ANALISIS KEBIJAKAN PENDANAAN, KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN ALIRAN KAS BEBAS TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN NON MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA (BEI)

Yulia Efni

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Riau
Kampus Bina Widya Km. 12,5 Simpang Baru – Pekanbaru 28293

ABSTRAKSI

Penelitian ini bertujuan menganalisis kebijakan pendanaan, kepemilikan manajerial dan aliran kas terhadap penentuan kebijakan deviden pada perusahaan Non Manufaktur . Berdasarkan hasil regresi linear berganda dan pengujian hipotesis maka secara simultan kebijakan pendanaan, kepemilikan manajerial dan alirankan bebas mempunyai kontribusi secara bersama terhadap penetapan kebijakan deviden. Secara parsial variable kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang paling signifikan dalam penentuan kebijakan deviden, sedangkan kebijakan pendanaan (hutang) juga signifikan terhadap kebijakan deviden dan alirankas bebas tidak mempunyai pengaruh yang signifikan.

PENDAHULUAN

Tujuan perusahaan adalah untuk dapat meningkatkan kemakmuran pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Hal ini sejalan dengan tujuan investor untuk meningkatkan kesejahteraannya dengan mengharapkan return dalam bentuk dividen maupun *capital gain*. Di lain pihak, perusahaan juga mengharapkan adanya pertumbuhan secara terus menerus untuk mempertahankan kelangsungan hidup perusahaannya, yang sekaligus juga harus memberikan kesejahteraan yang lebih besar kepada para pemegang sahamnya. Kedua hal tersebut menjadikan perusahaan perlu menerapkan kebijakan dividen yang menguntungkan baik investor maupun perusahaan.

Kebijakan dividen menyangkutan dengan penentuan pembagian pendapatan (earning) antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan di dalam perusahaan, yang berarti pendapatan tersebut harus ditahan di dalam perusahaan (**Riyanto; 1995 : 265**) atau dengan kata lain kebijakan dividen merupakan kebijakan dalam menentukan penggunaan laba yang diperoleh perusahaan, yaitu apakah laba tersebut akan dibagikan kepada investor sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk tujuan reinvestasi di masa yang akan datang. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen maka laba yang ditahan perusahaan akan berkurang yang berarti juga akan mengurangi sumber dana internal perusahaan, namun di lain pihak hal tersebut akan meningkatkan kesejahteraan investor. Hal ini timbul karena adanya perbedaan kepentingan antara investor dengan perusahaan yang sering disebut dengan *agency problem*.
Agency problem yang terjadi antara pihak manajemen perusahaan dengan para investor dapat diminimalkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat menyeimbangkan antara kepentingan manajemen perusahaan dengan kepentingan investor dalam perusahaan.

Menurut (**Pradessya; 2006**), bahwa ada beberapa alternatif untuk mengurangi konflik kepentingan (*agency problem*) dan biaya keagenan (*agency cost*), yaitu antara lain:
1. Meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen.

2. Meningkatkan rasio deviden terhadap laba bersih atau *dividend payout ratio*, dengan demikian akan memperkecil jumlah aliran kas bebas atau *free cash flow* sehingga manajemen harus mencari sumber dana eksternal untuk pembiayaan investasi.
3. Meningkatkan pendanaan dengan utang. Peningkatan utang akan menurunkan skala konflik antara pemegang saham dan manajemen. Apabila perusahaan memerlukan kredit, maka harus siap untuk dievaluasi dan dimonitor oleh pihak eksternal dan akan mengurangi konflik antara manajemen dengan pemegang saham. Disamping itu, utang juga dapat mengurangi kelebihan aliran kas atau *excess cash flows* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen.

Konflik kepentingan terjadi jika keputusan manajer hanya akan memaksimalkan kepentingannya dan tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Keputusan dan aktivitas manajer yang memiliki saham perusahaan tentu akan berbeda dengan manajer yang murni sebagai manajer. Manajer yang memiliki saham perusahaan berarti manajer tersebut sekaligus adalah pemegang saham. Manajer yang memiliki saham perusahaan tentunya akan menyelaraskan kepentingannnya dengan kepentingan sebagai pemegang saham. Sementara manajer yang tidak memiliki saham perusahaan, ada kemungkinan hanya mementingkan kepentingannya sendiri. Kepemilikan saham perusahaan oleh manajer disebut dengan kepemilikan manajerial (*manajerial ownership*).

Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan prusahaan. Kepemilikan manajerial dapat mempengaruhi keputusan pencarian dana melalui hutang dan dana tersebut dapat dipergunakan oleh perusahaan untuk melakukan re-investasi di masa yang akan datang.

Kebijakan investasi berhubungan dengan pendanaan apabila investasi sebagian besar didanai dengan *internal equity* maka akan mempengaruhi besarnya deviden yang dibagikan. Semakin besar investasi maka semakin berkurang deviden yang dibagikan. Dan apabila dana *internal equity* kurang mencukupi dari dana yang dibutuhkan untuk investasi maka bisa dipenuhi dari dana external khususnya dari utang. Perusahaan yang cenderung menggunakan sumber dana eksternal untuk mendanai tambahan investasi akan membagikan deviden yang lebih besar.
Jika pendanaan diperoleh melalui hutang berarti rasio hutang terhadap *equity* akan meningkat, sehingga akhirnya akan meningkatkan risiko. Beberapa investor mempunyai pandangan bahwa semakin tinggi tingkat risiko perusahaan akan semakin tinggi pula tingkat profitabilitas yang diharapkan sebagai hasil dari risiko terebut. Jika *dividen payout ratio* dibayarkan terlalu tinggi maka akan mengakibatkan *free cash flow* pada perusahaan akan menjadi kecil sehingga dana cadangan perusahaan untuk melakukan ekspansi akan berkurang. Investor beranggapan bahwa dividen yang akan diterima pada saat ini lebih menguntungkan dari pada *capital gain* maupun *capital loss* yang diterima pada masa yang akan datang, karena para investor tersebut tidak berani untuk berspekulasi, oleh sebab itu mereka lebih menyukai dividen. Disamping itu stabilitas dividen yang dibayarkan juga akan mengurangi ketidakpastian dari profitabilitas perusahaan, sehingga stabilitas dividen juga merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan oleh manajemen perusahaan. Selain itu keputusan kebijakan pembayaran dividen juga merupakan hal yang sangat penting, karena menyangkut apakah arus kas (*cash Flow*) yang diperoleh oleh perusahaan akan dibagikan kepada para investor atau akan di tahan untuk dana cadangan perusahaan.

Kebijakan dividen suatu perusahaan memiliki dua karakteristik. Pertama adalah rasio pembayaran dividen (*dividen payout ratio*) yang menunjukan berapa bagian pendapatan perusahaan yang dibayarkan sebagai dividen. Karakteristik kedua adalah *stabilitas* dividen dari waktu ke waktu. (**Martin, dkk; 1999 : 441**). Dalam kaitannya dengan pendapatan dividen, para investor pada umumnya

menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil. Stabilitas dividen akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan. Karena akan mengurangi ketidakpastian investor dalam menanamkan dananya. Keputusan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada para investor disebut kebijakan dividen (*dividend policy*). Di sisi lain perusahaan dihadapkan dalam berbagai macam kebijakan, antara lain : perlunya menahan sebagian laba untuk re-investasi yang mungkin lebih menguntungkan, kebutuhan dana perusahaan, likuiditas perusahaan, sifat pemegang saham, target tertentu yang berhubungan dengan rasio pembayaran dividen dan faktor lain yang berhubungan dengan kebijakan dividen. Oleh karena itu, dalam menentukan kebijakan dividen perusahaan perlu mempertimbangkan berbagai faktor yang dapat mempengaruhinya.

Penelitian tentang kebijakan dividen telah banyak dilakukan, diantaranya **Nuringsih (2005)**, meneliti tentang pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan Hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa ; 1). Variabel kepemilikan manajerial tidak membuktikan pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen; 2). Variabel kebijakan hutang membuktikan pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen; 3). Variabel ROA membuktikan pengaruh negatif terhadap kebijakan hutang; 4). Variabel ukuran perusahaan membuktikan pengaruh positf terhadap kebijakan dividen tetapi tidak signifikan.

Pradessya (2006), meneliti tentang pengaruh *insider ownership, dispersion of ownership, free cash flow, collaterizable assets* dan tingkat pertumbuhan terhadap kebijakan dividen, dengan menggunakan 18 sampel perusahaan yang terdaftar di BEJ periode 1999 – 2003. Penelitian tersebut menemukan bahwa : 1). *Insider ownership* mempunyai pengaruh signifikan positif terhadap *dividen payout ratio* (DPR); 2). *Dispersion* tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR; 3). *Free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap DPR; 4). *Collaterizable assets* berpengaruh signifikan terhadap DPR; 5). Growth berpengaruh negatif signifikan terhadap DPR.

Prihantoro (2003), meneliti estimasi pengaruh *dividend payout ratio* pada perusahaan publik di indonesia, dengan menggunakan sampel sebanyak 148 perusahaan. Penelitian tersebut menemukan bahwa: aset posisi kas, rasio hatang dan modal, dan *debt to equty ratio* (DER) memberikan pengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Pada table 1 berikut dapat dilihat perkembangan rasio pembayaran deviden.

Tabel 1 : Data tentang rasio pembayaran dividen (dalam persentase)

No.	Nama Perusahaan	Tahun				
		2004	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**
1	PT. Bank Central Asia Tbk.	30,77	30,82	33,43	17,58	26,83
2	PT. Berlian Laju Tanker Tbk.	25,56	12,89	13,80	27,40	13,39
3	PT. Pembangunan Jaya Ancol Tbk.	36,16	78,39	39,93	39,75	42,59
4	PT. Perusahaan Gan Negara (Persero) Tbk.	1,85	52,78	49,97	81,24	124,04
5	PT. Ramayana Lestari Sentosa Tbk.	67,36	51,17	49,72	42,36	65,61
6	PT. Summarecon Agung Tbk.	19,08	19,51	21,30	22,11	37,25
7	PT. Tambang Batubara Bukit Asam Tbk.	43,72	50,32	50,00	31,94	22,26
8	PT. Trimegah Securities Tbk.	37,74	50,82	48,19	45,77	132,56
	Rata-rata	**32,78**	**43,34**	**38,29**	**38,52**	**58,07**

Sumber data : PIPM Riau dan BEI

Dari tabel 1 tersebut terlihat bahwa rata-rata DPR tahun 2004 sebesar 32,78 %, kemudian pada tahun 2005 rata-rata DPR mengalami kenaikan menjadi sebesar 43,34 %. Pada tahun 2006 rata-rata DPR mengalami penurunan menjadi sebesar 38,29 %, kemudian pada tahun 2007 rata-rata DPR mengalami kenaikan menjadi sebesar 38,52 % dan pada tahun 2008 rata-rata DPR mengalami kenaikan lagi menjadi sebesar 58,07 %.

A. Kebijakan Dividen

1. Pengertian Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan mengenai apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan dalam bentuk dividen kepada para investor atau akan ditahan untuk dana cadangan guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) menentukan jumlah laba dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. (**Martono dan Harjito; 2005 : 253**).

Menurut (**Syamsuddin ; 2001 : 32**) dividen adalah merupakan pembayaran yang diberikan kepada pemilik perusahaan atau pemegang saham atas modal yang mereka tanamkan di dalam perusahaan. Sedangkan menurut (**Halim; 2007 : 96**) menyatakan bahwa kebijakan dividen mencakup keputusan mengenai apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagiakan kepada pemegang saham atau akan ditahan untuk reinvestasi dalam perusahaan.

Kebijakan deviden menyangkut masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham, dan laba tersebut bisa dibagi sebagai deviden atau laba yang ditahan untuk diinvestasikan kembali (**Husnan; 1996:381**)

Berdasarkan pendapat tersebut, maka kebijakan dividen dapat didefenisikan sebagai pembagain laba perusahaan kepada para investor yang nilainya tergantung dari kebijakan perusahaan yang bersangkutan, yang dapat mengakibatkan berkurangnya laba ditahan untuk perusahaan.

Dividen kepada pemegang saham dapat dibagikan dalam bentuk: **(Kieso &Weygant; 2002:358)**

1. Dividen tunai (*Cash Dividend*)
2. Dividen property (*Property Dividend*)
3. Dividen skrip (*Scrip Dividend*)
4. Dividen likuidasi
5. Dividen saham

Salah satu komponen yang terpenting dalam kebijakan dividen adalah ratio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*), yang menunjukan jumlah dividen per lembar saham (*dividend per share/DPS*) relatif terhadap pendapatan per saham (*earning per share/EPS*).

2. Macam-macam kebijakan dividen

Menurut (**Riyanto; 1995 : 269-272**) ada macam-macam kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan yaitu antara lain sebagai berikut:

1. Kebijakan dividen yang stabil

2. Kebijakan dividen dengan penetapan jumlah dividen minimal plus jumlah ekstra tertentu.
3. Kebijakan dividen dengan penetapan dividen payout ratio yang konstan.
4. Kebijakan dividen yang fleksibel.

Kebijakan dividen yang stabil banyak dilakukan oleh perusahaan-perusahaan, karena investor lebih menyukai dividen yang stabil. Tetapi tergantung kebijakan masing-masing perusahaan itu sendiri kebijakan dividen yang mana yang harus diambil. Maka dari itu diperlukan kebijakan dividen yang optimal yang artinya suatu kebijakan yang menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa mendatang sehingga memaksimalkan harga saham**. (Weston dan Brigham; 1989: 198)**

3. Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Menurut (**Weston dan Copeland; 1996 : 98 - 101**) kebijakan dividen dipengaruhi oleh :
1. Undang-undang
2. Posisi likuiditas
3. Kebutuhan untuk melunaskan hutang
4. Larangan dalam perjanjian hutang
5. Tingkat ekspansi aktiva
6. Tingkat laba
7. Stabilitas laba
8. Peluang ke pasar modal
9. Kendali (*control*)
10. Posisi pemegang saham sebagai pembayar pajak
11. Pajak atas laba yang diakumulasikan secara salah

B. Teori-teori Kebijakan Dividen

1. Teori ketidakrelevanan dividen

Menurut (**Weston dan Brigham; 1989 : 198**) mengatakan bahwa teori ketidakrelevanan dividen adalah teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Teori ketidakrelevanan dividen ini dikemukakan oleh Modigliani-Miller. Modigliani-Miller berpendapat bahwa di dalam kondisi bahwa keputusan investasi yang given, pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Nilai perusahaan ditentukan oleh *earning power* dari asset perusahaan, karena itu nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi sedangkan keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk dividen atau akan ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Teori ketidakrelevanan dividen merupakan teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan maupun baiya modalnya. (**Brigham dan Houston; 2001 : 66**)

2. Teori bird-in-the-hand

Argumen ini mengatkan bahwa pembayaran dividen mengurangi ketidakpastian, yang berarti mengurangi risiko, yang pada giliran selanjutnya mengurangi tingkat keuntungan yang disyaraktkan oleh pemegang saham (ks, atau biaya modal saham) (**Hanafi; 2005 : 366**). Myron Gordon dan John Lintner berpendapat bahwa ks akan naik apabila pembagian dividen dikurangi, karena para investor

lebih yakin terhadap penerimaan dari pembagian dividen daripada kenaikan nilai modal (*capital gains*) yang akan dihasilkan dari laba ditahan. Gordon dan Lintner mengatakan bahwa sesungguhnya investor jauh lebih menghargai uang yang diharapkan dari dividen daripada uang yang diharapkan dari kenaikan nilai modal karena komponen hasil dividen, D_1/P_o, risikonya lebih kecil daripada komponen g dalam persamaan total laba yang diharapkan, $k_s = D_1/P_o + g$.

Namun, pendapat mereka dibantah oleh MM yang dinamakan dengan kekeliruan *Bird-in-the-Hand*. Karena, menurut pandangan MM, kebijakan investor merencanakan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka dalam saham perusahaan yang bersangkutan. **(Brigham dan Houston; 2001:67)**

3. Teori preferensi pajak

Ada tiga alasan yang berkaitan dengan pajak untuk beranggapan bahwa investor lebih menyukai pembagian dividen yang rendah daripada yang tinggi : **(Brigham dan Houston; 2001:67)**

a. Bahwa keuntungan modal dikenakan pajak, begitu juga dengan pendapatan dividen. Oleh karena itu, investor lebih suka apabila perusahaan menahan dan menanamkan kembali laba yang diperoleh kedalam perusahaan.
b. Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai saham terjual. Karena adanya efek nilai waktu, besarnya pajak yang banyak dimasa mendatang mempunyai biaya efektif yang lebih rendah daripada biaya pajak yang dibayarkan hari ini.
c. Apabila selembar saham yang dimiliki seseorang sampai ia meninggal, maka tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang, dengan demikian akan menghindarkan pemegang saham dari pajak keuntungan modal.

4. Teori signaling hipotesis

Ada bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya pernurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen dari pada *capital gains*.

Tapi Modigliani dan Miller berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas biasanya merupakan suatu "sinyal" kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah keanaikan normal (biasanya) diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit di masa yang akan datang.

5. Teori clientele effect

Menurut (**Weston dan Brigham; 1989 : 203**) mengatakan bahwa *clintele effect* ialah kecendrungan perusahaan untuk manarik jenis investor yang menyukai kebijakan dividennya. Teori ini menyatakan bahwa kelompok (clientele) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu Dividend payout Ratio yang tinggi. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan.

HIPOTESIS

Berdasarkan latar belakang dan telaah pustaka, maka penulis menggunakan hipotesis sebagai berikut:

H_1 : Diduga bahwa KebijakanPendanaan, Kepemilikan Manajerial dan *Free Cash Flow* mempunyai kontribususi secara bersama terhadap penentuan kebijakan deviden.

H_2 : Diduga bahwa Faktor Kebijakan Hutang mempunyai kontribusi terhadap penentuan kebijakan deviden

C. Populasi dan sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2004 - 2008. Berdasarkan data dari PIPM Riau tercatat 393 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Yang menjadi sampel sebanyak 8 perusahaan dengan criteria sebagai berikut :

1. Perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2004-2008.
2. Perusahaan nonmanufaktur yang terdaftar di BEI yang telah menyampaikan laporan keuangan secara rutin dari tahun 2004 sampai dengan tahun 2008.
3. Perusahaan nonmanufaktur yang membagikan dividen selama lima tahun berturut-turut dari tahun 2004 sampai dengan tahun 2008.
4. Perusahaan nonmanufaktur yang mempunyai persentase kepemilikan manajerial dari tahun 2004 sampai dengan tahun 2008.

D. Analisa data

Untuk penelitian ini, penulis akan menggunakan teknik analisis data secara statistik dengan menggunakan regresi berganda. Analisis linear berganda digunakan untuk mengukur pengaruh antara lebih dari satu variabel bebas terhadap variabel terikat dan dapat dinyatakan dengan fungsi persamaan linier sebagai berikut:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + e$$

Dimana:

Y = Kebijakan Dividen / *Dividen Payout Ratio* (DPR)
X_1 = Kebijakan Hutang / *Debt Ratio* (DR)
X_2 = Kepemilikan Manajerial / MOWN
X_3 = *Free Cash Flow* (FCF)
β_0 = Konstanta
$\beta_1, \beta_2, \beta_3$, = Koefisien Regresi
e = Kesalahan random

HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Koefisien Determinasi

Pada tabel 14 tersebut dapat dilihat bahwa hasil R Square adalah sebesar 0,345 atau 34,5 %. Ini berarti bahwa 34,5 % Variasi variabel kebijakan dividen yang dapat dijelaskan oleh variabel kebijakan hutang, kepemilikan manajerial (*manajerial ownership*) dan *free cash flow*, sedangkan 65,5% dipengaruhi oleh variabel lain.

Tabel 14 : Data Rekapitulasi koefisien Determinasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square
1	.587[a]	.345	.285

a. Predictors: (Constant), FCF, MOWN, DR

b. Dependent Variable: Y2

Sumber : Data Olahan SPSS versi 16

2. Koefisien Regresi

Tabel 15 : Hasil Analisis Regresi dengan Metode Enter

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	10.838	1.738		6.237	.000		
	DR	-8.005E-8	.000	-.390	-2.366	.024	.729	1.371
	MOWN	1.286E-6	.000	.386	2.642	.013	.928	1.077
	FCF	1.131E-15	.000	.085	.525	.603	.761	1.314

a. Dependent Variable: Y2

Sumber : Data Olahan SPSS versi 16

Ln Y = -0,390 DR + 0,386 MOWN + 0,085 FCF

Dari persamaan linear berganda dapat dijelaskan :

- Koefisien regresi untuk *debt ratio* (DR) sebesar -0,390 artinya bahwa setiap perubahan satu satuan ratio keuangan (DR) maka DPR akan mengalami penurunan sebesar 0,390 kali. Dalam hal ini faktor lain yang mempengaruhi DPR dianggap tetap.
- Koefisien regresi untuk *manajerial ownership* (MOWN) sebesar 0,386 artinya bahwa setiap perubahan satu satuan ratio keuangan (MOWN) maka DPR akan mengalami kenaikan sebesar 0,386 kali. Dalam hal ini faktor lain yang mempengaruhi DPR dianggap tetap.
- Koefisien regresi untuk *free cash flow* (FCF) sebesar 0,085 artinya bahwa setiap perubahan satu satuan ratio keuangan maka DPR akan mengalami kenaikan sebesar 0,085 kali. Dalam hal ini faktor lain yang mempengaruhi DPR dianggap tetap.

Dari model tersebut dapat dilihat bahwa dari ketiga variabel hanya 2 variabel yang signifikan yaitu variabel DR dengn tingkat signifikan sebesar 0,024 dan variabel MOWN dengan tingkat signifikan sebesar 0,013. Sedangkan variabel FCF tidak mengalami signifikan.

Dari persamaan tersebut juga menunjukan bahwa adanya pengaruh yang positif dan pengaruh yang negatif. Dimana pengaruh yang positif adalah *manajerial ownership* dan *free cash flow*, sedangkan yang memiliki pengaruh yang negatif adalah debt ratio.

Untuk melakukan pembuktian secara kuantitatif tentang berpengaruhnya secara signifikan faktor kebijakan hutang, kepemilikan manajerial dan free cash flow dalam menentukan kebijakan dividen antara lain dengan melakukan pengujian hipotesis. Dalam hal ini dapat dilakukan dengan pengujian uji F dan uji t.

1. Uji Simultan (Uji F)

Untuk mengetahui apakah variabel independen (DR, MOWN, dan FCF) secara bersama-sama berpengaruh terhadap variabel dependen (DPR) dapat diketahui dengan unti F.

Dari tabel 16 tersebut dapat ditarik kesimpulan bahwa F_{hitung} sebesar 5,795 dan F_{tabel} (0,05;3;33) sebesar 2,89. Dengan demikian $F_{hitung} > F_{tabel}$ maka H_o ditolak dan **H_1 diterima**, yang berarti bahwa secara bersama-sama variabel kebijakan hutang, kepemilikan manajerial dan *free cash flow* berpengaruh signifikan secara simultan terhadap kebijakan dividen

Tabel 16 : Hasil Uji Simultan (Uji F)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	.000	3	.000	5.795	.003[a]
	Residual	.000	33	.000		
	Total	.000	36			

a. Predictors: (Constant), FCF, MOWN, DR

b. Dependent Variable: Y2

Sumber : Data Olahan SPSS versi 16

2. Uji Parsial (Uji t)

Uji parsial atau uji t dilakukan untuk mengetahui pengaruh masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat, yaitu antara *debt ratio* terhadap *dividend payout ratio, manajerial ownership* terhadap *dividend payout ratio* dan *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio.* Pengujian ini dilakukan untuk menjawab H_2.

Untuk melakukan uji t maka dirumuskan hipotesis statistik sebagai berikut :

- Jika $-t_{tabel\alpha/2} > t_{hitung} > t_{tabel\alpha/2}$, maka H_0 ditolak dan H_a diterima yang berarti bahwa variabel bebas (independen) secara individu memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel terikat (dependen)
- Jika $-t_{tabel\alpha/2} < t_{hitung} < t_{tabel\alpha/2}$, maka H_0 diterima dan H_a ditolak yang berarti bahwa variabel bebas (independen) secara individu tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel terikat (dependen)

Dalam pengujian ini penulis menggunakan taraf nyata sebesar 0,025 atau 2,5% karena *two-tail*. Berikut merupakan tabel hasil uji parsial (uji t) dengan menggunakan bantuan program SPSS :

Tabel 17 : Hasil Uji Parsial (Uji t)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	10.838	1.738		6.237	.000		
	DR	-8.005E-8	.000	-.390	-2.366	.024	.729	1.371
	MOWN	1.286E-6	.000	.386	2.642	.013	.928	1.077
	FCF	1.131E-15	.000	.085	.525	.603	.761	1.314

a. Dependent Variable: Y2

Sumber : Data Olahan SPSS versi 16

Dari hasil tabel 17 tersebut, dapat dijelaskan hasil uji parsial untuk masing-masing variabel sebagai berikut :

Dari tabel 17 tersebut dapat dilihat bahwa nilai t hitung untuk *debt ratio* adalah sebesar -2,366 sedangkan nilai t_{tabel} (0,025;33) adalah sebesar -2,348. Berarti dalam hal ini - $t_{tabel\alpha/2} > t_{hitung} > t_{tabel\alpha/2}$, maka H_0 ditolak dan H_a diterima yang berarti bahwa *debt ratio* berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Sedang pengujian parsial untuk *manajerial ownership* Dari tabel 17 tersebut dapat dilihat bahwa nilai t hitung untuk *manajerial owmnership* adalah sebesar 2,642 sedangkan nilai t_{tabel} adalah sebesar 2,348. Berarti dalam hal ini - $t_{tabel\alpha/2} > t_{hitung} > t_{tabel\alpha/2}$, maka H_0 ditolak dan H_a diterima yang berarti bahwa *manajerial owmnership* berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Pengujian parsial terhadap *free cash flow*dapat dilihat bahwa nilai t hitung untuk *free cash flow* adalah sebesar 0,525 sedangkan nilai t_{tabel} adalah sebesar 2,348. Berarti dalam hal ini - $t_{tabel\alpha/2} < t_{hitung} < t_{tabel\alpha/2}$, maka H_0 diterima dan H_a ditolak yang berarti bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Berdasarkan tabel 17 tersebut, dapat dilihat bahwa variabel yang paling utama atau dominan dalam menentukan kebijakan dividen (DPR) adalah variabel kepemilikan manajerial (*manajerial ownership*), karena *manajerial ownership* mempunyai nilai koefisien beta yang paling besar dari variabel yang lainnya yaitu sebesar 0,386. Kepemilikan manajerial dapat dikatakan paling dominan karena manajer merasa mempunyai tanggung jawab untuk meningkatkan kemakmuran para pemegang saham dan manajer dapat mengambil keputusan mengenai besarnya dividen yang akan dibagikan kepada para investor sebelum manajer mengajukannya pada RUPS. Sehingga jika persentase kepemilikan manajerial suatu perusahaan tinggi maka kecendrungan akan pembayaran dividen juga akan tinggi,

begitu juga sebaliknya, jika persentase kepemilikan manajerial suatu perusahaan rendah maka kecendrungan akan pembayaran dividen juga akan rendah.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian, maka penulis dapat mengambil kesimpulan sebagai berikut :

1. Variabel *debt ratio, manajerial ownership* dan *free cash flow* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel *devidend payout ratio* pada perusahaan nonmanufaktur yang terdaftar di BEJ tahun 2004-2008. Nilai R^2 atau nilai koefisien determinasi adalah sebesar 34,58%. Hal ini berarti 34,5% variasi *devidend payout ratio* bisa dijelaskan oleh variasi dari ketiga variabel bebas sedangkan sisanya sebesar 65,5% dijelaskan oleh faktor-faktor lain diluar model.
2. Variabel *debt ratio* (X1) berpengaruh signifikan terhadap DPR dan menunjukan bahwa DR berhubungan negatif dengan DPR, yang artinya bahwa semakin besar *debt ratio*, semakin kecil DPR dan sebaliknya, semakin kecil *debt ratio* semakin besar DPR.
3. Variabel *manajerial ownership* (X2) berpengaruh signifikan terhadap DPR dan menunjukan bahwa MOWN berhubungan positif dengan DPR, yang artinya bahwa semakin besar *manajerial ownership,* semakin besar juga DPR dan sebaliknya, semakin kecil *manajerial ownership* semakin kecil pula DPR.
4. Variabel *free cash flow* (X3) tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR. Namun begitu, hasil penelitian menunjukkan bahwa FCF berhubungan positif dengan DPR. Semakin besar FCF, semakin besar DPR dan sebaliknya, semakin kecil FCF, semakin kecil DPR, karena semakin besar *free cash flow* yang dimiliki perusahaan maka manajemen akan mendapat tekanan yang besar dari para pemegang saham untuk membagikan deviden.

DAFTAR PUSTAKA

Algifari. 2000. *Analisi Regresi, Teori, Kasus, dan Solusi*. Edisi 2. Yogyakarta : STIE YKPN.

Astitu, Dewi. 2002. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta : Ghalia Indonesia.

Brigham, F. Eugene dan Houston, F. Joel. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan. Buku II. Jakarta : Erlangga.

Brigham, F. Eugene dan Houston, F. Joel. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 10. Buku 2. Jakarta : Salemba Empat.

Christiawan, Jogi Yulius dan Tarigan, Josua. 2007. *Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan*. Surabaya : Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Petra. Jurnal Akuntansi dan Keuangan, vol. 9, no. 1.

Ghozali, Imam. 2005**.** *Aplikasi Multivariate dengan Program SPSS.* Semarang: Universitas Diponegoro

Halim, Abdul. 2007. *Manajemen Keuangan Bisnis*. Bogor : Ghalia Indonesia.

Hanafi, M. Mamduh. 2005. *Manajemen Keuangan*. Edisi 2004/2005. Yogyakarta BPfe-Yogyakarta.

Husnan, Suad. 1996. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE

Kieso, E Donald. dan Jerry. J Weygant. 2002. *Akuntansi Intermediate*. Edisi10. Jakarta: Erlangga.

Mahadwartha, Anom Putu. 2002. *Interdependensi Antara Kebijakan Leverage dengan Kebijakan Dividen : Perspektif Teori Keagenan*. Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen dan Ekonomi 2 No. 2. Yogyakarta : Universitas Gaajah Mada.

Nuringsih, Kartika. 2005. *Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, ROA dan Ukuran Perusahaan Terhadap kebijakan Dividen : Studi 1995-1996*. Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia. Juli-Desember 2005. Jakarta : Universitas Tarumanegara.

Pradessya, Pandu. 2006. *Pengaruh Insider Ownership, Dispersion Of Ownership,*

Free Cash Flow, Collaterizable Assets Dan Tingkat Pertumbuhan Terhadap Kebijakan Dividen. Yogyakarta : Fakultas Ekonomi Universita Islam Indonesia.

Prihantoro. 2003. *Estimasi Pengaruh Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Publik Di Indonesia*. Jurnal ekonomi dan Bisnis No. 1, Jilid 8. Fakultas Ekonomi Universitas Gunadarma.

Riyanto, Bambang. 1995. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Edisi keempat Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.

Syamsuddin, Lukman. 2001. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Edisi Baru. Jakarta : PT. Grafindo Persada.

Van Horne, James C dan Wachowicz, JR. John M. 2005. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Buku 2 Edisi 12. Jakarta : Salemba Empt.

Weston, fred J. dan Brigham, F. Eugene. 1989. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan* Edisi Kesembilan. Jilid 2. Jakarta : Erlangga.

Weston, Fred J, dan Copeland, E. Thomas. 1996. *Manajemen Keuangan*. Edisi **Kedelapan. Jilid 2. Jakarta : Erlangga.**