
PENGARUH *DIVIDEND PAYOUT RATIO* DAN *LEVERAGE* TERHADAP *FREE CASH FLOW*

Titin Sumarni¹⁾, Ely Kartikaningdyah²⁾

Program Studi Akuntansi Manajerial, Politeknik Negeri Batam

Jl. Ahmad Yani, Batam Centre, Batam 29461, Indonesia

¹⁾ E-mail: sumarnititin58@gmail.com

²⁾ E-mail: ely@polibatam.ac.id

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh *dividend payout ratio* dan *leverage* terhadap *free cash flow* perusahaan pada perusahaan non-keuangan di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2010-2016. Arus kas bebas perusahaan diukur dengan menggunakan *free cash flow* sebagai variabel dependennya, *dividend per share*, *leverage* dan *longterm leverage* sebagai variabel independennya serta *firm size* untuk variabel kontrolnya. Metode penelitian menggunakan pendekatan metode kuantitatif. Penarikan sampel penelitian menggunakan *metode purposive sampling* yang mendapatkan hasil 357 sampel perusahaan non keuangan, dan data yang digunakan adalah data panel. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Dividend Payout Ratio* tidak berpengaruh terhadap FCF, *Leverage* berpengaruh terhadap FCF dan *Longterm Leverage* tidak berpengaruh terhadap FCF. Penelitian selanjutnya diharapkan untuk menambah sampel pada sektor yang lain dan menambah variabel lain seperti profitabilitas yang diukur dengan ROCE, ROA dan ROI. Penelitian ini dapat dijadikan acuan perusahaan untuk dapat meningkatkan arus kas bebasnya karena dari tingginya arus kas bebas bisa dianalisa bagaimana sebuah perusahaan memanfaatkan kas yang bisa digunakan untuk mengembangkan usaha atau mengambil dana dari hutang dan sumber dana lainnya.

Kata kunci: arus kas bebas, *leverage*, *dividend per share*

1 Pendahuluan

Pasar modal memungkinkan investor untuk memiliki saham dari berbagai perusahaan yang bagus dan menguntungkan. Fungsi utamanya yaitu memenuhi keinginan perusahaan untuk memperoleh modal dan keinginan investor untuk menanamkan modal. Pasar modal merupakan jembatan untuk mendistribusikan kesejahteraan kepada masyarakat, khususnya kepada pemegang surat berharga perusahaan, karena pemegang saham akan mendapatkan dividen dan atau *capital gains*. Besarnya dividen tergantung besarnya laba yang diperoleh perusahaan dan kebijakan dividennya, berapa yang dibagikan kepada pemegang saham dan yang ditahan dalam bentuk *retained earnings*.

Berdasarkan sudut pandang manajemen keuangan, tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemilik/*stockholders*. Tujuan ini sering diterjemahkan sebagai memaksimalkan nilai perusahaan. Dalam mencapai tujuan tersebut banyak *stockholders* yang menyerahkan pengelolaan perusahaan pada profesional yang dikelompokkan sebagai manajer. Para manajer yang diangkat oleh *stockholders* diharapkan akan bertindak atas nama *stockholders* tersebut yaitu dengan memaksimalkan nilai perusahaan, sehingga kemakmuran *stockholders* akan dapat dicapai. Dalam menjalankan operasi perusahaan, seringkali pihak manajemen mempunyai tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama tersebut yaitu bukan memakmurkan kemakmuran *stockholders* melainkan meningkatkan kesejahteraan sendiri atau oportuniste manajer, misalnya ekspansi untuk meningkatkan status dan gaji dengan mudah membebaskan berbagai biaya pada perusahaan. Pemisahan kepemilikan dan fungsi pengendali dalam fungsi keuangan ini dapat mengakibatkan munculnya tingkat perbedaan kepentingan/konflik yang disebut konflik keagenan (*agency conflict*). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Untuk meyakinkan bahwa manajer bekerja untuk kepentingan pemegang saham, maka pemegang saham

harus mengeluarkan sejumlah biaya untuk memonitor kegiatan manajer, sehingga manajer dapat bekerja sesuai dengan keinginan dari pemegang saham.

Perusahaan yang menanggung hutang lebih banyak akan berpengaruh terhadap struktur modal mereka yang dapat mengurangi arus kas bebas. Arus kas bebas perusahaan bukan tidak efisien digunakan oleh manajer yang diberikan langsung ke pemegang hutang dan diambil dari perusahaan dalam bentuk pembayaran bunga. Tingkat hutang yang tinggi pada struktur modal perusahaan akan meningkatkan resiko kebangkrutan perusahaan tersebut. Adanya tanggungan hutang perusahaan memberikan hak kepada pemberi hutang bahwa mereka dapat membawa perusahaan ke pengadilan jika perusahaan tidak memenuhi kewajiban finansial. Resiko kebangkrutan memaksa manajer untuk bekerja secara efisien sehingga meningkatkan profitabilitas perusahaan. Mereka memiliki resiko kehilangan pekerjaan jika terjadi kebangkrutan sehingga mereka memanfaatkan sumber daya NPV positif daripada membuangnya dalam aktivitas kepentingan mereka sendiri. Hutang menyediakan perlindungan terhadap biaya agensi pada arus kas bebas dengan mengurangi arus kas bebas dan menghambat manajemen namun perlindungan ini akan hilang setelah perusahaan mengalami kegagalan. Setelah kebangkrutan meskipun manajemen perusahaan diganti dengan yang baru tetapi manajemen baru diasumsikan menyebabkan biaya agensi yang sama pada arus kas bebas lagi (Khan, Kaleem, & Nazir, 2012).

Menurut penelitian Kadioglu & Yilmaz (2017) yang meneliti tentang pengaruh *dividend payout ratio* dan *leverage* terhadap *free cash flow* berdasarkan 1267 observasi dari 227 perusahaan periode 2008-2014. Berdasarkan hasil regresi data panel, secara statistik ada pengaruh negatif antara dividen per saham dan arus kas bebas serta rasio hutang dan uang tunai yang mengalir. Pengaruh ini masih berlaku, ketika tahun krisis 2008 dan 2009 dikecualikan dari hasil analisis. Dengan demikian, hasilnya mendukung hipotesis arus kas bebas. Seperti yang dikemukakan hipotesis, pembagian dividen dan hutang pembiayaan mengurangi arus kas bebas. Dengan kata lain,

perusahaan dengan distribusi dividen tinggi atau rasio hutang yang tinggi memiliki tingkat yang lebih rendah jumlah arus kas bebas di tangan manajer.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang telah dilakukan oleh Kadioglu & Yilmaz (2017) yang menguji pengaruh *dividend payout ratio*, *leverage*, *longterm leverage* terhadap *free cash flow* pada perusahaan yang terdaftar pada Bursa Istanbul di Turki. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu yaitu pada jenis sampel. Penelitian ini menggunakan sampel perusahaan non-keuangan yang terdaftar sebagai emiten pada Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2010-2016.

Free Cash Flow

Menurut Gitman (2006), arus kas bebas merupakan jumlah arus kas yang tersedia bagi para investor setelah perusahaan memenuhi seluruh kebutuhan operasi dan meng-cover dana untuk investasi baik dalam aktiva tetap bersih maupun aktiva lancar bersih. *Free cash flow* (aliran kas bebas) adalah arus kas bebas yang benar-benar tersedia untuk dibayarkan kepada investor (pemegang saham dan pemilik hutang) setelah perusahaan melakukan investasi dalam aset tetap, produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan, karena perusahaan tidak mempunyai lagi kesempatan investasi yang menarik, *free cash flow* sebaiknya dibagikan kepada pemegang saham dan pemegang saham sendiri dibiarkan untuk menginvestasikan kelebihan kas tersebut, tetapi ada kecenderungan manajer ingin menahan sumber daya termasuk (*free cash flow*) sehingga mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut.

Free cash flow yang tinggi maka memiliki kinerja yang lebih baik karena memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang tidak diperoleh dari perusahaan lain. *Free cash flow* dengan tingkat pertumbuhan tinggi maka *free cash flow* ditahan dan dapat dimanfaatkan untuk investasi mendatang. Sebaliknya, *free cash flow* dengan tingkat rendah maka *free cash flow* didistribusikan kepada pemegang saham. *Free cash flow* yang besar dalam perusahaan belum tentu menunjukkan bahwa perusahaan tersebut

akan membagikan dividen dengan jumlah besar dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang kecil.

Teori Keagenan

Eksplorasi teoritis secara detail dari teori keagenan pertama kali dinyatakan oleh Jensen dan Meckling (1976) menyebutkan manajer suatu perusahaan sebagai “agen” dan pemegang saham “principal”. Pemegang saham yang merupakan principal mendelegasikan pengambilan keputusan bisnis kepada manajer yang merupakan perwakilan atau agen dari pemegang saham. Permasalahan yang muncul sebagai akibat sistem kepemilikan perusahaan seperti ini adalah agen tidak selalu membuat keputusan-keputusan yang bertujuan untuk memenuhi kepentingan terbaik principal. Teori agensi berpendapat bahwa konflik sering terjadi antara kepentingan pemegang saham dan manajer.

Salah satu asumsi utama dari teori agensi bahwa tujuan principal dan tujuan agen yang berbeda dapat memunculkan konflik karena manajer perusahaan cenderung untuk mengejar tujuan pribadi, hal ini dapat mengakibatkan kecenderungan manajer untuk memfokuskan pada proyek dan investasi perusahaan yang menghasilkan laba yang tinggi dalam jangka pendek daripada memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham melalui investasi di proyek-proyek yang menguntungkan jangka panjang.

Literatur

Menurut Christie dan Zimmerman (1991), membayar dividen sangat membantu untuk mengurangi arus kas bebas di tangan manajer perusahaan sekaligus mengurangi biaya agensi. Peneliti menemukan bahwa, hasilnya dividen membantu memeriksa manajer dan manajer menciptakan mekanisme disiplin tanpa intervensi langsung dengan pemegang saham. Park dan Jang (2014) Pengurangan arus kas bebas di tangan manajer ditemukan untuk mengurangi biaya agensi dan meningkatkan kelayakan perusahaan. Demikian pula, mengamankan modal luar ditemukan untuk membawa masalah-masalah investasi di bawah kendali. Pembayaran bunga atas utang mengurangi jumlah arus

kas bebas di tangan manajer. Berdasar uraian penelitian sebelumnya penulis ingin meneliti dengan menggunakan hipotesis sebagai berikut:

H1: *Dividend Payout Ratio* (DPR) berpengaruh negatif terhadap *Free Cash Flow* (FCF).

Kebijakan hutang merupakan mekanisme untuk mengurangi arus kas bebas. Banyak peneliti memusatkan perhatian pada hubungan antara tingkat hutang dalam struktur modal dan biaya agensi arus kas bebas. Beberapa diantaranya seperti:

Wu (2004) meneliti pengaruh struktur kepemilikan terhadap pembiayaan hutang dalam konteks masalah arus kas bebas. Dalam penelitian ini ia meneliti implikasi teori arus kas bebas dalam struktur modal dari perusahaan-perusahaan Jepang yang terdaftar. Penelitian ini berfokus secara khusus pada pengaruh antara *leverage* dan arus kas bebas. Hasil dari studi tersebut menunjukkan bahwa ada pengaruh negatif antara arus kas bebas dengan hutang dan hasilnya lebih banyak signifikan untuk perusahaan dengan pertumbuhan rendah daripada perusahaan yang pertumbuhan tinggi. Wu berpendapat bahwa perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah itu berkecil hati oleh kepemilikan intuisi karena mereka harus mengkompensasi hutang mereka. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur permodalan memiliki peran disipliner dalam mengurangi masalah arus kas bebas.

McKnight (2009) meneliti pengaruh tata kelola perusahaan dan struktur kepemilikan terhadap biaya agensi dalam perspektif Inggris. Dalam penelitiannya ia menggunakan tiga proksi untuk mengukur biaya agensi yang mencakup rasio penjualan terhadap total aset, arus kas bebas dan prospek pertumbuhan perusahaan. Analisis menunjukkan adanya pengaruh negatif yang signifikan arus kas bebas terhadap hutang. Hasil ini konsisten dengan teori arus kas bebas yang diberikan oleh Jensen pada tahun (1986). Menurutnya, kenaikan hutang mengurangi kas bebas yang tersedia bagi perusahaan sehingga mengurangi biaya agensi.

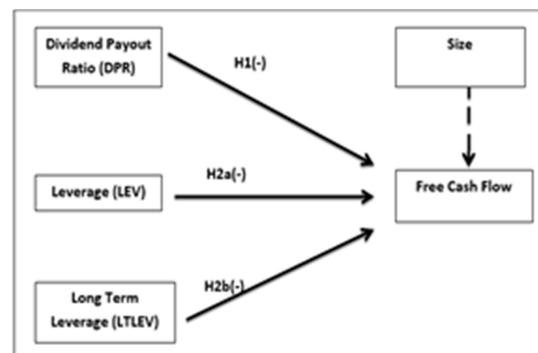
H2a: *Leverage* (LEV) perusahaan berpengaruh negatif terhadap *Free Cash Flow* (FCF).

Fatma dan Chichti (2011) menggunakan pendekatan model persamaan simultan tiga tingkat paling sedikit menguji dampak kebijakan hutang dan struktur kepemilikan pada masalah keagenan yang timbul karena masalah investasi yang terlalu tinggi. Data sampel yang digunakan adalah dari 35 perusahaan non-keuangan Tunisia yang listing selama periode 1999 sampai 2008, hasilnya menunjukkan adanya pengaruh negatif yang signifikan antara leverage dan arus kas bebas. Pengaruh negatif ini menunjukkan bahwa masalah over investment dapat dikurangi dengan mengeluarkan hutang.

Pengaruh negatif dengan tingkat signifikansi statistik 1% ditemukan antara FCF dan LEV pada periode penelitian 2008-2014 dan 2010-2014. Hasilnya mendukung anggapan bahwa arus kas bebas dapat menyebabkan manajer berinvestasi dalam proyek dengan NPV negatif dan praktik ini dapat dikurangi dengan rasio hutang yang meningkat dalam konteks Turki (Kadioglu & Yilmaz, 2017).

H2b: *Long-term Leverage* (LTLEV) perusahaan berpengaruh negatif terhadap *Free Cash Flow* (FCF).

Berdasarkan penjelasan dari pengembangan hipotesis di atas maka model penelitiannya adalah sebagai berikut:



Gambar 1 Model Penelitian

Sumber: Penulis

2 Metode Penelitian

2.1 Jenis data dan Sampel penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder yaitu data panel dengan tipe data rasio. Data yang digunakan yaitu data arsip berupa laporan keuangan dan laporan

tahunan yang di download di www.idx.co.id. Sampel penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang diambil dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan judgement yaitu *listing* selama 7 tahun berturut pada periode 2010-2016, menggunakan mata uang Rupiah. Sampel yang didapat pada penelitian ini sejumlah 56 perusahaan.

2.2 Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran

Variabel independen pada penelitian ini adalah rasio keuangan yang *proxy* nya berupa *Dividend Payout Ratio* (DPR), *Leverage/Debt to Asset Ratio* (DAR), *Longterm Leverage* (LTLEV), variabel kontrol independennya menggunakan proksi SIZE sedangkan variabel dependennya adalah *Free Cash Flow* yang diukur menggunakan FCF perusahaan.

Tabel 1 menampilkan data variabel yang digunakan dalam penelitian yang dihitung menggunakan item dari laporan keuangan perusahaan dan laporan laba rugi.

Tabel 1. Variabel yang digunakan

Variabel	Tipe	Rumus
DPS	Independen	Total dividen dibagikan/average lembar saham beredar
LEV	Independen	Total hutang/total aktiva
LTLEV	Independen	Long-term debt/total debt
SIZE	Kontrol	Ln (total assets)
FCF	Dependen	$(\text{Operating net income} + \text{depreciation expenses} - \text{corporate income tax} - \text{interest expenses} - \text{cash dividends}) / \text{total assets}$

2.3 Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah analisis *Econometric Views* (EViews).

2.4 Analisis Statistik Deskriptif

Statistik Deskriptif bertujuan untuk mendeskripsikan data yang telah terkumpul ataupun menggambarkan karakteristik dari data pada penelitian ini. Analisa yang dilakukan menggunakan pengukuran mean, median, nilai maksimum, nilai minimum, dan standar deviasi.

2.5 Asumsi Klasik

Setelah mendapatkan model regresi data panel yang tepat, selanjutnya dilakukan uji asumsi klasik. Menurut Gujarati (2012) pada data panel tidak memerlukan uji

asumsi klasik, karena pada data panel akan terjadi kolinearitas antar variabel sehingga sangat kecil kemungkinan terjadinya multikolinieritas. Menurut Basuki dan Prawoto (2016), tidak semua uji asumsi klasik harus dilakukan pada setiap model regresi linear dengan pendekatan OLS (*Ordinary Least Squared*).

1. Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi linear antar variabel bebas (*independent*). Menurut Ghozali (2012) menyatakan bahwa model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi antara variabel independen. Uji multikolinieritas dalam penelitian ini menggunakan analisis nilai *tolerance*, *variance inflation factor* (VIF) dan koefisien korelasi. Model regresi dinyatakan tidak mengandung multikolinieritas jika nilai toleransi >0,10 dan nilai VIF <10,00 dengan nilai koefisien korelasi di bawah 95%.

2. Uji Heterokedastisitas

Asumsi berikutnya yang harus terpenuhi yaitu Heteroskedastisitas. Uji Heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari residual pengamatan ke pengamatan lain. Jika residual dari suatu pengamatan ke pengamatan lain tetap maka disebut Homoskedastisitas namun jika berbeda disebut Heteroskedastisitas. Berdasarkan uji *White* apabila probabilitas lebih besar dari α (5%) maka terbebas dari heteroskedastisitas.

Common Effect Model atau Pooled Least Square (PLS)

Model ini hal yang dilakukan adalah mengkombinasikan data time series dan *cross section*. Widarjono, (2009) Pendekatan yang digunakan pada model ini adalah *Ordinary Least Square* (OLS) atau teknik kuadrat terkecil untuk mengestimasi model data panel. Model ini tidak memperhatikan dimensi waktu maupun individu, sehingga dapat diasumsikan bahwa perilaku data perusahaan sama dalam berbagai kurun waktu (Kuncoro, 2012).

Fixed Effect Model (FE)

Gujarati, (2012) pada model ini mengasumsikan bahwa perbedaan antar individu dapat diakomodasi dari perbedaan intersepnnya. Untuk mengestimasi data panel model *Fixed Effects* menggunakan teknik *variable dummy* untuk menangkap perbedaan intersep antar perusahaan, perbedaan intersep bisa terjadi karena perbedaan budaya kerja, manajerial, dan insentif. Namun demikian sloponya sama antar perusahaan (Kuncoro, 2012). Sebutan lain model estimasi ini adalah teknik *Least Squares Dummy Variable (LSDV)*.

Random Effect Model (RE)

Model ini akan mengestimasi data panel dimana variabel gangguan mungkin saling berhubungan antar waktu dan antar individu (Kuncoro, 2012). Pada model *Random Effect* perbedaan intersep diakomodasi oleh *error terms* masing-masing perusahaan. Menurut Widarjono (2009), Keuntungan menggunakan model *Random Effect* yakni menghilangkan heteroskedastisitas. Model ini juga disebut dengan *Error Component Model (ECM)* atau teknik *Generalized Least Square (GLS)*.

Uji Chow

Untuk memilih antara model mana yang terbaik antara *common effect* dan *fixed effect* dapat menggunakan uji chow. Penentuan model harus memperhatikan nilai probabilitas (prob.) Untuk *cross-section* F. Jika nilainya $> 0,05$ maka model yang terpilih adalah *common effect*, namun jika $< 0,05$ maka model yang terpilih adalah *fixed effect*.

Uji Hausman

Tujuan dari uji hausman adalah untuk memilih antara *fixed effect model (FEM)* dan *random effect model (REM)*. Penentuan model harus memperhatikan nilai probabilitas (Prob). Untuk *cross-section* random jika nilainya $> 0,05$ maka model yang dipilih adalah *random effect*, namun jika $< 0,05$ maka model yang dipilih adalah *fixed effect*.

Uji Langrangge Multiplier (LM Test)

Uji *Langrangge Multiplier (LM Test)* digunakan untuk membandingkan atau memilih model mana yang terbaik antara *Common Effect* dan *Random Effect*. Penentuan model harus membandingkan nilai LM-hitung dengan *Chi Squared* tabel dengan alpha 5%. Jika nilai LM-hitung > 25 *Chi Squared* tabel maka model yang dipilih adalah *Random Effect*, namun jika LM-hitung $< Chi Squared$ tabel maka model yang dipilih adalah *Common Effect*.

3 Pembahasan

Statistik Deskriptif

Berdasarkan hasil uji statistik deskriptif pada perusahaan non keuangan di Indonesia periode 2010-2016 sebanyak 455 observasi, namun yang dapat diolah untuk pengujian dalam analisis regresi data panel sebanyak 392 observasi dan sisanya 63 sampel mengandung data *outlier*. Data *outlier* merupakan data yang memiliki perbedaan jauh dari observasi lainnya. Nilai rata-rata FCF sebesar 0,021382 yang menandakan bahwa perusahaan non-keuangan di Indonesia pada periode 2010-2016 memiliki rata-rata tingkat arus kas bebas yang diukur Operating Net Income ditambah *depreciation expenses* dikurang *corporate income tax* dikurang *interest expenses* dikurang *cash dividends* dibagi *total assets*, yang mana total aset berkontribusi sebesar 0,021382 untuk menghasilkan arus kas bebas. Nilai maksimal menunjukkan nilai arus kas bebas perusahaan non-keuangan paling tinggi sebesar 15,65400 sedangkan nilai terendah -22,70200 menunjukkan nilai arus kas bebas perusahaan non-keuangan yang paling rendah dari total aset. Nilai standar deviasi atau ketimpangannya sebesar 1,419955 menunjukkan rata-rata penyimpangan *Free Cash Flow (FCF)*. *Dividend Payout Ratio (DPR)* sebagai variabel Independen pada penelitian ini yang menggunakan pengukuran yaitu *Dividend Per Share (DPS)* memiliki nilai rata-rata 3,901959 yang menandakan bahwa perusahaan non-keuangan di Indonesia periode tahun 2010-2016 memiliki tingkat rata-rata dividend per share sebesar 3,901959. Nilai maksimal menunjukkan nilai *dividend per share* perusahaan non-keuangan paling tinggi sebesar 10,33889 sedangkan nilai

terendah -0,252315 menunjukkan nilai *dividend per share* pada perusahaan non-keuangan. Nilai standar deviasi atau ketimpangan sebesar 1,739108 menunjukkan rata-rata *dividend per share*.

Leverage memiliki nilai rata-rata 0,425195 yang menandakan bahwa perusahaan non-keuangan di Indonesia periode tahun 2010-2016 memiliki tingkat rata-rata melakukan pengendalian hutang terhadap total aset sebesar 0,425195. Nilai maksimal menunjukkan nilai leverage perusahaan non-keuangan paling tinggi sebesar 1,000000 sedangkan nilai terendah 0,018000 menunjukkan nilai *leverage* pada perusahaan non-keuangan. Nilai standar deviasi atau ketimpangan sebesar 0,180075 menunjukkan rata-rata penyimpangan *leverage*.

Longterm Leverage memiliki nilai rata-rata 0,311022 yang menandakan bahwa perusahaan non-keuangan di Indonesia periode tahun 2010–2016 memiliki tingkat rata-rata melakukan pengendalian hutang jangka panjang terhadap total hutang sebesar 0,311022. Nilai maksimal menunjukkan nilai *Longterm leverage* perusahaan non-keuangan paling tinggi sebesar 6,318000 sedangkan nilai terendah 0,031000 menunjukkan nilai *long-term leverage* pada perusahaan non-keuangan. Nilai standar deviasi atau ketimpangan sebesar 0,335562 menunjukkan rata-rata penyimpangan *long-term leverage*.

Variabel kontrol pada penelitian ini menggunakan *Firm Size* (SIZE). Nilai rata-rata SIZE sebesar 29,10189 yang menunjukkan bahwa pada perusahaan non-keuangan yang tergolong sebagai perusahaan besar pada tahun 2010-2016 memiliki ukuran perusahaan yang dinilai berdasarkan kepemilikan nilai rata-rata aset sebesar 29,10189 nilai maksimal 34,78500 dan nilai minimal yaitu 23,11600 nilai standar deviasi 1,547105 yang menunjukkan rata-rata penyimpangan *firm size*.

Tabel 2. Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FCF	455	-22.70200	15.65400	0.021382	1.419955
DPS	455	-0.252315	10.33889	3.901959	1.739108
LEV	455	0.018000	1.000000	0.425195	0.180075
LTLEV	455	0.031000	6.318000	0.311022	0.335562
SIZE	455	23.11600	34.78500	29.10189	1.547105

Keterangan: Tabel ini mempresentasikan hasil uji statistik. Seluruh hasil dari masing-masing variabel adalah dalam bentuk satuan. Variabel dependen (FCF). Variabel Independen (DPS=Dividend Per Share, LEV=Leverage, LTLEV=Longterm Leverage). Variabel kontrol (SIZE)

Sumber: Output Olahan Eviews 9

Hasil Uji Model Eviews

Uji Chow

Berdasarkan tabel 3 besarnya probabilitas cross-section F pada H1 adalah sebesar 0,1522. Nilai probabilitas *cross-section* F tersebut >0,05. Hasil dari uji chow tersebut menunjukkan bahwa lebih tepat menggunakan model *common effect* dibandingkan dengan model *fixed effect*, maka selanjutnya akan dilakukan uji hausman.

Probabilitas *cross-section* F pada H2a adalah sebesar 0,2966. Nilai probabilitas *cross-section* F tersebut >0,05. Hasil dari uji chow tersebut menunjukkan bahwa lebih tepat menggunakan model *common effect* dibandingkan dengan model *fixed effect*, maka selanjutnya akan dilakukan uji hausman. Probabilitas *cross-section* F pada H2b adalah sebesar 0,1649. Nilai probabilitas *cross-section* F tersebut >0,05. Hasil dari uji chow tersebut menunjukkan bahwa lebih tepat menggunakan model *common effect* dibandingkan dengan model *fixed effect*, maka selanjutnya akan dilakukan uji hausman.

Tabel 3. Uji Chow

Hipotesis	Effect Test	Statistic	d.f	Prob.
H1	Cross-section F	1.217692	(55,334)	0.1522
H2a	Cross-section F	1.103850	(55,334)	0.2966
H2b	Cross-section F	1.205177	(55,334)	0.1649

Sumber: Output Olahan Eviews 9

Uji Hausman

Berdasarkan tabel 4 besarnya probabilitas *cross-section* random pada H1 adalah sebesar 0,0008. Nilai probabilitas *cross-section* random tersebut <0,05, maka hasil hausman test menunjukkan bahwa model *fixed effect* lebih tepat digunakan untuk model persamaan regresi pada hipotesis 1, maka selanjutnya akan dilakukan uji *langrange multiplier* (LM).

Besarnya probabilitas *cross-section random* pada H2a adalah sebesar 0,0023. Nilai probabilitas *cross-section random* tersebut <0,05, maka hasil hausman test menunjukkan bahwa model *fixed effect* lebih tepat digunakan untuk model persamaan regresi pada hipotesis 2a, maka langkah selanjutnya akan dilakukan uji *langrange multiplier* (LM).

Besarnya probabilitas *cross-section random* pada H2b adalah sebesar 0,0026. Nilai probabilitas *cross-section random* tersebut <0,05, maka hasil hausman test menunjukkan bahwa model *fixed effect* lebih tepat digunakan untuk model persamaan regresi pada hipotesis 2b, maka langkah selanjutnya akan dilakukan uji *langrange multiplier* (LM).

Tabel 4. Uji Hausman

Hipotesis	Test Summary	Chi-Sq.Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
H1	Cross-section Random	14.312857	2	0.0008
H2a	Cross-section Random	12.133297	2	0.0023
H2b	Cross-section Random	11.891305	2	0.0026

Sumber: Output Olahan Eviews 9

Uji Langrange Multiplier (LM)

Dari hasil tabel 5 pada hipotesis 1 menunjukkan nilai prob Breusch- Pagan (P-value=0,0000) lebih kecil dari $\alpha=0,05$ sehingga menolak H0 yang berarti model estimasi mengikuti *fixed effect* model.

Nilai prob Breusch-Pagan (P-value=0,0000) pada hipotesis 2a menunjukkan hasil yang lebih kecil dari $\alpha=0,05$ sehingga menolak H0 yang berarti model estimasi mengikuti *fixed effect* model.

Nilai prob Breusch-Pagan (P-value=0,0000) pada hipotesis 2b menunjukkan hasil yang lebih kecil dari

$\alpha=0,05$ sehingga menolak H0 yang berarti model estimasi mengikuti *fixed effect* model.

Tabel 5. Uji Langrange Multiplier

		Test Hypothesis		
		Cross-section	Time	Both
H1	Breusch-Pagan	32.55955 (0.0000)	10780.00 (0.0000)	10812.56 (0.0000)
H2a	Breusch-Pagan	32.65158 (0.0000)	10780.00 (0.0000)	10812.56 (0.0000)
H2b	Breusch-Pagan	32.43776 (0.0000)	10780.00 (0.0000)	10812.44 (0.0000)

Sumber: Output Olahan Eviews 9

Uji Asumsi Klasik

Uji Multikolinearitas

Berdasarkan hasil output tabel 6 terlihat bahwa tidak terdapat masalah multikolinearitas antara variabel independen karena nilai setiap variabel lebih kecil dari 0,8 (correlation <0,8).

Tabel 6. Hasil Uji Multikolinearitas

	DPS	LEV	LTLEV	SIZE
DPS	1.000000	-0.297191	-0.009297	0.385397
LEV	-0.297191	1.000000	-0.027364	0.048708
LTLEV	-0.009297	-0.027364	1.000000	0.121594
SIZE	0.385397	0.048708	0.121594	1.000000

Sumber: Output Olahan Eviews 9

Uji Heteroskedastisitas

Dari tabel 7 menunjukkan bahwa nilai Obs *R-Squared adalah 21,40840 sedangkan nilai probabilitas adalah 0,0916 > 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa data tidak mengalami masalah heteroskedastisitas.

Tabel 7. Hasil Uji Heteroskedastisitas

F-statistic	1.555614	Prob. F(14,377)	0.0893
Obs*R-squared	21.40840	Prob. Chi-Square(14)	0.0916
Scaled explained SS	52.55092	Prob. Chi-Square(14)	0.0000

Sumber: Output Olahan Eviews 9

Pengujian Hipotesis

Dividend Payout Ratio berpengaruh negatif terhadap Free Cash Flow (H1).

Pada tabel 8 hasil *fixed effect* pada H1a menunjukkan bahwa nilai *Adjusted R-squared* 0.188543 yang artinya

FCF dipengaruhi *Dividend Payout Ratio* (DPR) sebesar 18% dan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain. Untuk nilai Prob(F-statistic) sebesar 0,2842 yang artinya variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen karena $0,2842 > 0.05$. Nilai probabilitas pada variabel kontrol lebih besar dari nilai α ($0.1904 > 0.05$) hal ini mengartikan bahwa *firm size* tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap FCF.

Tabel 8. Hasil Uji Model Fixed Effect

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
C	0.192486	1.679901	0.0939
DPS?	0.003733	1.072626	0.2842
SIZE?	-0.005311	-1.312209	0.1904
R-squared	0.188543		

(H1)

Sumber: Output Olahan Eviews 9

Leverage berpengaruh negatif terhadap Free Cash Flow (H2a).

Pada tabel 9 hasil dari uji *fixed effect* menunjukkan nilai *Adjusted R-Squared* 0.204943 yang artinya variabel FCF dipengaruhi variabel *Leverage* (LEV) sebesar 20% dan sisanya dipengaruhi oleh variabel lain. Nilai Prob(F-statistic) 0.0000 yang artinya variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen karena $0.0000 < 0.05$. Pada nilai probabilitas LEV menunjukkan nilai 0.0048 sehingga dapat disimpulkan bahwa LEV berpengaruh terhadap *Free Cash Flow* karena $0.0048 < \text{nilai } \alpha$ (0.05). nilai probabilitas variabel kontrol yaitu *firm size* sebesar 0.3220 yang berarti *firm size* tidak berpengaruh signifikan terhadap *Free Cash Flow*.

Tabel 9. Hasil Uji Model Fixed Effect

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
C	0.196612	1.763732	0.0787
LEV?	-0.082171	-2.839703	0.0048
SIZE?	-0.003777	-0.991879	0.3220
R-squared	0.204943		

(H2a).

Sumber: Output Olahan Eviews 9

Longterm Leverage berpengaruh negatif terhadap Free Cash Flow (H2b).

Pada tabel 10 hasil uji *common effect* nilai *Adjusted*

R-squared 0.185774 yang berarti FCF dipengaruhi LTLEV sebesar 18% dan sisanya dipengaruhi variabel lain. Nilai Prob(F-statistic) 0.000000 yang mengartikan variabel independen berpengaruh terhadap variabel dependen karena $0.000000 < 0.05$. Pada nilai probabilitas LTLEV sebesar $0.9169 > \text{nilai } \alpha$ (0.05) menunjukkan bahwa *Longterm Leverage* (LTLEV) tidak berpengaruh terhadap FCF. Pada variabel kontrol *firm size* nilai probabilitas didapatkan sebesar 0.3032 yang artinya variabel *firm size* tidak berpengaruh terhadap FCF.

Tabel 10. Hasil Uji Model Fixed Effect

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
C	0.168245	1.492051	0.1366
LTLEV?	0.002937	0.104471	0.9169
SIZE?	-0.004025	-1.031121	0.3032
R-squared	0.185774		

(H2a)

Sumber: Output Olahan Eviews 9

Analisis Data

Dividend Payout Ratio berpengaruh negatif terhadap Free Cash Flow

$$FCF = 0.192486 + 0.003733 \text{ DPS} - 0.005311 \text{ SIZE} + e \dots \dots \dots (H1)$$

Persamaan di atas menunjukkan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Definisi dari persamaan tersebut adalah nilai rata-rata *Free Cash Flow* (FCF) sebesar 0.192486 akan meningkat sebesar 0.003733 jika variabel DPS naik sebesar satu satuan dengan asumsi variabel lain tetap, kemudian akan menurun sebesar 0.005311 jika variabel *size* mengalami penurunan sebesar satu satuan dengan asumsi variabel lain tetap.

Berdasarkan hasil uji hipotesis DPR atau *Dividend Payout Ratio* tidak berpengaruh terhadap *Free Cash Flow* (FCF) menunjukkan bahwa **H1 tidak terdukung**, artinya DPR atau pengungkapan *Dividend Payout Ratio* tidak berpengaruh terhadap FCF. Hasil penelitian Kadioglu dan Yilmaz (2017) a memberikan hasil yang berbeda yang menyatakan bahwa *dividend payout ratio* berpengaruh negatif terhadap *free cash*

flow. Tidak adanya pengaruh tersebut berarti besar tidaknya rasio pembayaran dividen tidak akan berdampak pada arus kas bebas perusahaan. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Lucyanda dan Lilyana (2012) yang menyatakan bahwa *dividend payout ratio* tidak berpengaruh terhadap *free cash flow*.

Leverage berpengaruh negatif terhadap Free Cash Flow

$$FCF = 0.196612 - 0.082171 LEV - 0.003777 SIZE + e.....(H2a)$$

Persamaan di atas menunjukkan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Definisi dari persamaan tersebut adalah nilai rata-rata *Free Cash Flow* sebesar 0.196612 akan menurun sebesar 0.082171 jika variabel LEV mengalami penurunan sebesar satu satuan dengan asumsi variabel lain tetap, kemudian menurun sebesar 0.003777 jika variabel *size* mengalami penurunan sebesar satu satuan dengan asumsi variabel lain tetap.

Berdasarkan hasil uji LEV atau *Leverage* mendapatkan hasil *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *Free Cash Flow* yang berarti **H2a terdukung**. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Khan, Kaleem dan Nazir (2012) yang menyatakan *leverage* berpengaruh negatif terhadap *free cash flow*. Adanya pengaruh tersebut berarti tingkat kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya akan berdampak pada arus kas bebas yang dimiliki perusahaan. Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Stulz (1990) yang menyatakan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap *free cash flow*.

Longterm Leverage berpengaruh negatif terhadap Free Cash Flow

$$FCF = 0.168245 + 0.00293 LTLEV - 0.004025 SIZE + e..... (H2b)$$

Persamaan di atas menunjukkan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Definisi dari

persamaan tersebut adalah nilai rata-rata FCF 0.168245 akan meningkat sebesar 0.00293 jika variabel LTLEV mengalami kenaikan sebesar satu satuan dengan asumsi variabel lain tetap, kemudian akan menurun sebesar 0.004025 jika variabel *size* mengalami penurunan sebesar satu satuan dengan asumsi variabel lain tetap.

Berdasarkan hasil uji hipotesis LTLEV atau *Longterm Leverage* mendapatkan hasil bahwa *Longterm Leverage* tidak berpengaruh terhadap *Free Cash Flow*. Hasil penelitian ini berbanding terbalik dengan penelitian Nozari (2016) yang menyatakan longterm leverage berpengaruh terhadap *free cash flow*. Tidak adanya pengaruh tersebut berarti tingkat kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya tidak akan berdampak pada arus kas bebas yang dimiliki perusahaan. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Jaggi dan Gul (1999) yang menyatakan bahwa *longterm leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap *free cash flow*. Berikut adalah tabel ringkasan hasil uji hipotesis penelitian pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2010-2016.

Tabel 11. Ringkasan Hasil Uji

No.	Hipotesis	Sig.	Kesimpulan
1.	H1	0.2842	Hipotesis tidak terdukung
2.	H2a	0.0048	Hipotesis terdukung
3.	H2b	0.9169	Hipotesis tidak terdukung

signifikan pada level 5% (α=0.05)

Hipotesis

Sumber: Output Olahan Eviews 9

4 Simpulan dan Saran

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. *Dividend Payout Ratio* tidak berpengaruh terhadap *Free Cash Flow*. Hal tersebut berarti besar kecilnya jumlah rasio pembayaran dividen tidak mempengaruhi jumlah arus kas bebas

- perusahaan.
2. *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *Free Cash Flow*. Hal tersebut menunjukkan bahwa tingkat kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya akan mempengaruhi arus kas bebas perusahaan.
 3. *Long-term Leverage* tidak berpengaruh terhadap *Free Cash Flow*. Hal tersebut menunjukkan bahwa tingkat kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya tidak mempengaruhi arus kas bebas perusahaan.

Implikasi

Penelitian ini dapat dijadikan bahan referensi atau tambahan informasi untuk penelitian selanjutnya yang meneliti tentang *free cash flow* (FCF). Penelitian ini juga dapat menjadi referensi bagi manajer dan investor agar nantinya perusahaan dapat mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban kas dimasa mendatang.

Keterbatasan dan Saran

Pada penelitian ini penulis menemukan beberapa keterbatasan yang kemungkinan berpengaruh pada hasil penelitian dan diharapkan dapat diperbaiki pada penelitian selanjutnya. Keterbatasan yang ditemukan pada penelitian ini yaitu, penelitian ini hanya menggunakan sampel perusahaan non-keuangan, periode waktu yang digunakan hanya 7 tahun (2010 – 2016). Terdapat data yang bersifat outlier.

Berdasarkan keterbatasan pada penelitian yang disebutkan di atas, terdapat implikasi dan saran untuk penelitian selanjutnya yaitu:

1. Penelitian selanjutnya dapat memperluas ruang lingkup penelitian yaitu dengan menambahkan sampel penelitian dan tidak hanya meneliti perusahaan non-keuangan saja.
2. Menambah sektor industri lainnya, tidak hanya meneliti perusahaan non-keuangan saja.
3. Menggunakan pengujian selain yang digunakan pada penelitian agar mendapatkan hasil yang lebih baik.
4. Menambah variabel lain seperti profitabilitas yang diukur dengan ROCE, ROA, dan ROI.

Daftar Pustaka

- Atmaja, L. S. (2008). *Teori & Praktik Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: ANDI Yogyakarta.
- Basuki, A. T., & Prawoto, N. (2016). *Analisis Regresi dalam Penelitian Ekonomi & Bisnis (dilengkapi aplikasi SPSS & Eviews)*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Brush, T. H., Bromiley, P., & Hendrickx, M. (2000). The Free Cash Flow Hypothesis For Sales Growth and Firm Performance. *Strategic Management Journal*, 455-472.
- Christie, A. A., & Zimmerman, J. L. (1991). Efficient vs. Opportunistic Choice of Accounting Procedures: Corporate Control Contests. *The Accounting Review*, 539-566.
- Fatma, B. M., & Chichti, J. (2011). Interactions between Free Cash Flow, Debt Policy and Structure of Governance: Three Stage Least Square Simultaneous Model Approach. *Journal of Management Research*, 3, 1-34.
- Ghozali, I. (2012). *Aplikasi Multivariate dengan Program IBM SPSS 20*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, L. J. (2006). *Principal Managerial Finance* (10 ed.). New York: Addison Wesley.
- Gujarati, D. N. (2012). *Dasar Dasar Ekonometrika*. Jakarta: Salemba Empat.
- Hartono, J. (2014). *Metodologi Penelitian Bisnis Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman* (6 ed.). Yogyakarta: BPFY Yogyakarta.
- Jaggi, B., & Gul, F. (1999). An Analysis of Joint Effects on Investment Opportunity Set, Free Cash Flows and Size on Corporate Debt Policy. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 12, 371-381.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *The American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M. C. (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit and Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial*

- Economics, 305-360.
- Kadioglu, E., & Yilmaz, E. A. (2017). Is the Free Cash Flow Hypothesis Valid in Turkey? *Borsa Istanbul Review*, 111-116.
- Khan, A., Kaleem, A., & Nazir, M. S. (2012). Impact of Financial Leverage on Agency Cost of Free Cash Flow: Evidence from the Manufacturing Sector of Pakistan. *Journal of Basic and Applied*, 6694-6700.
- Lucyanda, J., & Lilyana. (2012). Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 4(2), 129-138.
- McKnight, P. J., & Weir, C. (2009). Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies: A Panel Data Analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 139-158.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review* Vol. 48, No. 3, 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1961). Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares. *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, 411-433.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 3, 433-443.
- Nozari, A. (2016). The Impact of Financial Leverage on Agency Cost of Free Cash Flows in Listed Manufacturing Firms of Tehran Stock Exchange . *The Turkish Online Journal of Design, Art and Communication*, 2137-2144.
- Park, K., & Jang, S. (2014). Capital Structure, Free Cash Flow, Diversification and Firm Performance: A Holistic Analysis. *International Journal of Hospitality Management*, 51-63.
- Puasanti, A. (2013). Pengaruh Ukuran Perusahaan, Umur Perusahaan, Konsentrasi Kepemilikan, Komisaris Independen, dan Laverage terhadap Tingkat Pengungkapan Modal Intelektual. Skripsi Universitas Negeri Semarang.
- Richardson, S. (2006). Over Investment of Free Cash Flow. *Review of Accounting Studies*, 11, 159-189.
- Sawir, A. (2005). Analisis Kinerja Keuangan dan Perencanaan Keuangan Perusahaan. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies. *Journal of Financial Economics* , 3-27.
- Winarno, W. W. (2015). Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews (4 ed.). Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Wu, L. (2004). The Impact of Ownership Structure on Debt Financing of Japanese Firms With the agency cost of Free Cash Flow. *Department of Economics and Finance*, 1-39.