

**PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN PROFITABILITAS SEBAGAI
VARIABEL *MODERATING***

Nur Diana¹ Hasudungan Hutasoit²

Program Studi Akuntansi

Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas 17 Agustus 1945 Jakarta

ABSTRAK

Penelitian ini adalah penelitian tentang pengaruh *free cash flow* dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen dengan profitabilitas sebagai variabel moderating. *Free cash flow* dan kepemilikan institusional merupakan variabel independen dalam penelitian ini. Kebijakan dividen merupakan variabel dependen. Profitabilitas merupakan variabel *moderating*. Metode pengumpulan sampel dengan menggunakan *purposive sampling*. Data yang digunakan adalah data laporan tahunan *annual report* selama tahun 2013-2015. Teknik analisis data adalah regresi berganda dan *Moderate Regression Analysis (MRA)* dengan menggunakan *software Statistical Product and Service Solutions (SPSS)*. Hasil penelitian ini. (1) Secara parsial *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. (2) Secara parsial kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. (3) *Free cash flow* dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. (4) Profitabilitas mampu memoderasi secara signifikan pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. (5) Profitabilitas tidak mampu memoderasi secara signifikan pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen.

Kata Kunci: *Free Cash Flow*, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, Dan Profitabilitas.

This research is research about influence of free cash flow and institutional ownership to dividend policy with profitability as a moderating variable. Free cash flow and institutional ownership are the independent variables in this study. The dividend policy is a dependent variable. The Profitability is a moderating variable. The method used is purposive sampling. The data used is annual report the year 2013-2015. The data analysis technique was multiple regression and Moderate Regression Analysis (MRA) using Statistical Product and Service Solutions (SPSS) software. The results of research showed that: (1) There was no significant influence of free cash flow on dividend policy. (2) There was no significant influence institutional ownership on dividend policy. (3) The simultaneous test showed no significant influence of Free cash flow and institutional ownership on dividend policy. (4) Profitability is able to moderate the influence of free cash flow on dividend policy. (5) Profitability is unable to moderate the influence of institutional ownership on dividend policy

Keywords : *Free Cash Flow, Institutional Ownership, Dividend Policy, And Profitability.*

LATAR BELAKANG MASALAH

Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) semakin bertambah jumlahnya. Hal ini menunjukkan semakin banyak pula transaksi saham yang terjadi di BEI. Investor pasti menginginkan adanya tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan pengorbanan yang telah dikeluarkan untuk mendapatkan investasi tersebut. Oleh karena itu, dividen menjadi salah satu pertimbangan bagi investor untuk menanamkan modalnya di suatu perusahaan untuk mencari tingkat pengembalian investasi (*return*). Di lain pihak, perusahaan juga mengharapkan pertumbuhan untuk kelangsungan hidup perusahaan (Halim, 2013).

Investor akan berinvestasi pada perusahaan yang mampu memberikan *return* sebesar-besarnya. Salah satu *return* yang diperoleh investor adalah dividen, sehingga kebijakan dividen sangat penting bagi perusahaan. Pemberian dividen kepada pemegang saham juga merupakan signal positif dari perusahaan karena pemberian dividen tersebut menandakan bahwa perusahaan dalam keadaan yang menguntungkan.

Keputusan pemberian dividen dapat menjadi masalah dalam perusahaan karena adanya perbedaan pendapat antara pemegang saham dengan manajemen. Pemegang saham menginginkan agar keuntungan perusahaan dibagikan dalam bentuk dividen, namun manajemen lebih menyukai agar keuntungan yang diperoleh perusahaan diinvestasikan kembali ke proyek-proyek lainnya (Ratnasari, 2016).

Seringkali investor dan pihak manajemen memiliki kepentingan yang berbeda. Pihak investor cenderung tidak menyukai manajemen, dimana pihak manajemen mengutamakan kepentingan pribadinya. Pihak investor menganggap bahwa kepentingan pribadi dari pihak manajemen akan mengurangi tingkat keuntungan yang diperoleh perusahaan. Manajer dan pihak investor adalah pihak-pihak yang mempunyai kepentingan masing-masing dalam perusahaan dan seringkali kepentingan pihak tersebut betentangan. Perbedaan kepentingan seperti ini seringkali menimbulkan konflik, yang disebut dengan konflik keagenan. Konflik keagenan bisa dikurangi dengan berbagai mekanisme, salah satunya adalah dengan kebijakan dividen. Menyangkut mengenai pendapatan berupa dividen, investor lebih menyukai dividen yang stabil karena hal tersebut akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan yang bersangkutan (Sandy, 2013).

Dividen kas merupakan masalah yang sering menjadi topik pembicaraan diantara para pemegang saham dan juga pihak manajemen perusahaan emiten. Terkadang hal tersebut justru menimbulkan kontroversi antara pemegang saham dan perusahaan (Pradana & Sanjaya, 2013). Oleh karena itu, perusahaan harus mempertimbangkan beberapa faktor dalam menentukan kebijakan dividen tunai yang optimal. Kebijakan dividen yang optimal perlu diperhatikan karena dapat menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa depan yang memaksimalkan harga saham (Pradana & Sanjaya, 2013, Brigham, 2005).

Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan mengenai pembagian laba perusahaan dan keputusan yang sulit bagi pihak manajemen perusahaan. Pembagian dividen disetujui akan memenuhi harapan investor untuk mendapatkan *return* sebagai hasil dari investasinya, sedangkan di satu sisi pembagian dividen diharapkan tidak mengancam kelangsungan hidup perusahaan. Manajemen perusahaan sebaiknya dapat membuat suatu kebijakan dividen yang optimal berarti kebijakan tersebut harus menghasilkan semacam keseimbangan antara kepentingan pemegang saham melalui dividen dan kepentingan perusahaan dalam hal pertumbuhan dengan hal tersebut, keputusan pembagian dividen menjadi salah satu pertimbangan yang cukup sulit bagi perusahaan karena dapat menghambat pertumbuhan dan kelangsungan hidup perusahaan (Halim, 2013).

Tabel I. Perubahan Dividen (2013-2015)

Tahun	Rata-rata Dividen	Delta Perubahan
2013	10152,54	
2014	6885,291	3267,249
2015	341,161	6544,13

Sumber: Laporan keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)

Berdasarkan tabel I menunjukkan perubahan dividen yang diperoleh perusahaan industri dan kimia, aneka industri, dan industri barang dan konsumsi pada tahun 2013 sampai 2015. Pada rata-rata dividen perusahaan industri dan kimia, aneka industri, dan industri barang dan konsumsi mengalami peningkatan ditahun tahun 2013 sampai 2014 sebesar 6885,291 dengan hasil perbandingan perubahan ditahun sebelumnya sebesar 3267,249. Dan ditahun 2014 sampai 2015 rata-rata dividen mengalami peningkatan yang sangat pesat, dengan hasil perbandingan perubahan ditahun sebelumnya sebesar 6544,13. Perubahan peningkatan pemabagian dividen seperti ini, membuat para investor tertarik untuk berinvestasi. Hashemijoo et al. (2014) mengatakan perusahaan yang membayarkan dividen lebih tinggi dan menggunakan sebagai sinyal untuk menarik investor, mengakibatkan peningkatan nilai perusahaan.

Kebijakan dividen dipengaruhi oleh beragam penelitian anatara lain : Pengaruh Profitabilitas, *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set* Terhadap *Dividen Payout Ratio* (Djoko, 2016). Pengaruh Profitabilitas, *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set*, Dan Resiko Terhadap Kebijakan Dividen (Ratnasari, 2016). Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Kebijakan Hutang (Yuli, 2015). Pengaruh Kepemilikan Institusional dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Kebijakan Dividen (Adhita, 2016).

Terdapatnya *free cash flow* di dalam perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan (Tommy, 2010). Kas bebas yang tinggi menunjukkan perusahaan tersebut memiliki surplus dana internal yang tinggi. Surplus ini akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam hal membayar atau melunasi kewajiban jangka pendek dan jangka panjang. Sehingga menunjukkan kemampuan yang tinggi bagi perusahaan dalam menghadapi kesulitan keuangan di masa depan yang akibatnya akan mendapatkan respon positif dari investor di pasar.

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh institusi keuangan, seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, dan *asset management* (Tarjo, 2008). Kepemilikan institusional penting dalam mengawasi manajemen karena dengan adanya kepemilikan institusional akan mendorong tingkat pengawasan yang lebih optimal.

Profitabilitas adalah hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan (Brigham & Huston, 2011). Kebijakan manajemen mempengaruhi pembagian dividen yang tentunya mempertimbangkan berbagai hal, diantaranya adalah tujuan laba apakah akan digunakan untuk investasi lebih lanjut atau dibagikan menjadi dividen dan dipengaruhi oleh ketersediaan *free cash flow* pada perusahaan.

Posisi penelitian ini diantara peneliti sebelumnya yaitu menggabungkan penelitian yang sudah ada dan menempatkan profitabilitas sebagai variabel moderating. Dengan demikian akan diuji apakah profitabilitas mampu atau tidak memoderasi secara signifikan pengaruh dari *free cash flow* dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. Dengan latar belakang tersebut penulis tertarik untuk menganalisisnya dalam bentuk penelitian dengan judul **“Pengaruh *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Moderating”**.

Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas, maka pertanyaan dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

- 1) Apakah *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen?
- 2) Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan dividen?

- 3) Apakah *free cash flow* dan kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan dividen?
- 4) Apakah profitabilitas mampu memoderasi pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen?
- 5) Apakah profitabilitas mampu memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen?

REVIEW LITERATUR DAN HIPOTESIS

Teori Agency

Jansen & Macling (1976), Brigham (2011) mengatakan basis teori yang mendasari praktik bisnis perusahaan yang berakar dari sinergi teori ekonomi, teori keputusan, sosiologi, dan teori organisasi. Prinsip utama teori ini menyatakan adanya hubungan kerja antara pihak yang memberi wewenang yaitu investor dengan pihak yang menerima wewenang (agensi) yaitu manajer. Pemisahan pemilik dan manajemen di dalam literatur akuntansi disebut dengan *Agency Theory* (teori keagenan).

Teori ini merupakan salah satu yang muncul dalam perkembangan riset akuntansi yang merupakan modifikasi dari perkembangan model akuntansi keuangan dengan menambahkan aspek perilaku manusia dalam model ekonomi. Teori akuntansi mendasarkan hubungan kontrak antara pemegang saham/pemilik dan manajemen/manajer. Menurut teori ini hubungan antara pemilik dan manajer pada hakekatnya sukar tercipta karena adanya kepentingan yang saling bertentangan. Dalam teori keagenan (*agency theory*), hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agent tersebut.

Hubungan antara *principal* dan *agent* dapat mengarah pada kondisi ketidakseimbangan informasi (*asymmetric information*) karena *agent* berada pada posisi yang memiliki informasi yang lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan dengan *principal*. Dengan asumsi bahwa individu-individu bertindak untuk memaksimalkan kepentingan diri sendiri, maka dengan informasi asimetri yang dimilikinya akan mendorong agent untuk menyembunyikan beberapa informasi yang tidak diketahui *principal*. Dalam kondisi asimetri tersebut, agent dapat mempengaruhi angka-angka akuntansi yang disajikan dalam laporan keuangan dengan cara melakukan manajemen laba.

Hubungan kebijakan dividen dengan agensi teori, Hanafi dan Halim (2007: 236) mengatakan *dividend payout ratio* mengukur bagian labayang diperoleh untuk per lembar saham umum yang akan dibayarkan dalam bentuk dividen. Kasmir (2008: 275) mengatakatan bahwa *dividend payout ratio* merupakan hasil perbandingan antara dividen dengan laba yang tersedia bagi para pemegang saham biasa. Horne dan Wachowicz, 2005 mengatakan *dividend payout ratio* sebagai persentase laba perusahaan yang diberikan ke para pemegang saham secara tunai. Rosdini, 2009 juga mengartikan *dividend payout ratio* sebagai indikasi atas persentase jumlah laba atau *earnings* yang diperoleh dan didistribusikan kepada pemilik atau pemegang saham dalam bentuk kas. *Dividend payout ratio* ini ditentukan perusahaan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham setiap tahun, penentuan *Dividend payout ratio* berdasarkan besar kecilnya laba setelah pajak. Rasio untuk menghitung *dividend payout ratio* menurut Kasmir (2007: 306) adalah:

$$DPR = \frac{\text{Dividen Per Share}}{\text{Earning Per Share}}$$

Hubungan *free cash flow* dengan agensi teori, *Mariah, et al.* (2012) mengartikan aliran kas bebas atau *free cash flow* sebagai aliran kasyang tersedia untuk dibagikan kepada para pemegang saham atau pemilik dalam bentuk dividen. Pembagian tersebut dilakukan setelah perusahaan melakukan investasi pada asset tetap (*fixed asset*) dan modal kerja (*working capital*) yang diperlukan untuk kelangsungan usahanya. Putri (2013) mengatakan *free cash flow* sebagai aliran kas diskresioner yang tersedia bagi perusahaan. *Free cash flow* diukur melalui penghitungan kas dari aktivitas operasi yang dikurangi dengan pembelanjaan modal (*capital expenditure*) untuk memenuhi kapasitas produksi saat ini. *Free cash flow* dapat digunakan untuk pembayaran hutang dan pembayaran kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka dapat dikatakan bahwa semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pembayaran hutang dan dividen

Brigham & Daves, 2003 mengungkapkan bahwa aliran kas bebas merupakan aliran kas sesungguhnya yang tersedia untuk dibagikan kepada pemegang saham dan kreditur. Pembagian kas tersebut dilakukan setelah perusahaan menginvestasikan ke dalam aktiva tetap dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan operasional perusahaan.

Hubungan kepemilikan institusional dengan agensi teori memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme *monitoring* yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer. Hal ini disebabkan investor institusional terlibat dalam pengambilan yang strategis perusahaan (Jensen & Meckling, 1976: 372-373).

Semakin besar kepemilikan institusi maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan dari institusi tersebut untuk mengawasi manajemen. Akibatnya, akan memberikandorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan nilai perusahaan sehingga kinerja perusahaan akan meningkat. Kinerja yang meningkat tersebut akan menguntungkan bagi pemegang saham karena dengan kata lain pemegang saham akan mendapatkan banyak keuntungan berupa dividen (Patricia, 2014).

Hubungan profitabilitas dengan teori, Brigham dan Huston (2011) mengatakan profitabilitas adalah hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan. Rasio profitabilitas terdiri dari dua jenis rasio yang menunjukkan laba dalam hubungannya dengan penjualan dan rasio yang menunjukkan efektivitas dengan investasinya. Kedua rasio ini secara bersama-sama menunjukkan efektivitas rasio profitabilitas dalam hubungannya antara penjualan dengan laba. Analisis rasio profitabilitas perusahaan sangat penting bagi investor. Martikarini (2012) menyatakan bahwa profitabilitas yang tinggi juga akan memberikan suatu prospek perusahaan yang baik sehingga dapat merespon investor untuk meningkatkan permintaan saham.

Hubungan *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen

Brigham dan Daves (2003) mengungkapkan bahwa aliran kas bebas merupakan aliran kas sesungguhnya yang tersedia untuk dibagikan kepada pemegang saham dan kreditur setelah perusahaan menginvestasikan ke dalam aktiva tetap dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan operasional perusahaan. Dari definisi tersebut, peneliti dapat mengatakan bahwa *free cash flow* merupakan kas yang berlebih di perusahaan yang seharusnya dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Pembagian tersebut dapat dilakukan setelah perusahaan melakukan pembelanjaan modal (*capital expenditure*) seperti pembelian aset tetap secara tunai. Jensen (1986) menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend*

payout ratio. Semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi *dividend payout ratio* atau sebaliknya. Jensen (1986) menghubungkan *freecash flow* tersebut dengan teori keagenan (*agency theory*).

Hal ini selaras dengan pemikiran peneliti bahwa pemilik/pemegang saham berencana untuk membagikan dividen tunai dalam jumlah yang tinggi untuk menghindari terjadinya *overinvestment (free cash flow problem)* yang dilakukan oleh manajemen. Tindakan tersebut dilakukan untuk mengurangi *agency cost* pada perusahaan atau dapat dikatakan sebagai bentuk mekanisme pengawasan pemegang saham terhadap manajerial. Hal ini diperkuat dengan hasil penelitian Lucyanda dan Lilyana (2012) yang menyatakan bahwa *free cash flow* memiliki hubungan positif terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Hubungan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen

Bertha (2013) mengatakan kepemilikan institusional adalah kumpulan dari dana investor individu yang berbentuk institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi. Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen karena dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. *Monitoring* tersebut tentunya akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham, pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasarmodal. Penelitian tersebut didukung oleh beberapa peneliti dengan hasil pertama menemukan pengaruh negatif antara kepemilikan institusional dengan pembagian dividen yang diukur dengan kebijakan dividen (Lucyanda & Lilyana, 2012). Kedua menemukan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (Thanatawee, 2013). Ketiga menemukan pengaruh negatif antara kepemilikan institusional dengan pembagian dividen Kumar (2003), Al-Amarneh & Yaseen (2014). Berdasarkan penelitian sebelumnya dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H2 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Hubungan *Free Cash Flow* Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen

Keterkaitan antara kebijakan dividen dan kepemilikan institusional melandasi hubungan negatif. Perusahaan dengan melakukan pembayaran dividen yang tinggi maka dapat mengurangi *agency cost*, sehingga keberadaan institusi sebagai mekanisme *monitoring* dipandang tidak dibutuhkan lagi Putri dan Nasir, 2006. Dewi, 2008 menyatakan hubungan yang negatif antara dividend dan kepemilikan intsitusional, yang dimana meningkatnya kepemilikan institusional menyebabkan menurunnya pembayaran dividen. Huda & Abdullah, (2013) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (Pujiati & Firmanda, 2015).

Free cash flow menggambarkan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan (Lucyanda dan Lilyana, 2012). *Free cash flow* berpengaruh negatif tidak signifikan pada kebijakan dividen (Lopolusi, 2013). Hasil penelitian dari (Lucyanda dan Lilyana, 2012) menyatakan bahwa *free cash flow* yang tinggi akan menurunkan kebijakan dividen. Arieska & Gunawan (2011) mendukung penelitian dari rosdini bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sakir dan Fadli (2014) menyatakan bahwa kepemilikan manajemen berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Penelitian di atas menyatakan bahwa *free cash flow* yang fleksibel menggambarkan tingkat keuntungan perusahaan, dengan hal ini pihak instusiberpengaruh mengenai *free cash flow* terkait itu kebijakan dividen akan memberikan dividennya dengan

ketentuan yang disepakati. Berdasarkan uraian diatas, maka dapat dibentuk hipotesis sebagai berikut:

H3: *Free cash flow* dan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Hubungan Profitabilitas Atas Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen

ROA (*return on asset*) adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba yang tersedia bagi pemegang saham perusahaan yang akan menjadi dasar pembagian dividen perusahaan. Rasio profitabilitas (ROA) dapat memberikan gambaran kepada perusahaan untuk mengetahui besarnya laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan dari aktiva yang dipergunakan. Minat investor berinvestasi tidak terlepas dari tujuan investor dalam memaksimalkan *return*, tanpa melupakan resiko yang harus dihadapi. Salah satu *return* yang dapat diperoleh investor adalah dividen, dividen merupakan hak pemegang saham terhadap laba yang dihasilkan oleh perusahaan atas kegiatan bisnisnya Sari, 2008. Seorang investor perlu melihat profitabilitas sebuah perusahaan sebelum memutuskan untuk melakukan investasi supaya dapat mengetahui seberapa banyak pendapatan yang akan dihasilkan dari investasi yang bersangkutan Sitepu, 2010.

Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Sari, 2008 menyatakan bahwa terdapat banyak faktor yang mempengaruhi pembayaran dividen, diantaranya adalah tingkat profitabilitas, tingkat penjualan aktiva, stabilitas laba, *free cash flow*, dan sebagainya. Besar kecilnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tergantung pada kebijakan dividen masing-masing perusahaan dan dilakukan berdasarkan pertimbangan beberapa faktor. Gitman, 2003 dalam Alfredo, 2011 menyatakan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan adalah *debt covenant*, profitabilitas, likuiditas, posisi kas, prospek pertumbuhan perusahaan dan kuasa kendali para pemegang saham yang memiliki mayoritas saham perusahaan.

Perusahaan dengan laba yang tinggi mampu membayar dividen yang lebih tinggi (Brigham, 2001:24). Para manajer tidak hanya mendapatkan dividen yang dibagikan, tetapi juga *power* yang lebih besar dalam menentukan kebijakan perusahaan. Perusahaan yang memperoleh keuntungan besar cenderung akan membayarkan dividen lebih besar. Hal tersebut sesuai dengan hasil penelitian Sari (2008) semakin besar keuntungan yang diperoleh mencerminkan profitabilitas yang tinggi sehingga semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu yang dapat dihitung berdasarkan perbandingan penjualan dengan total aktiva permodal sendiri. Hal ini dapat dijelaskan bahwa untuk mengetahui profitabilitas suatu perusahaan sangat penting bagi investor maupun kreditur. Sementara itu, pihak lain ingin mengetahui kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas. Informasi profitabilitas dapat mengindikasikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas di masa yang akan datang. Informasi arus kas dapat diperoleh dari laporan arus kas. Salah satu teknik dalam menilai profitabilitas perusahaan adalah dengan menggunakan *Return on Total Asset* (ROA). *Free cash flow* menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas dari kegiatan usahanya setelah melakukan investasi dan pembayaran hutang serta dividen. Dapat disimpulkan semakin besar laba yang dihasilkan dan *free cash flow* menunjukkan hasil yang baik maka akan semakin besar dividen yang akan diterima pemegang saham. Memperhatikan konsep diatas dan penelitian terdahulu maka dibetuklah hipotesis sebagai berikut:

H4: Profitabilitas Mampu Memperkuat Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen.

Hubungan Profitabilitas Atas Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen

Rachmawati dan Triatmoko, 2007 menyatakan bahwa investor institusional adalah pemilik sementara (*transfer owner*) sehingga hanya terfokus pada laba sekarang (*current earnings*). Perubahan pada laba sekarang dapat mempengaruhi keputusan investor institusional. Jika perubahan ini dirasakan tidak menguntungkan oleh investor, maka investor dapat menarik sahamnya. Karena investor institusional memiliki saham dengan jumlah besar, maka jika mereka menarik sahamnya akan mempengaruhi nilai saham secara keseluruhan. Hal ini berarti bahwa kepemilikan institusional belum mampu menjadi mekanisme untuk yang meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian sebelumnya dilakukan oleh (Putri dan Nasir, 2006, Dewi, 2008, penelitian Huda dan Abdullah, 2013) keterkaitan antara kebijakan dividen dan kepemilikan institusional melandasi hubungan negatif. Perusahaan melakukan pembayaran dividen yang tinggi maka dapat mengurangi *agency cost*, sehingga keberadaan intitusi sebagai mekanisme *monitoring* dipandang tidak dibutuhkan lagi. Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen Pujiati dan Firmanda (2015).

Kemampuan perusahaan untuk mengasilkan keuntungan dan menjadi perusahaan yang lebih maju baik untuk jangka pendek maupun jangka panjang, yaitu dapat meningkatkan investor institusional untuk mempertahankan sahamnya dan banyak yang menginvestasikan ke perusahaan tersebut jika profit yang membaik, adanya itu dividen akan diberikan ke pemegang saham. Dapat disimpulkan bahwa semakin besar profit maka semakin banyak investor institusional yang akan berinvestasi. Keuntungan yang stabil dan meningkat akan berpengaruh terhadap dividen. Memperhatikan konsep dan penelitian terdahulu maka dibetuklah hipotesis sebagai berikut:

H5: Profitabilitas Mampu Memperkuat Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen.

METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini dilaksanakan di perusahaan manufaktur sektor industri dan kimia, sektor aneka industri, sektor industri barang dan konsumsi dengan objek penelitian yaitu, *free cash flow*, kepemilikan institusional, profitabilitas dan kebijakan dividen. Penelitian ini menggunakan jenis kuantitatif dan data skunder yang diakses melalui website BEI www.idx.co.id. Sampel dalam penelitian ini adalah 10 perusahaan manufaktur sektor industri dan kimia, sektor aneka industri, sektor industri barang dan konsumsi periode 2013-2015

Operasional Variabel

1) Variabel Independen (Variabel Bebas)

Variabel bebas adalah variabel yang mempengaruhi variabel terikat, entah secara positif atau negatif (Sekaran, 2006:117). Dalam penelitian ini variabel yang digunakan adalah *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Institusional.

a. Free Cash Flow

Ross. et. al (2000), Rosdini (2009) aliran kas bebas adalah dana yang diberikan kepada kreditor atau pemegang saham dalam bentuk dividen yang merupakan dana yang tidak digunakan untuk modal kerja atau pertumbuhan perusahaan. Menurut Pradana dan Sanjaya (2003) *free cash flow* atau FCF dapat dihitung dengan rumus:

Keterangan

FCF : *Free cash flow*

$$FCF = AKO - PM$$

Pengeluaran modal yang digunakan pada penelitian ini adalah pengeluaran modal yang digunakan untuk pengeluaran aset yang didapatkan dari arus kas investasi di laporan keuangan. Penelitian ini kemudian membagi jumlah *free cash flow* dengan total aset pada periode yang sama.

b. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh institusi atau lembaga keuangan seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi. Investor institusional diyakini memiliki kemampuan untuk memonitor tindakan manajemen lebih baik dibandingkan investor individual (Apriada, 2013).

$$KI = \frac{\text{Kepemilikan institusi} + \text{kepemilikan blockholder}}{\text{Total modal saham}}$$

2) Variabel Dependen (Variabel Terkait)

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen yang diprosikan oleh *dividend payout ratio* (DPR). *Dividend payout ratio* adalah rasio laba yang digunakan perusahaan untuk membayarkan dividen kepada pemegang saham. Pradana dan Sanjaya (2014) mengatakan *dividend payout ratio* dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$DPR = \frac{\text{Dividen Per Share}}{\text{Earning Per Share}}$$

3) Variabel Moderating

Variabel moderating adalah variabel yang mempunyai pengaruh ketergantungan (*contingent effect*) yang kuat dengan hubungan antara variabel bebas dengan terkait. Yaitu, kehadiran variabel ketiga (variabel moderator) mengubah hubungan awal antara variabel bebas dan terkait (Sekaran, 2003:119). Variabel moderating dalam penelitian ini adalah profitabilitas.

Profitabilitas dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan ratio ROA. Ratio ROA adalah rasio laba bersih terhadap total aset (Brigham dan Houston 2007).

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aktiva}}$$

Pembahasan

Penelitian ini mencakup perusahaan manufaktur sektor industri dan kimia, sektor aneka industri, dan sektor industri barang dan konsumsi. Penelitian ini menggunakan data dari tahun 2013 sampai dengan tahun 2015.

Tabel II. Uji Asumsi Klasik

Variabel	Normalitas	Autokolerasi (Durbin Watson)	Multikolerasi		Heterokedasitas
			Tolerance	VIF	
Free Cash Flow (X ₁)	0,830	1,312	0,836	1,976	0,070
Kepemilikan Institusional (X ₂)			0,836	1,976	0,008
Syarat Lolos Uji	>0,05	+2 < DW < -2	>0,1	<10	>0,05

Berdasarkan Tabel II, dapat dilihat bahwa nilai uji normalitas lebih besar dari 0,05, hal ini menunjukkan bahwa data telah berdistribusi normal. Hasil uji autokorelasi berada diantara nilai +2 < DW < -2, hasil ini menunjukkan tidak terdapat autokorelasi. Nilai *tolerance* dan VIF setiap variabel lebih besar dari 0,1 dan lebih kecil dari 10, maka hasil ini menunjukkan tidak terdapat gejala multikolinearitas. Nilai t statistik dengan menggunakan Uji Glejser menunjukkan nilai yang lebih besar dari 0,05, maka tidak terdapat masalah heterokedastisitas.

Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Tabel III. Hasil Uji Regresi

Variabel	Unstandardized Coefficient		Sig
	B	Std. Error	
(Contant)	81.205.747	50.126.996	0,117
<i>Free Cash Flow</i> (X ₁)	-1.806.934	1.542.686	0,252
Kepemilikan Institusional (X ₂)	-40.818.662	25.039.630	0,115
Adjusted R ²			0,032
Sig. F			0,244

Pada Tabel III diatas dapat dilihat nilai *Adjusted R Square* sebesar 0,032. Nilai ini memiliki arti bahwa 3,2% variabel kebijakan dividen dipengaruhi oleh variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini dan sisanya sebesar 96,8% dipengaruhi oleh variabel lain diluar penelitian ini. Nilai signifikansi Uji F menunjukkan nilai sebesar 0,244 > 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa secara simultan *free cash flow* dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil analisis pengaruh *free cash flow* pada kebijakan dividen yang ditunjukkan pada tabel diatas diperoleh nilai signifikan sebesar 0,252 > 0,05, maka dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Pengaruh kepemilikan institusional pada kebijakan dividen diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,115 > 0,05, maka dapat

disimpulkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hasil Analisis Regresi Berganda Moderasi

Tabel IV. Hasil Uji Regresi Moderasi

Model	t	Sig	Model	t	Sig
Constant	-1.735	0,095	Constant	2.033	0,052
Free Cash Flow	1.449	0,159	Kepemilikan Institusional	-2.471	0,02
Kebijakan Dividen	2.996	0,006	Kebijakan Dividen	3.658	0,001
Interaksi X1.Z	-2.590	0,016	Interaksi X2.Z	-1.989	0,057

Berdasarkan tabel IV diatas, dapat dilihat bahwa nilai signifikansi dari variabel interaksi X1.Z sebesar $0,016 < 0,05$. Hal ini berarti bahwa profitabilitas mampu memoderasi pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Dapat dilihat pula nilai signifikansi dari variabel interaksi X2.Z sebesar $0,057 > 0,05$. Hal ini berarti bahwa profitabilitas bukan merupakan variabel moderasi untuk pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen.

Kesimpulan

1. Hasil hipotesis ditemukan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari *free cash flow* terhadap kebijakan dividen.
2. Hasil hipotesis ditemukan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen.
3. Hasil pengujian hipotesis ditemukan bahwa *free cash flow* dan kepemilikan institusional secara bersama-sama tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.
4. Hasil pengujian hipotesis ditemukan bahwa profitabilitas mampu memoderasi secara signifikan pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen.
5. Hasil hipotesis ditemukan bahwa profitabilitas tidak mampu memoderasi secara signifikan pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian ada beberapa saran yang diajukan peneliti yang dapat digunakan untuk penelitian mendatang yaitu :

1. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan variabel bebas yang lain untuk menguji variabel terikat. Selain dari *free cash flow* dan kepemilikan institusional, misalnya kepemilikan manajerial, profitabilitas atau yang lainnya.
2. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menyertakan jenis perusahaan lain, selain sampel perusahaan dalam penelitian ini.
3. Penelitian selanjutnya diharapkan menambah jumlah tahun penelitian agar mendapatkan hasil penelitian yang lebih akurat.

DAFTAR PUSTAKA

- Adan, MA.dkk, 2014. “Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Growth, Dan Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio Perusahaan Dengan Mempertimbangkan Corporate Governance Sebagai Variabel Intervening”. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, Vol 18 No 2, Desember 2014.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F Houston, 2011, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Jakarta :Salemba Empat.
- Brigham and Houston. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Kesebelas. Buku 2. Jakarta :Salemba Empat.
- Brigham, E. F. dan P. R. Daves. 2003. *Intermediate Financial management*. 8th Edition. South Western.
- Ghozali, I. 2005. *Aplikasi dan Analisis Multivariate dengan proses SPSS*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Ghozali, Imam. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Edisi Keempat. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, I. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Gideon, Arthur. 2016. Hadapi MEA BEI Fokus Perkuat Pasar Modal Indonesia, <http://bisnis.liputan6.com/read/2419141/hadapi-mea-bei-fokus-perkuat-pasar-modal-indonesia>.
- Hashemijoo, Mohammad., Ardekani, Aref Mahdavi., Nejat, Younesi. 20012 *The Impact Of Dividend Policy On Share Price Volatility In The Malaysian Stock Market. Journal Of Business Studies Quarterly*, 4 (1): 111-129
- Horne, V. dan J. N. Wachowicz. 2005. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Buku 1 Edisi 12. Salemba Empat. Jakarta.
- Jensen, Michael C. And W. Meckling, 1976 “Theory of the Firm : Managerial Behavior Agency Cost, and Ownership Structure,” *Journal of Finance Economics* Vol. 3, No. 4, Oktober 1976.
- Lucyanda J dan Lilyana , 2012, “Pengaruh Free Cash Flow Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Dividend Payout Ratio”, *Jurnal Dinamika Akuntansi*, Vol. 4 No. 2, September 2012.
- Novelma, Sri, 2014, “Pengaruh Insider Ownership, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Dividend Payout Ratio”, *Jurnal Universitas Negeri Padang*, 2014.
- Sandy, A. dan N. F. Asyik. 2013. Pengaruh Profitabilitas Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Kas Pada Perusahaan Otomotif. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*. Vol. 1(1): 58-76.
- Sugiyono, 2010, *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R & D*. Penerbit Alfabeta Bandung.
- Sugiyono. 2010. *Metode Penelitian Pendidikan*. CV. Alfabeta. Bandung.
- Sujokodan U. Soebiantoro. 2007. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik Pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta)*. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* 9 (1): 41-48.
- 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.
- Pribadi, A.I. 2013. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Dividen pada Bank
- Priyo, E.M. 2013. *Analisis Pengaruh Return on Asset, Debt To Equity Ratio, Firm Size, Growth, dan Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI periode 2008-2011*. Universitas Diponegoro. Skripsi.

Jurnal Akuntansi Manajerial

ISSN (E): 2502-6704

Vol. 2, No. 2, Juli-Desember 2017: 77-89

Publikasi oleh Fakultas Ekonomi dan Bisnis

Universitas 17 Agustus 1945 Jakarta

<http://journal.uta45jakarta.ac.id/index.php/JAM>

Tarjo. 2008. Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan *Leverage* Terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham serta *Cost of Equity Capital*. *Symposium Nasional Akuntansi XI. Pontianak*

Tarjo dan Jogiyanto. 2003. Analisa *Free Cash Flow* dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Utang pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Symposium Nasional Akuntansi VI: 278-295*.