

PERSPEKTIF *BIRD IN THE HAND*: PENENTU DIVIDEND PAYOUT RATIO PERUSAHAAN MANUFAKTUR

Sri Dwi Ari Ambarwati

Prodi Manajemen Fakultas Ekonomi
Universitas Pembangunan Nasional 'Veteran' Yogyakarta
Jl. SWK Lingkar Utara No.104, Condongcatur, Yogyakarta, 55283, Indonesia.

Abstract

*This research was specially to test impact of Return On Investment's (ROI), Insider Ownership (INSD), Debt to Equity Ratio (DER) to dividend payout ratio (DPR) by the use of free cash flow (FCF) as moderating variable on manufacturing firm listed on Indonesian Stock Exchange (ISE) period 2005 until 2011. This research hypothesized that moderating variable had a positive influence to dividend payout ratio (DPR). Hypothesis testing was done by the use of linear regression model (OLS). Empirical result on panel A (without moderating variable) and panel B (with moderating) were simultaneously ROI, INSD, DER, FCF and moderated variable (FCF*ROI) had a significant impact to DPR. Meanwhile panel A showed an evident that DER variable and FCF had an impact to dividend payout ratio (DPR) and panel B pointed out that DER, FCF, FCF*ROI and FCF*INSD had a significant impact to dividend payout ratio (DPR). Based on moderated regression analysis (Panel B) FCF as moderating variable had an influence on the relationship between insider ownership and dividend payout ratio (DPR). It was seen in increasing R^2 and Adjusted R^2 in regression model before being moderated and after. It meant that FCF as moderating variable increased the contribution on model one which was proposed.*

Keywords: debt to equity ratio, free cash flow, insider ownership, return on investment

Kebijakan pembayaran dividen memberikan perspektif isu teoritis tentang dividen yang masih merupakan isu menarik bagi riset di bidang manajemen keuangan (La Porta *et al.*, 2000; Denis & Osobov, 2008; dan Ambarwati, 2005). Kebijakan pembayaran dividen merupakan salah satu keputusan keuangan yang harus dibuat oleh manajer sebuah perusahaan. Banyak penelitian yang meng-

anggap keputusan dividen adalah sebuah *puzzle* yang mana kepingan-kepingannya saling berpengaruh. Dengan kata lain, kebijakan dividen masih menjadi sebuah teka-teki karena memberikan *trade-off* antara dividen dan laba ditahan. Namun beberapa riset menemukan bahwa perusahaan memiliki kecenderungan mempertahankan target rasio pembayaran dividennya dalam

Korespondensi dengan Penulis:

Sri Dwi Ari Ambarwati: Telp./Fax. +62 274 486 372

E-mail: ambarwati_73@yahoo.com

jangka panjang, melalui prediksi *earning* yang tidak bisa dipastikan. Untuk itu manajer perusahaan biasanya melakukan perubahan dividen jika prediksi *earning* tepat untuk memberikan sinyal kepada pemegang saham. Karena menurut teori *bird in the hand*, investor lebih menyukai pendapatan dividen dibandingkan *capital gain* dengan alasan pendapatan dividen jauh lebih pasti.

Penelitian terkait variabel yang menjadi determinan pembayaran dividen sudah banyak dilakukan, diantaranya penelitian terkini oleh Arieska & Gunawan (2011) yang meneliti tentang pengaruh aliran kas bebas dan keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham dengan set kesempatan investasi dan dividen sebagai variabel moderasi, dengan hasil bahwa variabel aliran kas bebas, keputusan pendanaan, set kesempatan investasi, dividen, moderasi aliran kas bebas dengan set kesempatan investasi, moderasi aliran kas bebas dengan dividen, moderasi keputusan pendanaan dengan set kesempatan investasi, moderasi keputusan pendanaan dengan dividen, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai pemegang saham.

Ranti (2013) melakukan penelitian faktor determinan kebijakan pembayaran dividen pada 50 perusahaan yang terdaftar di pasar modal Nigeria periode 2006-2011. Penelitian ini menggunakan analisis regresi dan menemukan bukti empiris bahwa kinerja keuangan perusahaan, ukuran perusahaan, dan direksi independen mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap pembayaran dividen. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin baik kinerja keuangan perusahaan, maka semakin tinggi kemampuan membayar dividen. Sedangkan adanya susunan direksi yang independen menambah konflik keagenan sehingga meningkatkan kebijakan pembayaran dividen dalam upaya mengontrol konflik itu. Namun untuk variabel *financial leverage*, memiliki hubungan signifikan negatif terhadap pembayaran dividen. Hal itu terjadi karena semakin tinggi utang perusahaan,

maka semakin rendah kemampuan untuk melakukan pembayaran dividen dan sebaliknya.

Penelitian lainnya adalah Badu (2013) yang melakukan penelitian penentu pembayaran dividen pada perusahaan yang terdaftar di lembaga keuangan Ghana. Penelitian ini ingin menguji penentu kebijakan dividen menggunakan *random effect* pada data panel 2005-2009. Hasil empiris adalah terdapat hubungan positif signifikan antara umur perusahaan dan likuiditas terhadap kebijakan pembayaran dividen. Namun untuk variabel profitabilitas dan *collateral*, memiliki pengaruh tidak signifikan pada kebijakan pembayaran dividen. Temuan ini menyimpang dari teori yang menyatakan profitabilitas memiliki hubungan positif terhadap kebijakan pembayaran dividen. Hal ini bisa saja terjadi mengingat keputusan pembayaran dividen tidak semata-mata adanya laba perusahaan namun lebih kepada hasil rapat umum pemegang saham.

Berdasarkan beberapa temuan yang menghasilkan kesimpulan beragam terkait faktor penentu kebijakan dividen, maka dalam penelitian ini akan dicoba memasukkan variabel bebas yang kemungkinan memoderasi hubungan antar variabel penentu pembayaran dividen. Penelitian ini akan menguji apakah *free cash flow* (FCF) akan memperlambat atau memperkuat pengaruh rasio profitabilitas, rasio utang, dan struktur kepemilikan terhadap rasio pembayaran dividen dengan FCF sebagai variabel pemoderasi. Berdasarkan teori dan temuan empiris, rasio profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return on investment* (ROI), struktur kepemilikan yang digunakan adalah kepemilikan manajerial (*insider ownership*), dan struktur modal yang digunakan adalah rasio utang (*debt ratio*).

FCF secara sederhana dapat diterjemahkan sebagai kas yang menganggur, yaitu sisa kas setelah digunakan untuk berbagai keperluan proyek yang telah direncanakan perusahaan, seperti melunasi utang, membayar dividen,

melakukan investasi, dan lain-lain. Dengan demikian tingkat FCF yang relatif rendah akan mengurangi biaya keagenan sehingga kebutuhan dari dividen untuk membayar biaya keagenan menjadi berkurang. Oleh karena itu semakin tinggi FCF, maka semakin tinggi rasio pembayaran dividen.

Menurut teori dan riset sebelumnya jika kepemilikan *insider* tinggi, maka kecenderungan membayar dividen rendah karena *agency conflict* biasanya rendah. Namun hal itu akan berubah jika perusahaan memiliki FCF tinggi, maka kemungkinan tetap membayar dividen yang tinggi sebagai upaya mendistribusikan FCF yang ada agar tidak *idle* (teori *bird in the hand* benar-benar terpenuhi). Demikian pula jika *debt ratio* perusahaan tinggi, maka kecenderungan pembayaran dividen rendah karena porsi laba untuk membayar biaya modal. Namun jika FCF tinggi, maka ada kemungkinan pembayaran dividen tetap tinggi karena diambilkan dari FCF yang benar-benar kas menganggur setelah dikurangi untuk pertumbuhan dan investasi.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh ROI, *insider ownership*, tingkat pertumbuhan (*growth*), dan *debt ratio* terhadap *dividend payout ratio* (DPR) dan untuk menganalisis apakah FCF memoderasi pengaruh antara ROI, *insider ownership*, *growth*, dan *debt ratio* terhadap DPR.

Kebijakan Pembayaran Dividen

Ketika memutuskan berapa banyak kas yang akan didistribusikan kepada pemegang saham, para manajer harus senantiasa ingat bahwa sasaran perusahaan adalah untuk memaksimalkan nilai pemegang saham. Akibatnya rasio pembayaran dividen yang dinyatakan dalam persentase dari laba bersih yang akan dibayarkan dalam bentuk dividen, sebaiknya melihat preferensi investor apakah memilih dividen atau keuntungan modal (Brigham & Houston, 2006).

Kebijakan dividen biasanya diukur dengan DPR. Menurut Sutrisno (2005) DPR adalah per-

sentase laba yang dibagikan sebagai dividen, dimana semakin besar DPR, semakin kecil porsi dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan. Pada penelitian ini kebijakan dividen juga diukur menggunakan DPR. Alasan penelitian ini menggunakan DPR sebagai variabel endogen dependen, dikarenakan DPR pada hakikatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan yang akan ditahan sebagai laba ditahan.

Teori Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen optimal (*optimal dividend policy*) merupakan keadaan dimana sebuah perusahaan harus mencapai suatu keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa depan sehingga dapat memaksimalkan harga saham. Menurut Brigham & Houston (2006), 3 teori tentang preferensi investor yaitu: (1) teori irrelevansi dividen (*dividend irrelevance theory*), jika kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh yang signifikan, maka kebijakan tersebut akan *irrelevance*; (2) *bird-in-the-hand theory*, teori ini dikembangkan oleh Gordon dan Lintner yang berasumsi bahwa preferensi investor adalah pada pembayaran dividen yang tinggi daripada keuntungan modal, karena komponen imbal hasil dividen lebih tidak beresiko dibandingkan dengan komponen pertumbuhan perusahaan; dan (3) *tax preference*, teori ini berasumsi bahwa jika berbicara pajak maka ada alasan mengapa investor lebih menyukai dividen yang rendah atau dengan kata lain suka keuntungan modal karena penghematan pajak. Dari ketiga teori tersebut, nampak bahwa teori *bird in the hand* yang relevan dengan kebijakan pembayaran dividen yang harus dilakukan perusahaan, sehingga dengan perspektif ini maka penulis bisa meneliti penentu pembayaran dividen perusahaan.

Arus kas bebas (FCF) adalah arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik

utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan (Brigham & Houston, 2006).

Perusahaan yang memiliki FCF dalam jumlah yang memadai akan lebih baik dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen untuk menghindari *agency problem*. Hal ini dimaksudkan agar FCF yang ada tidak digunakan untuk sesuatu atau proyek-proyek yang tidak menguntungkan (*wasted on unprofitable*), dengan demikian ketersediaan dana dapat dipakai untuk pemegang saham (Mollah *et al.*, 2000 dalam Maqsudi & Ambon, 2004). Faisal (2004) menyatakan bahwa perusahaan dengan FCF besar cenderung akan mempunyai level utang yang tinggi. Hal ini memiliki implikasi bahwa investor lebih berhati-hati dengan perusahaan yang memiliki FCF yang besar dan perlu mempelajari kegunaan dari FCF tersebut sebelum melakukan investasi (Dewi, 2011).

Pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberi sinyal mengenai keberhasilan perusahaan membukukan *profit* (Wirjolukito *et al.*, 2003). Sinyal tersebut menyimpulkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan. Dengan demikian profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayarkan dividen. Untuk mengukur profitabilitas menggunakan 2 rasio, yaitu *return on investment* (ROI) dan *return on equity* (ROE). ROI merupakan tingkat pengembalian investasi atas investasi perusahaan pada aktiva. ROI sering disebut juga *return on assets* (ROA) (Suharli, 2007).

Rasio utang digunakan untuk mencerminkan variabel struktur modal perusahaan. Rasio ini digunakan dengan pertimbangan bahwa kecenderungan penggunaan utang pada umumnya didasarkan pada besarnya aktiva yang dapat dijadikan jaminan (*collateralizable assets*). Rasio ini menunjukkan besarnya utang yang akan digunakan untuk membiayai

aktiva yang digunakan oleh perusahaan dalam rangka menjalankan aktivitas operasionalnya (Agyei & Yiadom, 2011).

Insider ownership akan berhubungan negatif dengan *dividend payout ratio* perusahaan. Semakin tinggi persentase *insider ownership*, maka semakin rendah dividen yang dibayarkan oleh perusahaan. Mollah *et al.* (2000) dalam Sasongko & Wulandari (2006) menyatakan bahwa jika tingkat kepemilikan oleh *insider* semakin besar, maka manajer tidak akan membayarkan dividen yang besar, tetapi akan meningkatkan gajinya. *Insider ownership* dalam Maqsudi & Ambon (2004) adalah pemegang saham yang sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Semakin besar *insider ownership*, maka akan semakin kecil konflik kepentingan antara pemegang saham dan pihak manajemen.

Penelitian FCF sebagai variabel moderator terhadap faktor yang memengaruhi rasio pembayaran dividen belum ditemukan pada literatur di Indonesia. Penelitian ini bermaksud menguji apakah FCF memperkuat atau memperlemah pengaruh profitabilitas, struktur kepemilikan, dan struktur modal terhadap jumlah dividen yang dibayarkan. Alur berpikir penulis adalah perusahaan yang memiliki FCF lebih baik maka akan mampu membayar dividen lebih banyak. Pada perusahaan yang memiliki keuntungan lebih tinggi (profitabilitas tinggi), ditambah FCF yang lebih baik, maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan. Pada perusahaan yang menginvestasikan dana lebih banyak akan menyebabkan rasio pembayaran dividen berkurang, namun FCF yang baik mampu mengeliminir (memperlemah) hipotesis tersebut karena saat itu perusahaan dapat menggunakan arus kas bebas yang ada.

Jika kepemilikan *insider* tinggi, maka menyebabkan rasio pembayaran dividen rendah. Namun dengan FCF yang baik, maka hipotesis itu bisa dieliminir karena salah satu cara mengurangi FCF adalah dengan membayarkan ke pemegang saham dalam bentuk dividen. Jika rasio utang perusahaan

Perspektif *Bird In the Hand*: Penentu *Dividend Payout Ratio* Perusahaan Manufaktur

Sri Dwi Ari Ambarwati

tinggi maka pembayaran dividen cenderung rendah, namun dengan FCF yang tinggi maka rasio pembayaran dividen tetap tinggi karena saat itu perusahaan membayar utang dengan FCF yang dimilikinya.

Penelitian terkait variabel yang menjadi determinan pembayaran dividen sudah banyak dilakukan diantaranya penelitian terkini oleh Arieska & Gunawan (2011) yang meneliti tentang pengaruh aliran kas bebas dan keputusan pendanaan terhadap nilai pemegang saham dengan set kesempatan investasi dan dividen sebagai variabel moderasi. Hasil dari penelitian tersebut adalah variabel aliran kas bebas, keputusan pendanaan, set kesempatan investasi, dividen, moderasi aliran kas bebas dengan set kesempatan investasi, moderasi aliran kas bebas dengan dividen, moderasi keputusan pendanaan dengan set kesempatan investasi, moderasi keputusan pendanaan dengan dividen, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai pemegang saham.

Ranti (2013) melakukan penelitian faktor determinan kebijakan pembayaran dividen pada 50 perusahaan yang terdaftar di pasar modal Nigeria periode 2006-2011. Penelitian ini menggunakan analisis regresi dan menemukan bukti empiris bahwa kinerja keuangan perusahaan, ukuran perusahaan, dan direksi independen mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap pembayaran dividen. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin baik kinerja keuangan perusahaan, maka semakin tinggi kemampuan membayar dividen.

Sedangkan adanya susunan direksi yang independen menambah konflik keagenan sehingga meningkatkan kebijakan pembayaran dividen dalam upaya mengontrol konflik itu. Namun untuk variabel *financial leverage*, memiliki hubungan signifikan negatif terhadap pembayaran dividen. Hal itu karena semakin tinggi utang perusahaan maka semakin rendah kemampuan untuk melakukan pembayaran dividen, dan sebaliknya. Pene-

litian serupa dilakukan oleh Anil & Kapoor (2008) serta Agyei & Yiadom (2011).

Penelitian lainnya adalah Badu (2013) yang melakukan penelitian penentu pembayaran dividen pada perusahaan yang terdaftar di lembaga keuangan Ghana. Penelitian ini ingin menguji penentu kebijakan dividen menggunakan *random effect* pada data panel 2005-2009. Hasil empiris adalah ada hubungan positif signifikan antara umur perusahaan dan likuiditas terhadap kebijakan pembayaran dividen. Namun untuk variabel profitabilitas dan *collateral* memiliki pengaruh tidak signifikan pada kebijakan pembayaran dividen. Temuan ini menyimpang dari teori yang menyatakan profitabilitas memiliki hubungan positif terhadap kebijakan pembayaran dividen. Hal ini bisa saja terjadi mengingat keputusan pembayaran dividen tidak semata adanya laba perusahaan, namun lebih kepada hasil rapat umum pemegang saham.

Suharli (2007) juga menemukan bukti empiris bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi cenderung mampu membayar dividen jika lebih likuid dan jika laba cenderung digunakan untuk memenuhi pertumbuhan perusahaan, maka hipotesis yang menyatakan pembayaran dividen menjadi rendah bisa dieliminir. Hal ini berarti likuiditas memoderasi hubungan antara profitabilitas dan pembayaran dividen tunai perusahaan.

Khoramin *et al.* (2013) meneliti hubungan antara profitabilitas dan fleksibilitas keuangan terhadap kebijakan pembayaran dividen di perusahaan yang terdaftar di pasar modal Tehran. Periode penelitian adalah 2008-2012 dan diperoleh sampel sebanyak 565 perusahaan. Dengan menggunakan multivariat regresi, diperoleh temuan bahwa profitabilitas dan fleksibilitas keuangan memiliki hubungan tidak signifikan dengan kebijakan pembayaran dividen. Uyara & Tuasikal (2005) menemukan bukti bahwa FCF memoderasi hubungan antara pembayaran dividen dan *earnings response coefficient*. Perusahaan akan membayar dividen tinggi jika arus kas bebas perusahaan juga tinggi.

Hal itu mengindikasikan FCF memoderasi hubungan antara variabel pembayaran dan *earning response coefficient*.

HIPOTESIS

Berdasarkan landasan teori dan penelitian terdahulu, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁: terdapat pengaruh antara ROI, *insider ownership*, *growth*, dan *debt ratio* terhadap DPR secara parsial dan serempak.

H₂: FCF memoderasi hubungan antara ROI, *insider ownership*, *growth*, dan *debt ratio* terhadap DPR.

METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur *go public* yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan, yaitu melakukan pembayaran dividen selama periode penelitian secara berturut-turut.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data laporan keuangan tahunan, dividen yang dibayarkan, harga penutupan saham, dan jumlah lembar saham beredar yang bersumber dari laporan keuangan tahunan yang dipublikasikan di BEI, diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*. Teknik pengumpulan data dengan menggunakan metode dokumentasi, yaitu teknik pengumpulan data dengan cara membuat salinan atau menggandakan data yang dilakukan dalam penelitian (Sugiyono, 1999). Penelitian ini menggunakan variabel dependen yaitu rasio pembayaran dividen dan variabel independen yaitu rasio profitabilitas, struktur kepemilikan, dan struktur modal serta variabel moderasi yaitu FCF.

Rasio pembayaran dividen (Y) merupakan variabel yang diukur dengan DPR, adapun rumusnya:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}} \times 100\%$$

Rasio profitabilitas (X₁) dalam penelitian ini diproksikan oleh ROI. ROI merupakan tingkat pengembalian investasi atas investasi perusahaan pada aktiva. ROI sering disebut juga ROA. Adapun rumusnya adalah sebagai berikut:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Jumlah aktiva perusahaan}} \times 100\%$$

Struktur kepemilikan (X₂) diukur dengan kepemilikan *insider*. *Insider ownership* yaitu kepemilikan saham oleh pihak dalam perusahaan atau manajemen. Adapun rumus yang digunakan adalah (Maqsudi & Ambon, 2004):

$$\text{Insider Ownership} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki direktur, komisaris}}{\text{Total saham}} \times 100\%$$

Struktur modal (X₃) dalam penelitian ini adalah komposisi modal yang menunjukkan porsi modal perusahaan yang bersumber dari modal utang pada perusahaan perusahaan yang *go public* di BEI. Variabel ini diukur dengan *debt ratio*. Rumus *debt ratio* adalah sebagai berikut (dalam persentase):

$$\text{Free Cash Flow} = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak} - \text{dividen} + \text{penyusutan}}{\text{Total aktiva}} \times 100\%$$

FCF (z) dalam penelitian ini adalah aliran kas perusahaan yang tidak terikat pada pemanfaatan untuk mendanai proyek-proyek investasi selama periode penelitian. Adapun rumus perhitungan sebagai berikut:

Perspektif *Bird In the Hand*: Penentu *Dividend Payout Ratio* Perusahaan Manufaktur

Sri Dwi Ari Ambarwati

Model penelitian yang digunakan pada penelitian ini adalah regresi moderasian dengan menambahkan *cross product term (interaction terms)* (Jogiyanto, 2006). Metode ini membutuhkan 2 persamaan regresi, yaitu pertama hanya berisi efek utama dan kedua berisi efek utama dan efek moderasi, rumusnya adalah sebagai berikut:

Persamaan sebelum moderasi H_1 :

$$DPR = \alpha + \beta_1 ROI + \beta_2 INSID + \beta_3 DER + \beta_4 FCF + \varepsilon \dots \dots \dots (1)$$

Persamaan dengan moderasi, H_2 :

$$DPR = \alpha + \beta_1 ROI + \beta_2 INSID + \beta_3 DER + \beta_4 FCF + \beta_5 FCF*ROI + \beta_6 FCF*INSID + \beta_7 FCF*DER + \varepsilon \dots \dots \dots (2)$$

Keterangan:

- DPR = Y = *dividend payout ratio*
- ROI = *return on investment*
- INSID = *insider ownership*
- DER = *debt to equity ratio*
- FCF = *free cash flow* = variabel moderasi
- b_5, b_6, b_7 = koefisien moderasi
- FCF*ROI = interaksi antara FCF dan ROI — efek kontingensi
- FCF*INSID = interaksi FCF dan *insider ownership*
- FCF*DER = interaksi FCF dan DER

HASIL

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder dari perusahaan yang telah tercatat di BEI periode 2006-2011. Pada periode 2005-2007 terdapat 393 perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Dari 393 perusahaan tersebut, sebanyak 250 perusahaan tidak membagi dividen secara konsisten selama 3 tahun, dan 92 perusahaan dikeluarkan dari sampel karena datanya tidak lengkap. Jadi jumlah sampel terakhir adalah 51 perusahaan. Jika selama 6 tahun menjadi 306 observasi, hasil itulah yang selanjutnya akan digunakan untuk menganalisis hipotesis yang diajukan.

Pengujian Regresi Linier Berganda

Hasil regresi berganda metode *ordinary least squares* (OLS) dengan menggunakan program statistik SPSS for Windows diperoleh hasil sebagai berikut:

Hasil Uji Regresi tanpa Moderasi

Dari hasil analisis regresi diperoleh estimasi model sebagai berikut:

$$DPR = 51,77 + 7,207ROI - 8,348INSID - 1,186DER - 12,826FCF$$

Tabel 1. Hasil Uji Regresi Panel A

Variabel	Koefisien Regresi	Standard Error	t-hitung	Probabilitas
Constant	51,77	12,397	4,172	0,000
ROI	7,207	21,119	0,341	0,733
Insider ownership	-8,348	15,692	-0,532	0,595
DER	-1,186	1,368	-0,867	0,037
FCF	-12,826	4,789	-2,678	0,008
R ²	= 0,27			
Adjusted R ²	= 0,24			
F-hitung	= 2,102			
Prob.(F-hitung)	= 0,041			
N	= 306			

Hasil Uji Regresi dengan Moderasi

Dari hasil analisis regresi diperoleh estimasi model sebagai berikut:

$$\text{DPR} = 27,435 + 17,891\text{ROI} + 17,731\text{INSD} - 3,244\text{DER} + 27,310\text{FCF} + 10,816\text{FCF}*\text{ROI} - 70,120\text{FCF}*\text{INSD} + 8,269\text{FCF}*\text{DER}$$

Pengujian Asumsi Klasik

Hasil uji asumsi klasik yaitu model regresi dinyatakan memenuhi syarat jika lolos dari uji mul-

tikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi sehingga model regresi ini dinyatakan tidak bias untuk dianalisis lebih lanjut.

Pengujian Hipotesis

Uji F

Hasil uji F dapat dilihat pada Tabel 2, dimana nilai probabilitas F sebesar $0,0379 < 0,05$ dan dinyatakan bahwa variabel bebas memengaruhi variabel terikatnya secara bersama-sama.

Tabel 2. Hasil Uji Regresi Moderasi Panel B

Variabel	Koefisien Regresi	Standard Error	t-hitung	Probabilitas
Constant	27,435	17,657	1,437	0,152
ROI	17,891	51,876	,345	0,730
Insider Ownership	17,731	20,176	,879	0,380
DER	-3,244	3,575	-2,907	0,036
FCF	27,310	22,902	1,192	0,023
FCF*ROI	10,816	22,528	1,831	0,068
FCF*INSID	-70,120	49,763	-2,002	0,046
FCF*DER	8,269	18,802	,622	0,535
R ²	= 0,33			
Adjusted R ²	= 0,31			
F-hitung	= 1,466			
Prob.(F-hitung)	= 0,0379			
N	= 306			

Tabel 3. Hasil Uji t Panel A

Variabel	t-hitung	Probabilitas	Arah Hubungan	Keterangan
ROI	0,341	0,730	Positif	Tidak Signifikan
INSD	-0,532	0,595	Negatif	Tidak Signifikan
DER	-0,867	0,037	Negatif	Signifikan
FCF	-2,678	0,008	Negatif	Signifikan

Tabel 4. Hasil Uji t Panel B

Variabel	t-hitung	Prob	Keterangan
ROI	0,345	0,730	Tidak Signifikan
INSD	0,879	0,380	Tidak Signifikan
DER	-2,907	0,036	Signifikan
FCF	1,192	0,023	Signifikan
FCF*ROI	1,831	0,068	Signifikan
FCF*INS	-2,002	0,046	Signifikan
FCF*DER	0,622	0,535	Tidak Signifikan

Uji t

Hasil uji t tanpa moderasi

Berdasarkan Tabel 3 diperoleh hasil bahwa variabel DER dan FCF secara parsial berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen, sedangkan variabel ROI dan INSD tidak berpengaruh signifikan.

Hasil uji t dengan moderasi

Berdasarkan Tabel 4, regresi dengan FCF sebagai pemoderasi dapat ditemukan bukti empiris secara parsial bahwa DER, FCF, FCF*ROI, dan FCF*INSD berpengaruh signifikan terhadap pembayaran dividen sehingga hipotesis terbukti sedangkan ROI, INSD, dan FCF*DER tidak memiliki pengaruh yang signifikan.

Pengujian Koefisien Determinasi (*R-square / R²*)

Hasil Uji R² tanpa Moderasi

Dari ringkasan tabel hasil *output* pengolahan regresi panel A, nilai R² adalah sebesar 0,27. Ini menunjukkan bahwa persentase sebesar 27% dari variabel dependen yaitu DPR di dalam model persamaan regresi dapat dijelaskan oleh variabel independen yaitu ROI, INSD, DER, dan FCF. Variabilitas yang tidak dapat dijelaskan sebesar 100 – 27%= 73%, sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan dalam persamaan regresi.

Hasil Uji R² dengan Moderasi

Dari ringkasan tabel hasil *output* pengolahan regresi panel B, terlihat bahwa nilai R² sebesar 0,33. Ini menunjukkan bahwa persentase sebesar 33% dari variabel dependen yaitu DPR di dalam model persamaan regresi dapat dijelaskan oleh variabel independen yaitu ROI, INSD, DER, FCF, FCF*ROI, FCF*INSD, dan FCF*DER. Variabilitas yang tidak

dapat dijelaskan sebesar 100 – 33%= 67%, sisanya dijelaskan oleh faktor-faktor lain yang tidak dimasukkan dalam persamaan regresi. Bila nilai R² pada regresi dengan variabel moderasi (panel B) lebih besar daripada nilai R² pada regresi tanpa variabel moderasi (panel A), berarti variabel moderasi memperkuat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.

Dari ringkasan tabel hasil *output* pengolahan regresi panel B dan panel A, terlihat selisih R² seperti di bawah ini:

$$\begin{aligned}\Delta R^2 &= R^2 \text{ termoderasi} - R^2 \text{ tak termoderasi} \\ &= 0,33 - 0,27 \\ &= 0,06\end{aligned}$$

Berdasarkan hasil perhitungan di atas dapat disimpulkan bahwa variabel moderasi memperkuat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen sebesar 6%.

Pengujian Koefisien Determinan Disesuaikan (*Adjusted R-square / R^{2*}*)

Untuk menjawab hipotesis ketiga tentang peranan laba (FCF) dalam memperkuat pengaruh ROI, INSD, dan DER terhadap DPR selain dengan R², dilakukan dengan melihat selisih nilai R^{2*} antara model regresi dengan variabel moderasi (panel B) dan model regresi tanpa variabel moderasi (panel A).

Dari ringkasan tabel hasil *output*, panel B dan panel A seperti di bawah ini:

$$\begin{aligned}\Delta R^{2*} &= R^{2*} \text{ termoderasi} - R^{2*} \text{ tak termoderasi} \\ &= 0,31 - 0,24 \\ &= 0,07\end{aligned}$$

Berdasarkan hasil perhitungan di atas, dapat disimpulkan bahwa variabel moderasi memperkuat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen sebesar 7%.

PEMBAHASAN

Pengaruh Variabel ROI terhadap DPR

Dengan mendasarkan pembahasan hasil analisis panel A dan panel B tersebut, dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian ini konsisten dengan teori dan hasil penelitian terdahulu. Lusardi & Mitchell (2007) membuktikan bahwa ROI/profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap DPR. Sehingga dapat dijelaskan bahwa salah satu indikator keberhasilan suatu perusahaan ditunjukkan oleh besarnya laba dari perusahaan yang bersangkutan.

Pada umumnya, investor akan mengharapkan manfaat dari investor dalam bentuk laba per lembar saham, sebab ROI menggambarkan jumlah keuntungan yang diperoleh untuk setiap investasi yang dilakukan. ROI yang tinggi menandakan bahwa perusahaan tersebut mampu memberikan tingkat kesejahteraan yang lebih baik kepada pemegang saham. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa ROI mempunyai pengaruh terhadap DPR diterima dan mendukung temuan Ranti (2013), namun tidak didukung Khoramin *et al.* (2013).

Pengaruh Variabel INSD terhadap DPR

Dengan berdasarkan pembahasan hasil analisis panel A, disimpulkan bahwa hasil penelitian ini tidak mendukung teori penelitian sebelumnya yang dilakukan Septianti (2003), bahwa *insider ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR dan arah hubungan yang negatif konsisten dengan penelitian tersebut karena pada penelitian ini, tanpa moderasi diperoleh hasil bahwa kepemilikan saham berpengaruh signifikan negatif. Sedangkan hasil analisis panel B tersebut, dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian ini mendukung teori penelitian sebelumnya yang dilakukan Septianti (2003) bahwa *insider ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR dan arah hubungan yang negatif panel A konsisten dengan penelitian tersebut.

Tanda koefisien regresi pada variabel *insider ownership* yang negatif dari hasil penelitian ini sesuai dengan pendapat La Porta *et al.* (2000) yang menyatakan bahwa pemegang saham yang merasa terproteksi dengan baik akan bersedia menerima pembayaran dividen yang rendah dan tingkat reinvestasi yang tinggi dari perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi karena adanya keyakinan investasi tersebut akan menghasilkan pembayaran dividen yang lebih tinggi. Dengan kata lain ketika proteksi terhadap investor lemah, pemegang saham lebih memilih menerima dividen tanpa memperhatikan apakah perusahaan bertumbuh atau tidak, sehingga cenderung tidak memperhatikan apakah perusahaan memperoleh laba tinggi atau tidak. La Porta *et al.* (2000) menemukan bukti empiris yang mendukung *outcome* model bahwa dividen dibayarkan karena adanya tekanan dari pemegang saham minoritas. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa INSD tidak mempunyai pengaruh terhadap DPR diterima.

Pengaruh Variabel DER terhadap DPR

Dengan mendasarkan pembahasan hasil analisis panel A dan panel B tersebut, dapat disimpulkan bahwa DER berpengaruh negatif signifikan terhadap DPR. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Agyei & Yiadom (2011). Hasil ini sesuai dengan teori yang ada bahwa apabila DER besar, maka dividen yang dibagikan akan kecil. Untuk tumbuh, perusahaan memerlukan dana yang lebih besar untuk mendanai perluasan investasinya. Dana tersebut dapat diperoleh dari berbagai sumber, baik sumber internal maupun sumber eksternal. Sumber internal dapat berupa depresiasi dan laba ditahan. Sumber dana eksternal dapat berupa pinjaman dari utang, menjual obligasi, atau menjual saham baru. Apabila perusahaan mengandalkan pendanaan investasi dengan menggunakan utang, maka kas bebas yang akan dibagikan sebagai dividen akan berkurang. Jadi dalam hal ini jika DER meningkat

maka DPR menurun. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa DER mempunyai pengaruh terhadap DPR diterima.

Pengaruh Variabel FCF terhadap DPR

Berdasarkan pembahasan hasil analisis panel A dan panel B tersebut, dapat disimpulkan bahwa FCF berpengaruh terhadap DPR. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Anil & Kapoor (2008) dan Dewi (2011) yang menyatakan bahwa DPR dipengaruhi oleh FCF perusahaan. Hasil analisis panel B menunjukkan tanda koefisien regresi pada variabel FCF adalah positif. Hasil ini sesuai dengan teori yang ada bahwa jika arus kas bebas semakin besar, maka kemampuan perusahaan untuk membayar dividen semakin besar pula. Karena arus kas bebas memang dipakai sebagai dasar dalam penetapan dividen perusahaan atau lebih dikenal metode residual. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa FCF mempunyai pengaruh terhadap DPR diterima.

Pengaruh Variabel Moderasi (FCF*ROI) terhadap DPR

Dengan mendasarkan pembahasan hasil analisis panel B tersebut, dapat disimpulkan bahwa ROI akan memengaruhi besarnya pembagian dividen jika arus kas bebas juga tinggi. Semakin tinggi arus kas bebas perusahaan, maka semakin memperkuat pengaruh ROI terhadap DPR suatu perusahaan.

Pengaruh Variabel Moderasi (FCF*INSD) terhadap DPR

Dengan mendasarkan pembahasan hasil analisis panel B, dapat disimpulkan bahwa kepemilikan *insider* dengan moderasi FCF berpengaruh negatif terhadap DPR. Artinya semakin besar per-

usahaan maka tidak perlu lagi perusahaan melakukan kontrol *agency conflict* melalui pembayaran dividen, sehingga semakin besar *insider* semakin kecil pembayaran dividennya. Hal itu akan diperkuat jika arus kas bebasnya juga besar.

Pengaruh Variabel Moderasi (FCF*DER) terhadap DPR

Dengan mendasarkan pembahasan hasil analisis panel B, dapat disimpulkan bahwa DER dengan moderasi FCF tidak berpengaruh terhadap DPR. Artinya DER dengan moderasi FCF tidak mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap DPR.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini secara khusus menguji pengaruh ROI, kepemilikan saham *insider*, dan *debt to equity ratio* terhadap DPR dengan menggunakan FCF sebagai variabel pemoderasi. Penelitian ini menghipotesiskan bahwa variabel moderasi berpengaruh positif terhadap DPR. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan model regresi linier (OLS).

Dari hasil analisis regresi panel A dan panel B, menunjukkan bahwa secara serempak variabel ROI, *insider ownership*, DER, FCF, dan variabel moderasi (FCF*ROI) berpengaruh signifikan terhadap DPR. Dari hasil analisis regresi panel A dan panel B menunjukkan bahwa secara individual (parsial), pada hasil analisis panel A menunjukkan bahwa variabel DER dan FCF berpengaruh terhadap DPR. Pada hasil analisis panel B, menunjukkan bahwa variabel DER, FCF, FCF*ROI, dan FCF*INSD signifikan memengaruhi DPR.

Dari hasil analisis regresi moderasi (panel B), menunjukkan bahwa variabel moderasi berpengaruh signifikan positif terhadap DPR. Hal ini berarti FCF mempunyai pengaruh *moderating* ter-

hadap hubungan antara kepemilikan saham *insider* dengan DPR. Dari hasil analisis regresi panel A dan panel B, menunjukkan bahwa terlihat ada peningkatan nilai R^2 dan *Adjusted-R²* dalam model regresi sebelum dimoderasi dan setelah dimoderasi. Hal ini berarti bahwa penambahan variabel moderasi (FCF) memberikan kontribusi yang signifikan pada persamaan regresi tersebut.

Saran

Untuk penelitian selanjutnya sebaiknya menguji konsistensi hasil dengan meneliti pada obyek yang berbeda yaitu perusahaan yang masuk LQ 45 dengan asumsi perusahaan yang memiliki kemampuan membayar dividen lebih baik. Penelitian ini bisa dilanjutkan dengan menambah variabel seperti risiko dan nilai tukar sehingga akan ditemukan hasil penelitian terkait kebijakan dividen lebih *robust*.

Sebelum melakukan investasi, calon investor perlu membuat kesepakatan kontrak kerja sama dengan pihak perusahaan. Kesepakatan tersebut termasuk dalam penetapan sistem pembayaran dividen, bentuk pembayaran dividen, maupun rencana perusahaan di masa yang akan datang.

DAFTAR PUSTAKA

- Agyei, S.K. & Yiadom, E.M. 2011. Dividend Policy and Bank Performance in Ghana. *International Research Journal of Finance and Economics*, 3(4): 202-207.
- Ambarwati, S.D.A. 2005. Pengaruh Dividend Initiations dan Dividen Cut/ Omissions terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Siasat Bisnis*, 1(10): 73-93.
- Anil, K. & Kapoor, S. 2011. Determinants of Dividend Payout Ratio-A Study of Indian Information Sector. *International Research Journal of Finance and Economics*, 8(15): 63-70.
- Arieska, M. & Gunawan, B. 2011. Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 13(1): 13-23.
- Brigham, E.F. & Houston, J.F. 2006. *Fundamentals of Financial of Management* (Dasar-dasar Manajemen Keuangan). Edisi 10. Jakarta: Salemba Empat.
- Badu, E.A. 2013. Determinants of Dividend Payout Policy of listed Financial Institutions in Ghana. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(7): 185-189.
- Denis, D.J. & Osobov, I. 2008. Why do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy. *Journal of Financial Economics*, 89(1): 62-82.
- Dewi, M.P. 2011. Pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan terhadap Free Cash Flow dan Kebijakan Dividen pada Perusahaan-Perusahaan yang Go Public di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Program Magister Program Studi Manajemen Program Pascasarjana Universitas Udayana Denpasar
- Faisal, M. 2004. Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Set Kesempatan Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Utang (Studi Empiris pada Perusahaan-Perusahaan Sektor Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Tesis*. Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.
- Indonesia Capital Market Directory. 2005-2011. *Indonesia: ECFIN*.
- Jogiyanto, H.M. 2008. *Metodologi Penelitian Sistem Informasi*. Yogyakarta: CV Andi Offset.
- Khoramin, M., Nia, G., & Fard, H.V. 2013. The Relationship between Profitability and Financial Flexibility, and Investment Opportunities and Dividend Policy in Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Life Science and Biomedicine*, 3(5): 344-351.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R.W. 2000. Agency Problem and Dividend Policies Around the World. *The Journal of Finance*, 55(1): 1-33.
- Lusardi, A. & Mitchell, O.S. 2007. Financial Literacy and Retirement Planning: New Evidence from the Rand American Life Panel. *MRRC Working Paper*, 54(7): 157-165.

Perspektif *Bird In the Hand*: Penentu *Dividend Payout Ratio* Perusahaan Manufaktur

Sri Dwi Ari Ambarwati

- Maqsudi A. & Ambon R.M. 2004. Pengaruh Agency Cost terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan-Perusahaan Go Public di PT. BEJ. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 8(1): 7-14.
- Ranti, U.O. 2013. Determinants of Dividend Policy: A Study of Selected Listed Firms in Nigeria. *Change and Leadership Journal*, 3(17): 107-118.
- Sasongko, N. & Wulandari, N. 2006. Analisis ROI dan EVA terhadap Return on Share LQ45 di Bursa Efek Jakarta. *Empirika*, 19(1): 64-80.
- Sugiyono. 1999. *Metode Penelitian Bisnis*. Bandung: Alfabeta.
- Suharli, M. 2007. Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 9(1): 9-17.
- Sutrisno. 2005. *Manajemen Keuangan Teori, Konsep, dan Aplikasi*. Yogyakarta: Ekonisi.
- Uyara, A.S. & Tuasikal, A. 2005. Moderasi Aliran Kas Bebas terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal dengan Earnings Response Coefficients. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 6(2): 1-5.
- Wirjolukito, A., Dharmastuti, C.F., Krisantono, M.W., & Halim, H. 2003. Analisa Pengaruh Faktor-Faktor Keuangan terhadap Harga Saham Perusahaan Go Public di BEJ. *Tesis*. Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Unika Atma Jaya.