operasinya dengan menggunakan hutang keuangan atau yang biasa disebut *financial leverage*. Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Peningkatan penggunaan hutang menurunkan tingkat konflik antara manajer dengan pemegang saham sehingga pemegang saham tidak terlalu menuntut pembayaran dividen yang tinggi. Semakin tinggi nilai hutang perusahaan akan menyebabkan penurunan dividen karena keuntungan yang diperoleh perusahaan akan dialokasikan sebagai pembayaran hutang. Kebijakan hutang dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan *debt to equity ratio* (Brigham dan Ehrhardt, 2005:120) yang didapat dari membagi total hutang perusahaan dengan total ekuitasnya (modal awal). Rasio ini menunjukkan besarnya hutang yang digunakan untuk perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasionalnya. Semakin besar rasio tersebut maka menunjukkan bahwa semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pendanaan pihak eksternal (kreditor) maka semakin besar pula biaya bunga yang dikeluarkan oleh perusahaan. Hal ini akan berdampak pada besar kecilnya pembagian dividen kepada pemegang saham karena sebagian laba digunakan untuk membayar hutang.

Jenis-Jenis Rasio *Financial Leverage*

Biasanya penggunaan *leverage ratio* disesuaikan dengan tujuan perusahaan. Artinya perusahaan dapat menggunakan rasio *leverage* secara keseluruhan atau sebagian dari masing-masing jenis rasio *leverage* yang ada. Penggunaan rasio secara keseluruhan, artinya seluruh jenis rasio yang dimiliki perusahaan, sedangkan sebagian artinya perusahaan hanya menggunakan beberapa jenis rasio yang dianggap perlu untuk diketahui. Dalam praktiknya, terdapat beberapa jenis *Leverage Ratio* yang sering digunakan perusahaan. Adapun jenis-jenis rasio yang ada dalam *Leverage Ratio* menurut Kasmir (2016: 155-16), antara lain: (1) *Debt to Asset Ratio (Debt Ratio)* merupakan rasio utang yang digunakan untuk mengukur perbandingan antara total utang dengan total aktiva; (2) *Debt to Equity Ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dengan ekuitas. Rasio ini dicari dengan cara membandingkan antara seluruh utang, termasuk utang lancar dengan seluruh ekuitas; (3) *Long Term Debt to Equity Ratio (LTDtER)* merupakan rasio antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Tujuannya adalah untuk mengukur berapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan utang jangka panjang dengan cara membandingkan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri yang disediakan oleh perusahaan.

Struktur Kepemilikan Manajerial

Struktur kepemilikan dapat berupa investor individual, pemerintah maupun institusi swasta. Struktur Kepemilikan manajerial dimana pemegang saham terlibat langsung dalam kegiatan operasional perusahaan dengan kata lain merupakan pihak insider perusahaan, seperti dewan direksi dan komisaris. Kepemilikan Manajerial (*managerial ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen lebih besar dari pihak eksternal yang aktif ikut dalam pengambilan sebuah keputusan. Melalui kebijakan ini manajer diharapkan menghasilkan kinerja secara optimal serta mengarahkan dividen pada tingkat yang rendah. Dengan penetapan dividen yang rendah maka perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga perusahaan mampu untuk membiayai investasi dimasa yang mendatang

(Nuringsih 2005). Adanya kepemilikan manajerial diharapkan dapat memenuhi masing-masing kepentingan antara pihak manajemen dan pemegang saham, dan diharapkan mampu mengawasi kebijakan-kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen. Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan dimana adanya keterlibatan antara para pemegang saham yakni para komisaris dan direksi yang berperan aktif dalam pengambilan keputusan untuk mendapatkan kesetaraan dengan para pemegang saham lainnya yang cenderung membayarkan dividen dengan tujuan utama yaitu berbisnis (Sumanti dan Mangantar, 2015). Berdasarkan pendapat di atas disimpulkan bahwa struktur kepemilikan manajerial adalah kondisi dimana pihak manajemen memiliki mayoritas saham dalam perusahaan atau dengan kata lain pihak manajemen tersebut sekaligus merupakan pemegang saham dari perusahaan.

Free Cash Flow Theory

Menurut Tampubolon (2013:222) *free cash flow theory* berdasarkan pada konflik yang sering terjadi antara manajemen dan pemegang saham. Pemegang saham mempunyai persepsi bahwa manajemen akan mengendalikan sumber daya perusahaan untuk menentukan sendiri kompensasi bagi karyawan, dengan pengertian bahwa manajer akan memanfaatkan *free cash flow* sehingga dikhawatirkan tingkat laba perusahaan maupun laba per lembar saham tidak dapat maksimal. Sedangkan manajer beranggapan dengan kompensasi yang tinggi maka karyawan akan termotivasi untuk bekerja dengan produktivitas yang tinggi, sehingga untuk memaksimalkan laba perusahaan maupun laba per lembar saham karyawan menuntut kompensasi yang layak. Dalam *free cash flow theory* dijelaskan bahwa dividen digunakan sebagai alat untuk mengurangi biaya keagenan atas keberadaan *free cash flow* (Jensen, 1986) dalam Aristantia dan Putra (2015). Manajer seringkali mengalokasikan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi. Manajer menginginkan *free cash flow* digunakan untuk investasi, dengan tujuan untuk memaksimalkan keuntungan perusahaan dan meningkatkan pertumbuhan. Dengan meningkatnya pertumbuhan perusahaan akan berdampak pada pekerjaan, meningkatkan jabatan, status dan gaji. Manajer disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* yang tersedia untuk berinvestasi terus menerus dan pada akhirnya akan menghasilkan *net present value* negatif. Dengan demikian kebijakan dividen dipandang sebagai salah satu alternatif untuk mendistribusikan *free cash flow*.

Free Cash Flow

Free cash flow merupakan kas yang tersisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value (NPV) positif* Menurut Jensen (1986) dalam Aristantia dan Putra (2015). Ross et al. (2000) mendefinisikan arus kas bebas sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. Jadi, arus kas bebas dapat disimpulkan sebagai sisa kas yang dimiliki perusahaan, yang tidak digunakan untuk perusahaan untuk membiayai semua investasi dan modal kerja untuk kegiatan operasionalnya. Adhikari dan Duru (2006) dalam Rukmana (2015) mengklasifikasikan metode perhitungan *free cash flow* menjadi tiga perspektif yaitu: (1) Perspektif *capital maintenance*. Dalam perspektif ini *free cash flow* dihitung sebagai arus kas bersih dari aktivitas operasi dikurangi pengeluaran modal yang dibutuhkan untuk pemeliharaan kapasitas produktif perusahaan. Pengeluaran diskresioner seperti pembayaran hutang, dividen, dan pembelian kembali saham tidak dimasukkan dalam perhitungan ini; (2) Perspektif *all inclusive*. Mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas yang tersedia setelah digunakan reinvestasi modal, dividen, dan pembayaran hutang; (3) Perspektif *income*. Perusahaan menyesuaikan *net income* atau EBITDA (*earning before interest, taxes, depreciation, and amortization*) untuk menghitung perkiraan kas dari aktivitas operasi yang kemudian disesuaikan lagi untuk menghasilkan *free cash flow*.

Kebijakan Dividen

Kebijakan Dividen adalah salah satu kebijakan yang harus diambil oleh manajemen untuk memutuskan apakah laba yang diperoleh perusahaan selama satu periode akan dibagi semua atau dibagi sebagian lagi tidak dibagi dalam bentuk laba ditahan (Tampubolon, 2004:69). Apabila perusahaan memutuskan untuk membagi laba yang diperoleh sebagai dividen, itu berarti akan mengurangi jumlah laba ditahan yang berakibat berkurangnya sumber dana internal yang akan digunakan untuk mengembangkan perusahaan. Sedangkan apabila perusahaan memutuskan untuk tidak membagi laba yang diperoleh sebagai dividen, itu berarti akan menimbulkan konflik antara pemegang saham dan manajemen. Menurut Pracihara (2016) menyatakan bahwa besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham akan menjadi daya tarik bagi pemegang saham karena sebagian investor cenderung lebih menyukai dividen dibandingkan dengan *Capital Gain* karena dividen bersifat lebih pasti. Dividen yang dibagikan dapat berupa *cash dividen* serta *stock dividen*. *Cash dividen* adalah dividen yang dibayarkan dalam bentuk kas, sedangkan *stock dividen* adalah dividen yang dibayar dalam bentuk saham. Indikator yang digunakan untuk mengukur kebijakan dividen dalam penelitian ini adalah *Dividend Payout Ratio* (Brigham dan Houston, 2003:117).

Berdasarkan *the bird in the hand theory* atau teori dividen yang relevan yang dikemukakan oleh Gordon dan Lintner dalam Hanafi (2013:366) menyatakan bahwa investor lebih menyukai pembagian dividen daripada *capital gain* karena dianggap tingkat ketidakpastiannya lebih rendah. Sedangkan berdasarkan teori preferensi pajak oleh Litzenberger dan Ramaswamy (1979) dalam Aristantia dan Putra (2015) menyatakan bahwa investor lebih menyukai *capital gain* daripada dividen karena berbagai alasan yaitu keuntungan modal dikenakan tarif pajak lebih rendah dibandingkan pendapatan dividen, investor dapat menunda pembayaran pajak atas keuntungan hingga saham tersebut terjual sehingga ada efek nilai waktu uang dan apabila saham yang dimiliki investor hingga investor tersebut meninggal dunia maka tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang. Selain teori tersebut Sutrisno (2003:312) mengemukakan beberapa teori dividen yaitu : (1) *Residual Dividen of Theory* menyatakan bahwa laba yang diperoleh perusahaan dalam suatu periode adalah untuk kesejahteraan para pemegang saham. Namun biasanya sebagian laba ditahan untuk kesempatan investasi yang menguntungkan. Laba dibagikan kepada pemegang saham apabila keuntungan dari investasi lebih kecil dari keuntungan yang disyaratkan. Apabila keuntungan investasi lebih besar dari yang disyaratkan maka laba sebaiknya tidak dibagikan. Dengan demikian *residual dividend of theory* adalah sisa laba yang tidak diinvestasikan kembali; (2) *Modigliani and Miller's Model* atau *Dividends Irrelevance Theory* yaitu teori yang menjelaskan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh kemampuan perusahaan dalam mendapatkan keuntungan dari aset perusahaan. Bukan dari bagaimana perusahaan memisahkan laba sebagai laba ditahan atau dibagikan sebagai dividen. Dengan kata lain dividen dibagikan sekarang atau nanti adalah tidak relevan, karena menghasilkan nilai perusahaan yang sama.

Dalam pembayaran dividen biasanya dibayarkan secara tunai namun kadang-kadang dividen dibayarkan dalam bentuk saham, atau beberapa aktiva lainnya. Kieso *et al.* (2008:321) membagi dividen menjadi empat jenis yaitu dividen kas, dividen properti, dividen likuiditas, dan dividen saham. Sutrisno (2003:305) menjelaskan ada beberapa kebijakan perusahaan dalam pemberian dividen secara tunai kepada pemegang saham, bentuk kebijakan tersebut adalah : (1) Kebijakan dividen stabil, dividen akan diberikan secara tetap per lembarnya walaupun laba yang diperoleh perusahaan berfluktuasi; (2) Kebijakan dividen meningkat, dividen akan dibayarkan kepada pemegang saham dengan jumlah yang selalu meningkat dengan pertumbuhan yang stabil; (3) Kebijakan dividen dengan *ratio* yang konstan, dividen yang diberikan mengikuti besarnya laba yang diperoleh perusahaan. Semakin besar laba yang diperoleh maka semakin besar pula dividen yang

dibagikan. Demikian pula sebaliknya semakin kecil laba yang diperoleh perusahaan maka dividen yang dibagikan juga kecil; (4) Kebijakan dividen reguler yang rendah ditambah ekstra, pembayaran dividen dengan cara ini dengan menentukan jumlah minimal pembayaran dividen perlembar saham setiap tahunnya. Dalam keadaan perusahaan yang lebih baik perusahaan akan menambahkan ekstra dividen diatas jumlah minimal tersebut.

Signalling Theory

Signalling theory adalah suatu tindakan yang diambil oleh pihak manajemen perusahaan untuk memberikan petunjuk atau informasi bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham dan Houston, 2006). Dalam kenyataannya orang dalam (*insider*) pada perusahaan memiliki informasi yang lebih akurat, lebih baik dan lebih cepat terhadap kondisi terbaru yang berhubungan dengan prospek perusahaan kedepannya dibandingkan para investor. Teori ini menyatakan bahwa investor dapat membedakan antara perusahaan yang memiliki nilai tinggi dengan perusahaan yang memiliki nilai rendah. Kenaikan dividen biasanya merupakan suatu *signal* (tanda) kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dimasa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah normal diyakini investor sebagai pertanda (*signal*) bahwa perusahaan menghadapi masa sulit diwaktu mendatang.

Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Kebijakan Dividen

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui hutang. Menurut Dewi (2008) menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen karena penggunaan utang yang tinggi akan menyebabkan penurunan dividen karena sebagian besar keuntungan dialokasikan sebagai cadangan pelunasan utang. Sebaliknya pada tingkat penggunaan utang yang rendah, perusahaan mengalokasikan dividen tinggi sehingga sebagian besar keuntungan digunakan untuk kesejahteraan pemegang saham. Peningkatan penggunaan hutang menurunkan tingkat konflik antara manajer dengan pemilik sehingga pemilik tidak terlalu menuntut pembayaran dividen yang tinggi. Semakin tinggi nilai hutang perusahaan akan menyebabkan penurunan dividen karena keuntungan yang diperoleh perusahaan akan dialokasikan sebagai pembayaran hutang. Tetapi apabila nilai hutang perusahaan rendah, perusahaan akan membagikan dividen tinggi. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₁ : kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan manajerial adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan. Manajer berkesempatan untuk terlibat di dalam kepemilikan saham dengan tujuan menstarakan dengan pemegang saham. Menurut Sari dan Budiasih (2016) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Apabila terjadi peningkatan kepemilikan manajerial akan menyebabkan terjadinya penurunan jumlah dividen yang dibagikan dikarenakan jika perusahaan memiliki tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi maka pihak manajemen merasa memiliki perusahaan tersebut dan menggunakan laba untuk investasi dan pengembangan usaha sehingga dividen yang dibagikan ke pemegang saham akan rendah.

H₂ : kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen

Free cash flow (FCF) merupakan dana berlebih yang dimiliki oleh perusahaan yang seharusnya didistribusikan kepada pemegang saham sebagai dividen. Dengan meningkatnya jumlah *free cash flow* pihak manajemen bisa menyalahgunakan dengan berinvestasi pada proyek yang merugikan, akan tetapi *free cash flow* yang banyak seharusnya dibagikan kepada pemegang saham sehingga dana tersebut tidak percuma. Pertiwi (2016) yang menyebutkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen karena semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi dividen yang dibagikan *free cash flow* dikarenakan semakin besar *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka manajemen akan memperoleh tekanan yang semakin tinggi dari pemegang saham untuk membagikan dividen. Oleh karena itu, semakin tinggi *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka semakin meningkatkan pembayaran dividen kepada pemegang saham

H₃: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi

Jenis penelitian dalam penelitian ini adalah penelitian kuantitatif. Menurut Indriantoro dan Supomo (1999:12), penelitian kuantitatif adalah penelitian yang menekankan pada pengujian teori-teori melalui pengukuran variabel-variabel penelitian dengan angka dan melakukan analisis data dengan prosedur statistik. Objek dalam penelitian ini adalah pengaruh kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Sedangkan subjek dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor *property and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011-2018.

Teknik Pengambilan Sampel

Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini yaitu teknik pengambilan sampel *purposive sampling*. Teknik *purposive sampling* adalah salah satu teknik sampling non random dimana peneliti dalam hal menentukan pengambilan sampel secara khusus atas dasar kriteria-kriteria yang telah ditentukan dan sesuai dengan tujuan penelitian. Adapun kriteria-kriteria sampel yang digunakan yaitu: (1) Perusahaan *property and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2011-2018; (2) Perusahaan *property and real estate* yang menerbitkan laporan keuangan secara lengkap selama periode 2011-2018; (3) Perusahaan *property and real estate* yang memperoleh laba selama periode 2011-2018; (4) Perusahaan *property and real estate* yang membagikan dividen tunai selama periode 2011-2018.

Teknik Pengumpulan Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, berupa data laporan keuangan tahunan perusahaan *property and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2011-2018. Data diperoleh dari situs resmi BEI (www.idx.co.id) maupun Galeri Pojok Bursa Efek Indonesia STIESIA Surabaya.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Variabel

Variabel yang digunakan dalam penelitian: (1) Variabel independen dalam penelitian ini adalah kebijakan hutang, kepemilikan manajerial dan *free cash flow*, (2) Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen. *Debt to equity ratio* (DER) merupakan rasio yang dipakai untuk mengukur utang dengan ekuitas. Rasio ini dihitung dengan cara membandingkan antara seluruh utang, termasuk utang lancar, dengan seluruh ekuitas perusahaan (Kasmir, 2013:151).

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang dapat diukur dari presentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen dari seluruh modal saham yang dimiliki oleh perusahaan. Menurut Pertiwi (2016) perhitungan kepemilikan manajerial dapat diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{KM} = \frac{\text{Jumlah Saham dimiliki Direktur dan Komisaris}}{\text{Total Saham Beredar}} \times 100\%$$

Free cash flow adalah sisa kas perusahaan setelah digunakan untuk mendanai proyek dengan *net present value* positif. Menurut Ross *et al.* (2000) perhitungan *free cash flow* adalah sebagai berikut:

$$\text{FCF} = \frac{\text{Arus kas dari operasi} - (\text{Pengeluaran modal bersih} + \text{Perubahan modal kerja})}{\text{Total Aset}}$$

Kebijakan dividen perusahaan dapat dilihat dari nilai *Dividen Payout Ratio* (DPR). DPR menunjukkan rasio dividen yang dibagikan perusahaan dengan laba bersih yang dihasilkan perusahaan. Dalam penelitian ini kebijakan dividen diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) dimana dividen per lembar saham dibagi dengan laba per lembar saham (Hanafi, 2013: 42).

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

Teknik Analisis Data

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh antara kebijakan hutang, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* dengan kebijakan dividen. Teknik analisis data dalam penelitian ini melalui beberapa tahapan. Tahapan yang dilakukan dalam menganalisis data adalah menghitung variabel independen dan dependen sesuai rumus yang ada, melakukan analisis regresi linier berganda, melakukan pengujian asumsi klasik, dan melakukan pengujian model analisis dan hipotesis. Pengujian dalam penelitian ini dilakukan dengan SPSS (*Statistic Program for Social Science*) versi 21.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Uji normalitas data dilakukan untuk menguji apakah nilai residual yang telah distandarisasi pada model regresi berdistribusi normal atau tidak (Suliyanto, 2011:69). Menurut Ghozali (2017:127) metode yang lebih handal adalah dengan melihat probability plot yang membandingkan distribusi kumulatif dari distribusi normal. Jika distribusi data residual normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya. Selain menggunakan grafik Normal P-Plot terdapat salah satu uji statistik yang bisa digunakan untuk menguji normalitas residual adalah uji statistik non-parametrik Kolmogorov-Smirnov (KS). Apabila nilai Sig atau signifikansi lebih dari 0,05 maka distribusi adalah normal.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel independen (Ghozali, 2017:33). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Multikolinieritas dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF). Nilai yang digunakan untuk menunjukkan adanya multikolinearitas adalah: (1) Jika nilai *tolerance* lebih dari 0,10 dan nilai VIF kurang dari 10, maka tidak terjadi multikolinearitas; (2) Jika nilai *tolerance* kurang dari 0,10 dan nilai VIF lebih dari 10, maka terdapat korelasi yang terlalu besar di antara salah satu

variabel independen dengan variabel-variabel independen yang lain yang artinya terjadi multikolinearitas.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$, jika ada korelasi maka dinamakan ada problem autokorelasi (Ghozali, 2017:93). Untuk menguji ada atau tidaknya autokorelasi dilakukan dengan uji Durbin-Watson (DW test). Deteksi ada atau tidaknya autokorelasi yaitu: (1) Nilai DW dibawah -2 maka terdapat korelasi positif; (2) Nilai DW diantara -2 sampai 2 maka tidak terdapat autokorelasi; (3) Nilai DW diatas 2 maka terdapat korelasi negatif.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual suatu pengamatan ke pengamatan yang lain. Model regresi yang baik adalah yang tidak terjadi heteroskedastisitas. Deteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas salah satunya dengan menggunakan grafik scatterplot dengan dasar analisis sebagai berikut (Ghozali, 2017:49): (1) Jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar di atas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas; (2) Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang membentuk pola teratur, maka telah terjadi heteroskedastisitas.

Analisis Regresi

Regresi Linear Berganda

Metode regresi linier berganda ini digunakan untuk mengetahui hubungan positif atau negatif antara variabel independen dengan dependen. Dalam penelitian ini akan digunakan persamaan regresi sebagai berikut :

$$\text{DPR} = \alpha + \beta_1 \text{DER} + \beta_2 \text{KM} + \beta_3 \text{FCF} + e$$

Uji Kelayakan Model

Uji Kelayakan Model (Uji Statistik F)

Digunakan untuk mengetahui apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh keseluruhan terhadap variabel dependen. Digunakan uji kelayakan model dengan menggunakan taraf signifikansi 0,05; (1) Jika uji signifikansi $F < 0,05$ maka variabel independen berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen; (2) Jika nilai signifikansi $F > 0,05$ maka variabel independen tidak berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol sampai satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai R^2 yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel dependen.

Pengujian Hipotesis (Uji Statistik t)

Uji statistik t dilakukan untuk menguji tingkat signifikansi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara individual parsial. Penetapan untuk mengetahui hipotesis diterima atau ditolak yaitu dengan membandingkan tingkat signifikansi (sig t) masing-masing variabel independen dengan taraf sig $\alpha = 0,05$; (1) Jika nilai

signifikansi $< 0,05$ maka hipotesisnya diterima yang artinya variabel independen tersebut berpengaruh terhadap variabel dependennya; (2) Jika nilai signifikansi $> 0,05$ maka hipotesisnya tidak diterima yang artinya variabel independen tersebut tidak berpengaruh terhadap variabel dependennya.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 1
Hasil Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DER	88	0,0921	2,2696	0,8776	0,4849
KM	88	0,0000	0,2558	0,0133	0,0342
FCF	88	-0,2677	0,4325	0,2020	0,0996
DPR	88	0.0029	1,1541	0,1993	0,1638

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2020

Berdasarkan Tabel 1 tersebut diketahui bahwa nilai kebijakan hutang (DER) periode 2011-2018 dengan perusahaan *property and real estate* diperoleh nilai tertinggi sebesar 2,2696 sementara nilai terendah sebesar 0,0921. Nilai rata-rata kebijakan hutang (DER) dari 88 sampel perusahaan *property and real estate* tahun 2011-2018 memiliki nilai rata-rata 0,8776 dengan nilai standar deviasi 0,4849 yang digunakan untuk menunjukkan rentang atau jarak antara data satu dengan data lainnya.

Berdasarkan Tabel 1 tersebut diketahui bahwa nilai kepemilikan manajerial (KM) periode 2011-2018 dengan perusahaan *property and real estate* diperoleh nilai tertinggi sebesar 0,2558 sementara nilai terendah sebesar 0,0000. Nilai rata-rata kebijakan hutang (DER) dari 88 sampel perusahaan *property and real estate* tahun 2011-2018 memiliki nilai rata-rata 0,0133 dengan nilai standar deviasi 0,0342 yang digunakan untuk menunjukkan rentang atau jarak antara data satu dengan data lainnya.

Berdasarkan Tabel 1 tersebut diketahui bahwa nilai *free cash flow* (FCF) periode 2011-2018 dengan perusahaan *property and real estate* diperoleh nilai tertinggi sebesar 0,4325 sementara nilai terendah sebesar -0,2677. Nilai rata-rata *free cash flow* (FCF) dari 88 sampel perusahaan *property and real estate* tahun 2011-2018 memiliki nilai rata-rata 0,2020 dengan nilai standar deviasi 0,0996 yang digunakan untuk menunjukkan rentang atau jarak antara data satu dengan data lainnya.

Kebijakan dividen dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan *dividen payout ratio* (DPR) yaitu menunjukkan porsi laba bersih yang dibagikan dalam bentuk dividen tunai. Berdasarkan Tabel 1 tersebut diketahui bahwa nilai *dividen payout ratio* (DPR) periode 2011-2018 dari 88 sampel perusahaan *property and real estate* diperoleh nilai tertinggi sebesar 1,1541 sementara nilai terendah sebesar 0.0029. Nilai rata-rata kebijakan hutang (DER) dari 88 sampel perusahaan *property and real estate* tahun 2011-2018 memiliki nilai rata-rata 0,1993 yang artinya perusahaan *property and real estate* rata-rata membagikan sekitar 19% laba bersihnya dalam bentuk dividen tunai dengan nilai standar deviasi 0,1638 yang digunakan untuk menunjukkan rentang atau jarak antara data satu dengan data lainnya.

Uji Asumsi Klasik
Uji Normalitas

Berdasarkan Normal P-Plot terlihat bahwa titik-titik menyebar disekitar garis diagonal. Oleh karena itu berdasarkan uji normalitas, analisis regresi layak digunakan. Analisis uji statistik *One-Sample Kolmogorov Smirnov* menggunakan bantuan SPSS versi 21 diketahui bahwa bahwa nilai signifikansi (*Asymp. Sig 2-tailed*) sebesar 0,079. Karena signifikansi lebih dari 0,05 ($0.079 > 0,05$) maka dapat disimpulkan bahwa residual normal asumsi regresi terpenuhi yang berarti data distribusi normal.

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

		Unstandardized Residual
N		88
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0,0000
	Std. Deviation	0,1502
Most Extreme Differences	Absolute Positive	0,136
	Absolute Negative	0,136
	Positive	-0,097
Test Statistic		1,271
Asymp. Sig. (2-tailed)		0,079

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2020

Uji Multikolinearitas

Multikolinearitas dapat dideteksi dengan melihat nilai VIF (*Variance Inflation Factors*) atau nilai *tolerance*. Seperti yang disajikan dalam Tabel 3.

Tabel 3
Hasil Uji Normalitas

Variabel	Tolerance	VIF	Keterangan
DER	0,996	1,004	Bebas Multikolinearitas
KM	0,996	1,004	Bebas Multikolinearitas
FCF	0,992	1,008	Bebas Multikolinearitas

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2020

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas pada Tabel 3 diketahui nilai *tolerance* DER sebesar 0,996, KM sebesar 0,996, dan FCF sebesar 0,992. Sedangkan untuk nilai VIF untuk DER sebesar 1,004, KM sebesar 1,004 dan FCF sebesar 1,008. Dari hasil pengolahan data dengan program SPSS 21.0, masing-masing variabel independen yang ada memiliki nilai *tolerance* > 0,10 dan nilai VIF < 10. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa antar variabel independen tidak terjadi masalah multikolinearitas.

Uji Autokorelasi

Nilai Durbin-Watson (DW) dari hasil perhitungan regresi seperti disajikan dalam Tabel 4 berikut ini:

Tabel 4
Hasil Uji Autokorelasi

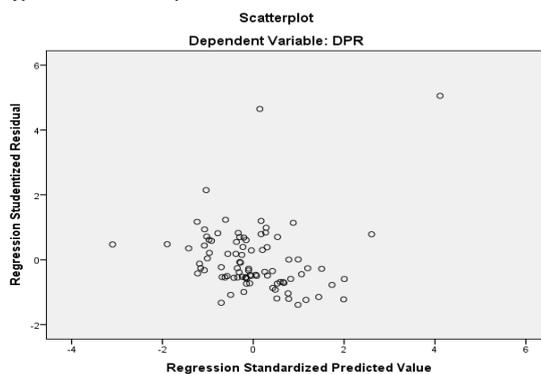
Model Summary ^b	
Model	Durbin-Watson
1	0,875

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2020

Berdasarkan hasil autokorelasi pada Tabel 4 diperoleh nilai Durbin-Watson (DW test) sebesar 0,875, nilai tersebut terletak berada diantara -2 dan 2 maka dapat disimpulkan bahwa model regresi tersebut bebas dari autokorelasi dan dapat digunakan untuk pengambilan keputusan.

Uji Heteroskedastisitas

Deteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot*.



Gambar 1

Grafik *Scatterplot*

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2020

Berdasarkan Gambar 1 grafik *scatterplot*, dapat diketahui bahwa tidak ada pola tertentu (yang jelas) serta titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala heteroskedastisitas pada model regresi.

Analisis Regresi Linear Berganda

Dari hasil pengelolaan data dengan menggunakan program *SPSS for windows 21.0* diperoleh hasil regresi linear berganda yang dipaparkan dalam Tabel 5 sebagai berikut:

Tabel 5
Hasil Uji Regresi Berganda

Model	Koefisien Regresi	t _{hitung}	Sig.
Konstanta	0,165	4,732	0,000
DER	0,025	0,747	0,457
KM	-0,051	-0,106	0,916
FCF	0,654	3,959	0,000

a. Dependent Variable: DPR

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2020

Dari hasil pengolahan data regresi linear berganda pada Tabel 5 diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 0,165 + 0,025 \text{ DER} - 0,051 \text{ KM} + 0,654 \text{ FCF} + e$$

Uji Kelayakan Model (Uji Statistik F)

Tabel 6
Hasil Uji Statistik F
ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	0,373	3	0,124	5,313	,002 ^b

Residual	1,964	84	0,023
Total	2,336	87	

a. Dependent Variable: DPR

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

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2020

Berdasarkan hasil uji kelayakan model (Uji Statistik F) pada Tabel 6, diketahui nilai F sebesar 5,313 dengan nilai signifikansi $0,002 < 0,05$ maka dapat disimpulkan bahwa variabel bebas terdiri dari kebijakan hutang, kepemilikan manjerial dan *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Uji Koefisien Determinasi (R²)

Tabel 7
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R²)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,399 ^a	0,159	0,129	0,1528

a. Predictors: (Constant), IOS, ROA, FCF

b. Dependent Variable: DPR

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2020

Berdasarkan hasil uji koefisien determinasi pada Tabel 7 dapat diketahui bahwa nilai R² sebesar 0,159 atau 15,9%. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh variabel kebijakan hutang, kepemilikan manajerial dan *free cash flow*, sedangkan sisanya 84,1% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model yang diteliti.

Pengujian Hipotesis (Uji Statistik t)

Tabel 8
Hasil Uji Perhitungan Uji t

Model	Koefisien Regresi	t _{hitung}	Sig.
Konstanta	0,165	4,732	0,000
DER	0,025	0,747	0,457
KM	-0,051	-0,106	0,916
FCF	0,654	3,959	0,000

a. Dependent Variable: DPR

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2020

Uji parsial pengaruh variabel kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen berdasarkan Tabel 8 diketahui besarnya nilai t_{hitung} variabel bebas kebijakan hutang adalah 0,747 dengan nilai signifikan t sebesar 0,457, berarti nilai signifikansi $t > 0,05$. Artinya kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa H₁ ditolak.

Uji parsial pengaruh variabel kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen berdasarkan Tabel 8 diketahui besarnya nilai t_{hitung} variabel bebas kepemilikan manajerial adalah -0,106 dengan nilai signifikan t sebesar 0,916, berarti nilai signifikansi $t > 0,05$. Artinya kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa H₂ ditolak.

Uji parsial pengaruh variabel *free cash flow* terhadap kebijakan dividen berdasarkan Tabel 8 diketahui besarnya nilai t_{hitung} variabel bebas *free cash flow* adalah 3,959 dengan nilai

signifikan t sebesar 0,000, berarti nilai signifikansi $t < 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh signifikan secara parsial terhadap kebijakan dividen dengan arah koefisien positif. Dengan demikian H_3 diterima.

Pembahasan

Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan Hasil pengujian hipotesis (uji t) diketahui bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh secara parsial terhadap kebijakan dividen pada perusahaan *property and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) hal ini diketahui dari nilai koefisien regresi sebesar 0,025 dengan nilai signifikan sebesar 0,457 yang berarti lebih besar dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel kebijakan hutang tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kebijakan hutang dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan *debt to equity ratio* (Brigham dan Ehrhardt, 2005:120) yang didapat dari hasil pembagian antara total hutang perusahaan dengan total ekuitasnya. Kebijakan hutang dapat dikatakan menguntungkan apabila laba yang diperoleh lebih besar dibandingkan beban tetap yang dikeluarkan oleh perusahaan. Sebaliknya dikatakan merugikan apabila laba yang didapatkan lebih rendah daripada beban tetap yang timbul akibat penggunaan hutang. Dari hasil penelitian ini jika perusahaan tersebut memiliki hutang yang tinggi atau rendah, maka tidak berpengaruh terhadap pembagian dividen kepada pemegang saham. Hal ini terjadi dikarenakan perusahaan-perusahaan tidak menggunakan hutang sebagai sumber dana untuk pembagian dividen, tetapi menggunakan hutang untuk melakukan investasi atau kegiatan operasional perusahaan.

Hasil dari penelitian ini mendukung penelitian Putri dan Nasir (2006) menyatakan bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa setelah krisis perusahaan memerlukan tambahan dana dalam waktu singkat untuk kegiatan bisnisnya. Oleh karena itu, manajer lebih memilih pembiayaan dengan hutang. Dengan dana hutang, perusahaan ingin menarik perhatian investor untuk menanamkan sahamnya serta menunjukkan pada masyarakat luas bahwa kondisi perusahaan telah pulih dari krisis, dengan membagikan dividen. Hal ini juga sesuai dengan bentuk Kebijakan dividen dengan ratio yang konstan, dividen yang diberikan mengikuti besarnya laba yang diperoleh perusahaan. Semakin besar laba yang diperoleh maka semakin besar pula dividen yang dibagikan. Demikian pula sebaliknya semakin kecil laba yang diperoleh perusahaan maka dividen yang dibagikan juga kecil. Namun penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi (2008) menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Apabila nilai hutang perusahaan tinggi maka akan menyebabkan penurunan dividen karena keuntungan yang diperoleh perusahaan akan dialokasikan sebagai pembayaran hutang.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan Hasil pengujian hipotesis (uji t) diketahui bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh secara parsial terhadap kebijakan dividen pada perusahaan *property and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) hal ini diketahui dari nilai koefisien regresi sebesar -0,051 dengan nilai signifikan sebesar 0,916 yang berarti lebih besar dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan manajerial dalam penelitian ini diukur dari jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen dengan seluruh modal saham yang dimiliki oleh perusahaan. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dikarenakan perusahaan *property and real estate* sebagian besar memiliki kepemilikan manajerial yang rendah. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Yudianta dan Yadnyana (2016) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh

signifikan pada kebijakan dividen. Tidak berpengaruhnya variabel kepemilikan manjerial pada kebijakan dividen disebabkan karena sebagian besar perusahaan yang menjadi sampel merupakan perusahaan dengan kepemilikan manjerial yang rendah. Karena pemilik perusahaan hanya memiliki saham dalam jumlah yang kecil, maka keputusan dividen banyak ditentukan oleh pemilik saham diluar perusahaan (*outsider ownership*). Namun penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Sari dan Budiasih (2016) menunjukkan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, dikarenakan jika perusahaan memiliki tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi maka pihak manajemen merasa memiliki perusahaan tersebut dan menggunakan laba untuk investasi dan pengembangan usaha sehingga dividen yang dibagikan ke pemegang saham akan rendah.

Pengaruh *free cash flow* Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan Hasil pengujian hipotesis (uji t) diketahui bahwa *free cash flow* berpengaruh secara parsial dengan arah koefisien positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan *property and real estate* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) hal ini diketahui dari nilai koefisien regresi sebesar 0,654 dengan nilai signifikan sebesar 0,000 yang berarti lebih kecil dari 0.05 maka dapat disimpulkan bahwa variabel *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, yang artinya semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi jumlah dividen yang dibayarkan. Hasil penelitian ini sesuai dengan *free cash flow theory* bahwa dividen digunakan sebagai alat untuk mengurangi masalah keagenan antara pihak manajemen dan prinsipal. Semakin besar *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka manajemen akan memperoleh tekanan yang semakin tinggi dari pemegang saham untuk membagikan dividen. Selain itu adanya *free cash flow* menunjukkan bahwa perusahaan memiliki sumber internal yang memadai dan berpotensi dihaburkan oleh manajemen untuk kepentingan pribadi mereka. Manajemen akan berusaha melakukan segala cara agar perusahaan dapat maju dan berkembang. Dalam hal ini kebijakan dividen dipandang sebagai sarana yang efektif dalam pendistribusian *free cash flow*, sehingga akan mengurangi potensi sumber dana yang dihaburkan oleh manajemen dan akan mengurangi biaya keagenan yang ditimbulkan. Sehingga semakin tinggi *free cash flow* semakin tinggi pula kemampuan perusahaan dalam membayar dividen. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Pertiwi (2016) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap dividen. Hal ini dikarenakan Semakin besar *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka manajemen akan memperoleh tekanan yang semakin tinggi dari pemegang saham untuk membagikan dividen. Oleh karena itu, semakin tinggi *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka semakin meningkatkan pembayaran dividen kepada pemegang saham.

Hasil penelitian ini mendukung *Signalling theory* adalah suatu tindakan yang diambil oleh pihak manajemen perusahaan untuk memberikan petunjuk atau informasi bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham dan Houston, 2006). Teori ini menyatakan bahwa investor dapat membedakan antara perusahaan yang memiliki nilai tinggi dengan perusahaan yang memiliki nilai rendah. Kenaikan dividen biasanya merupakan suatu *signal* (tanda) kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dimasa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah normal diyakini investor sebagai pertanda (*signal*) bahwa perusahaan menghadapi masa sulit diwaktu mendatang. Namun hasil penelitian yang dilakukan Mardasari (2014) menunjukkan *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sehingga besar kecilnya *free cash flow* tidak memiliki pengaruh kepada pemegang saham. Hal ini karena investor menganggap bahwa aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan digunakan sebagai investasi perusahaan dibandingkan dibayarkan ke pemegang saham sebagai dividen.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan analisis dan pembahasan yang telah dijelaskan pada bab-bab sebelumnya, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut: (1) Berdasarkan dari hasil uji statistik penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis pertama (H_1) ditolak. Kondisi ini menunjukkan bahwa tinggi rendahnya hutang yang dimiliki oleh perusahaan tidak berpengaruh pada pembagian dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. (2) Berdasarkan dari hasil uji statistik penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis kedua (H_2) ditolak. Kondisi ini menunjukkan bahwa besar kecilnya kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada pembagian dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. (3) Berdasarkan dari uji statistik penelitian ini menunjukkan bahwa *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis ketiga (H_3) diterima. Kondisi ini menunjukkan bahwa semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi jumlah dividen yang dibayarkan.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian dan kesimpulan yang telah diambil maka saran yang dapat diajukan adalah kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, dan *free cash flow* berpengaruh 0,159 atau 15,9%. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh variabel kebijakan hutang, kepemilikan manajerial dan *free cash flow*, sedangkan sisanya 84,1% dipengaruhi oleh variabel lain diluar model yang diteliti. Untuk itu perlu adanya penelitian lebih lanjut tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, misalnya likuiditas, profitabilitas dan adanya faktor eksternal dalam penelitian seperti kepemilikan institusional dan harga saham.

DAFTAR PUSTAKA

- Ambarwati, S.D.A. 2010. *Manajemen Keuangan Lanjutan*. Graha Ilmu. Yogyakarta.
- 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.
- Brigham, E.F. dan J.F. Houston. 2003. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 10. Salemba Empat. Jakarta.
- _____. 2006. *Fundamentals of Financial Management. Tenth Edition (Manajemen Keuangan. Edisi Kesepuluh)*, Buku I. Terjemahan dari: Ali Akbar Yulianto. Salemba Empat. Jakarta.
- _____. dan M.C. Ehrhardt. 2005. *Financial Management : theory and practice. 11 th edition*. South-Western. United States.
- Dewi, S.C. 2008. Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Intitusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Go Public yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi Trisakti School Of Management* 10(1): 47-58.
- Ghozali, I. 2017. *Ekonometrika Teori, Konsep dan Aplikasi Dengan IBM SPSS 24*. Cetakan ketiga. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hanafi, M. M. 2013. *Manajemen Keuangan*. BPFE. Yogyakarta.
- Indriantoro, N dan B. Supomo. 1999. *Metodologi Penelitian Bisnis Untuk Akuntansi dan Manajemen*. Penerbit BPFE. Yogyakarta.
- Kasmir. 2013. *Analisis Laporan Keuangan*. Rajawali Pers. Jakarta.
- _____. 2016. *Analisis Laporan Keuangan*. Raja Grafindo Persada. Jakarta.

- Kieso, DE., J.J. Weygandt, dan T.D. Warfield. 2007. *Intermediate Accounting*. Twelfth Edition. John Wley dan Sons, Inc. USA. Terjemahan E. Salim. 2008. *Akuntansi Intermediate*. Edisi Keduabelas. Jilid 2. Erlangga. Jakarta.
- Mardasari, R.B. 2014. Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang dan *Free Cash Flow* terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu Manajemen* 2(4): 1807-1820.
- Nuringsih, K. 2005. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, ROA, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen (Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia 1995-1996). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* 2(2): 103-123.
- Pertiwi, N.T dan M.P. Priyadi. 2016. Pengaruh *profitabilitas*, Kepemilikan Manajerial, DER Dan FCF Terhadap Nilai Perusahaan Melalui DPR. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 5(2).
- Pracihara, S. M. 2016. Pengaruh Kebijakan Hutang, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Dividen, Dan Ukuran perusahaan Terhadap Nilai perusahaan (Studi pada Sektor Pertambangan yang Terdaftar di BEI Periode 2011-2014). *Jurnal Ilmu Manajemen* 4(6).
- Putri, I.F dan M. Nasir. 2006. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi 9* Padang: 1-25.
- Putri, P. A. D. dan Putra I. N. W. A. 2017. Pengaruh *Free Cash Flow* Perusahaan Di Tahap Growth dan Mature Pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 20 (1): 87-115.
- Ross, S.A, R.W Wasterfield and B.D. Jordan. 2000. *Fundamentals of Corporate Finance*. Fifth Edition. Irwin McGraw-Hill. Boston.
- Rukmana, D. 2015. Pengaruh *Free Cash Flow* dan Kinerja Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Set Kesempatan Investasi Sebagai Variabel Moderasi. *Skripsi*. Universitas Airlangga Surabaya.
- Sari, N.K.A.P dan I G.A.N. Budiasih. 2016. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow* dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen. *E- Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 15(3): 2439-2466.
- Siallagan, H dan M. Machfoedz. 2006. Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi 9* Padang: 23-26.
- Sugiarto. 2009. *Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Perusahaan, Permasalahan Keagenan dan Informasi Asimetri*, Graha Ilmu. Yogyakarta.
- Suliyanto. 2011. *Ekonometrika Terapan: Teori & Aplikasi SPSS*. Andi. Yogyakarta.
- Sumanti, J.C dan M. Mangantar. 2015. Analisis Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI. *Jurnal EMBA* 3 (1): 1141-1151.
- Sutrisno. 2003. *Manajemen Keuangan Teori, Konsep dan Aplikasi*. Ekonisia. Yogyakarta
- Tampubolon, M. P. 2004. *Manajemen Keuangan*. Ghalia. Bogor.
- Yudiana, I. G. Y dan I. K. Yadnyana. 2016. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, Investment Opportunity Set Dan Profitabilitas pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 15(1): 112-141.