

**ANALISIS STRUKTUR MODAL, KEPEMILIKAN MANAJERIAL, DAN
ALIRAN KAS BEBAS TERHADAP *DIVIDEND PAYOUT RATIO*
(Pada Perusahaan Sektor Industri Makanan dan Minuman yang *Listed* di Bursa
Efek Indonesia)**

Maisyaroh¹, Retno Endah Supeni² dan Bayu Wijayantini³

¹Alumni Prodi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Jember

²Prodi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Jember

³Prodi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Jember

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh Struktur modal, Kepemilikan manajerial, Arus kas bebas terhadap *Dividend Payout Ratio*. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan sektor industri makanan dan minuman di Indonesia, dengan jumlah 14 perusahaan. Variabel yang digunakan yaitu sebanyak 4 variabel, yaitu Struktur modal, Kepemilikan manajerial, Arus kas bebas dan *Dividend Payout Ratio*. Alat analisis yang digunakan adalah analisis regresi linear berganda. Hasil penelitian : 1) Struktur modal, Kepemilikan manajerial, Arus kas bebas berpengaruh secara parsial terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan sektor industri makanan dan minuman yang *Listed* di Bursa Efek Indonesia. 2) Struktur modal, Kepemilikan manajerial, Arus kas bebas berpengaruh secara simultan terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan sektor industri makanan dan minuman yang *Listed* di Bursa Efek Indonesia..

Kata Kunci : Struktur modal, Kepemilikan manajerial, Arus kas bebas dan *Dividend Payout Ratio*.

ABSTRACT

This aims to determine the effect of Structure financial, Managerial Ownership, free cash flow to Dividend Payout Ratio. Population in this study is company food and beverage industry in Indonesia, with the number of 14 companies. Variables used as many as four variables, namely Structure financial, Managerial Ownership, free cash flow and Dividend Payout Ratio. The analytical tool used is multiple linear regression analysis. Results of the study: 1) Managerial Structure financial Ownership and free cash flow effect partially to Dividend Payout Ratio in the food and beverage sector companies are Listed in Indonesia Stock Exchange. 2) Structure financial, Managerial Ownership and free cash flow simultaneous influence on the value of firms in the food and beverage sector companies are Listed in Indonesia Stock Exchange.

Keywords: Structure financial Managerial Ownership, free cash flow and Dividend Payout Ratio.

PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan tempat bagi para investor untuk melakukan aktivitas investasi. Salah satu produk investasi yang ada di pasar modal adalah investasi saham. Investor dalam menginvestasikan dananya ke suatu perusahaan (saham) akan dihadapkan pada *return* investasi dalam bentuk dividen dan *capital gain*. Prihantoro, (2003) mengungkapkan para pemegang saham mempunyai tujuan utama untuk meningkatkan kesejahteraannya yaitu mengharapkan pengembalian dalam bentuk dividen maupun *capital gain*. Di lain pihak, perusahaan juga mengharapkan adanya pertumbuhan secara terus menerus untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya. *Capital gain* merupakan keuntungan modal yang diperoleh dari selisih antara harga beli dan harga jual saham, sedangkan dividen adalah porsi laba bersih yang dibagikan oleh perusahaan kepada para pemegang saham. Besarnya jumlah dividen yang dibagikan tergantung pada besarnya laba yang diperoleh dan kebijakan dividen yang ditetapkan oleh perusahaan.

Kebijakan dividen adalah salah satu keputusan yang penting bagi perusahaan. Kebijakan ini berkaitan dengan keputusan perusahaan untuk menentukan berapa besarnya laba bersih yang akan dibagikan sebagai dividen dan berapa laba yang akan diinvestasikan kembali ke perusahaan dalam bentuk laba ditahan. Pembagian dividen merupakan salah satu cara bagi perusahaan untuk mendistribusikan kemakmuran kepada para pemegang saham. Selain itu, kebijakan dividen menjadi bagian penting dari strategi pendanaan jangka panjang perusahaan (Hussainey, *et al.* 2011).

Kebijakan dividen di Indonesia diduga dipicu oleh adanya konflik keagenan. Hubungan keagenan sendiri terjadi saat satu pihak yang disebut *principal* memberikan wewenang kepada pihak lain yang disebut *agent* untuk membuat keputusan di dalam menjalankan perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi kepemilikan dan fungsi pengelolaan akan rentan terhadap *agency conflict*. *Agency conflict* timbul karena dipicu oleh tindakan *opportunistic* para manajer (*agent*) yang hanya bertujuan untuk memakmurkan dirinya sendiri dan bukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Tindakan manajer ini bertentangan dengan kepentingan para pemegang saham (*principal*) yang menginginkan keuntungan maksimum. Konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham dapat

diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan. Namun, munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menimbulkan biaya bagi para pemegang saham. Biaya-biaya yang dikeluarkan untuk mengatasi masalah keagenan disebut dengan biaya keagenan atau *agency cost*.

Perusahaan harus berupaya untuk membuat kebijakan dividen yang akan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (Miller dan Modigliani dalam Horne dan Wachowic, 2007). Kebijakan pembagian dividen yang mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* merupakan hanya salah satu dari sekian banyak kebijakan yang dimiliki perusahaan yang harus dilaksanakan dan direalisasikan kepada para pemegang saham, hal ini karena tanpa ada pembagian dividen, maka dikhawatirkan para pemegang saham akan beralih ke perusahaan yang lain yang sudah jelas pembagian dividennya.

Pembagian dividen merupakan fenomena yang sangat menarik untuk diteliti, selain alasan pembagian dividen saham mengindikasikan bahwa perusahaan sedang mengekspresikan kepercayaan diri (*confidants*) terhadap pemegang saham, tetapi disisi lain perusahaan tidak membagikan dividen karena perusahaan sedang mengalami kepentingan kas atau alasan perusahaan memperbesar laba ditahan untuk melakukan reinvestasi. Frankfurter dan Wood (1997) dalam Kusuma (2004) menyatakan bahwa model-model kebijakan dividen yang ada pada umumnya memiliki justifikasi teoritis yang cukup menyakinkan, namun di pihak lain dukungan dari bukti-bukti empiris masih dianggap belum jelas (*inconclusive*).

Bagi para investor faktor stabilitas dividen akan lebih menarik daripada *Dividend Payout Ratio* yang tinggi. Stabilitas di sini dalam arti tetap memperhatikan tingkat pertumbuhan perusahaan, yang ditunjukkan oleh koefisien arah yang positif. Bagi investor pembayaran dividen yang stabil merupakan indikator prospek perusahaan yang stabil pula dengan demikian resiko perusahaan juga relatif lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan dengan perusahaan yang membayar dividen tidak stabil (Sartono, 2001).

Namun, besar kecilnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tergantung pada kebijakan dividen masing-masing perusahaan dan dilakukan berdasarkan pertimbangan berbagai faktor. Berdasarkan faktor-faktor yang

dipertimbangkan oleh manajemen dan keputusan investor yang didasarkan pada kinerja keuangan maka penelitian ini mengidentifikasi variabel-variabel yang diduga berpengaruh terhadap rasio pembayaran deviden, diantaranya kebijakan struktur modal, kepemilikan manajerial, dan aliran kas bebas.

Crutchley dan Hansen (1989) menyatakan bahwa untuk mengurangi *agency cost* dapat dilakukan dengan meningkatkan penggunaan hutang dalam pendanaan, karena hutang mewajibkan perusahaan untuk membayar kewajibannya kembali, maka *free cash flow* yang tersedia untuk manajer untuk melakukan tindakan-tindakan yang tidak semestinya menjadi terbatas. Penggunaan hutang disamping memunculkan keuntungan, juga memunculkan peluang yang hilang. Putri dan Nasir (2006) menyatakan peningkatan hutang akan meningkatkan dan kebangkrutan sehingga kebijakan hutang berhubungan positif terhadap risiko. Para manajer perusahaan yang memiliki proporsi kepemilikan saham akan semakin berhati-hati dalam menentukan hutang perusahaan karena kebangkrutan perusahaan bukan hanya menjadi tanggungan pemilik utama, namun manajer juga ikut menanggungnya.

Struktur modal mempresentasikan berapa besar porsi modal perusahaan yang dipenuhi dengan hutang. Hubungan struktur modal dengan kebijakan dividen dikembangkan berdasarkan hasil penelitian dari Noronha (1996), Sharma (2001), dan Jain *et al.* (2003) yang secara ringkas menyatakan bahwa semakin besar ketergantungan perusahaan pada dana eksternal (hutang) semakin intensif pengawasan oleh penyedia dana eksternal (kreditur) terhadap kinerja manajemen sehingga memperkecil potensi masalah keagenan (*agency problem*) antara manajer dengan pemegang saham. Dengan semakin kecil *agency problem* tersebut maka ketergantungan perusahaan pada dividen sebagai sarana *monitoring* semakin kecil. *Collaterizable assets* merupakan aktiva tetap yang dimiliki perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasional dan bisa digunakan sebagai jaminan atas pinjaman yang diberikan oleh kreditur. Jadi perusahaan memiliki struktur modal yang tinggi (dengan indikasi hutang dalam jumlah besar) maka semakin kecil dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham, dan begitu juga sebaliknya.

Ross *et al.*, 2000 mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk

modal kerja atau investasi pada asset tetap) karena sebagian besar *free cash flow* untuk membayar hutang, sehingga tidak ada *free cash flow* dalam perusahaan yang dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan demi kepentingan manajemen yang merugikan pemegang saham. Bila cukup banyak *cash flow* dalam perusahaan maka dengan pengawasan yang tidak efektif dari pemegang saham akan menciptakan tindakan manajemen untuk menggunakan *cash flow* demi kepentingan sendiri.

Free cash flow disamping dengan meningkatkan hutang juga dapat dikurangi dengan meningkatkan dividen karena peningkatan dividen akan meningkatkan kemungkinan perusahaan mengambil dana dari luar sehingga perusahaan semakin sering dimonitor oleh investor baru (Sugiarto, 2009). Pembayaran dividen merupakan informasi yang akan mempengaruhi permintaan dan penawaran saham perusahaan di pasar modal, yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan. Pembayaran dividen akan membuat pemegang saham mempunyai tambahan return selain dari *capital gain*.

Mollah *et al.* (2000) dikutip Maqsudi dan Ambon (2004), mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki *Free Cash Flow* dalam jumlah yang memadai akan lebih baik dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen untuk menghindari *agency problem*, hal ini dimaksudkan agar *Free Cash Flow* yang ada tidak digunakan untuk sesuatu atau proyek-proyek yang tidak menguntungkan (*wisted on unprofitable*) dengan demikian ketersediaan dana dapat dipakai untuk kemakmuran pemegang saham. Mollah *et al.* (2000) menyatakan bahwa arus kas mempengaruhi rasio pembayaran dividen secara signifikan hubungannya positif, jadi apabila posisinya tinggi biasanya perusahaan akan membayar dividen dengan jumlah yang besar. Jika perusahaan mempunyai arus kas yang berlebihan maka lebih baik dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham dengan tujuan mengurangi kemungkinan kerugian pada proyek-proyek investasi yang tidak menguntungkan.

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham dimana pemegang sahamnya berasal dari pihak manajemen perusahaan itu sendiri (*insiders*). Proporsi kepemilikan saham yang dimiliki manajer dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan, selain itu kepemilikan manajerial mensejajarkan kepentingan manajemen

dan pemegang saham sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan (Jensen dan Meckling, 1976).

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa *agency cost* akan rendah didalam perusahaan dengan kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) yang tinggi, karena hal ini memungkinkan adanya penyatuan antara kepentingan pemegang saham dengan kepentingan manajer yang dalam hal ini berfungsi sebagai agent dan sekaligus sebagai principal. Rasionalnya adalah bahwa dengan *insider ownership* yang tinggi *agency problem* menjadi rendah antara manajer dengan pemegang saham.

Kumar (2007) menemukan bahwa *managerial ownership* berpengaruh signifikan terhadap DPR. Manajemen perusahaan PMA melihat besarnya kepemilikan saham yang dimilikinya dalam mengambil kebijakan dividen, kepemilikan saham manajemen yang meningkat mampu meningkatkan besarnya dividen. *Managerial ownership* terhadap DPR pada perusahaan PMDN tidak terdapat pengaruh yang signifikan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan PMDN tidak melihat besarnya saham yang dimiliki manajemen dalam mengambil kebijakan dividen karena proporsi kepemilikan saham yang relatif kecil.

Beberapa penelitian tentang faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen pernah dilakukan sebelumnya, antara lain: Kumar (2007) dilakukan untuk menguji pengaruh variabel Kepemilikan saham manajemen, kepemilikan saham institusi, IOS, ROA dan DER, terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hasil analisis pada perusahaan PMA kepemilikan saham manajemen dan DER tidak signifikan terhadap DPR dengan *level of significance* lebih besar dari 5 persen. Sementara pada perusahaan PMA variabel independen (kepemilikan saham manajemen, IOS, ROA, dan DER) berpengaruh terhadap DPR.

Sugeng (2009) meneliti tentang kaitan khusus antara struktur kepemilikan dan struktur modal dengan kebijakan inisiasi dividen. Kesimpulan dari penelitian tersebut adalah variabel *ownership structure* terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend initiation policy*, sedangkan variabel struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan inisiasi dividen walaupun dengan arah hubungan positif yang juga bertolak belakang dengan prediksi *agency cost* model khususnya *monitoring mechanism/rationale of dividend*. Argumen utama dari hipotesis ini adalah termasuk *argument maturity proposition* yang menjelaskan bahwa pasar akan mereaksi negatif terhadap perusahaan yang membayarkan dividennya karena dimotivasi oleh adanya persediaan *free cash flow* yang besar. Perusahaan yang demikian tidak lagi memiliki prospek peningkatan profitabilitas di masa yang akan datang (Bryman & Cramer, 2002).

Alasan dipilihnya topik mengenai kebijakan dividen karena kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan yang penting bagi perusahaan, dimana di satu sisi pembagian dividen merupakan cara perusahaan mendistribusikan kemakmuran bagi pemegang saham, namun disisi lain kebijakan dividen menjadi bagian penting dari strategi pendanaan jangka panjang perusahaan. Penelitian ini mencoba untuk mengetahui apakah kebijakan struktur modal, kepemilikan manajerial, dan aliran kas bebasberpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan industri *food and beverage* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI).

Perusahaan industri *food and beverage* dipilih sebagai sampel penelitian karena pertumbuhan dari perusahaan tersebut dari tahun ke tahun semakin meningkat seiring dengan jumlah penduduk yang semakin bertambah. Perusahaan industri *food and beverage* kan terus ada dan paling tahan terhadap krisis dibandingkan dengan sektor lainnya, sebab dalam kondisi krisis ataupun tidak, produk industri *food and beverage* tetap dibutuhkan. Dalam keadaan krisis, konsumen akan membatasi konsumsinya dengan memenuhi kebutuhan dasar dan mengurangi kebutuhan barang sekunder. Selain itu juga produk industri *food and beverage* tetap dibutuhkan, dan bahan baku yang digunakan untuk membuat produk industri *food and beverage* mudah untuk didapatkan.

Industri pangan di Indonesia mengalami pertumbuhan yang menggembirakan pada 2013. Menurut Ketua Umum Gabungan Pengusaha makanan minuman Indonesia (GAPMMI), mengacu pada data BPS, pertumbuhan sektor industri *food and beverage*

tahun 2012 ditutup melampaui target, yakni sebesar 9,19% dari target awal 7,92%. Dari segi perdagangan luar negeri, nilai ekspor tumbuh 54,8% untuk makanan serta 18,9% untuk minuman dan tembakau. (<http://foodreview.biz/>).

Gabungan Pengusaha Makanan dan Minuman (GAPMMI) memperkirakan nilai penjualan makanan dan minuman tahun 2013 tumbuh sebesar 10% mencapai Rp 770 Trilyun (www.bankmandiri.co.id). Besarnya potensi pasar, terutama dari masyarakat *middle class income* diharapkan mendorong kenaikan pembelanjaan konsumen terhadap produk makanan dan minuman. Hasil studi Mc Kinsey memperkirakan *annual consumer spending* untuk makanan dan minuman di Indonesia akan meningkat menjadi USD 194 bn (harga konstan tahun 2010) pada 2030 dari USD 73 bn pada 2011.

Industri industri food and beverage mempunyai peranan penting dalam pembangunan sektor industri terutama kontribusinya terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) industri nonmigas. Berdasarkan data BPS, kontribusi industri food and beverage (termasuk tembakau) terhadap PDB industri nonmigas pada 2010 sebesar 33,62 persen. Dalam hal penyerapan tenaga kerja, pada 2010 industri tersebut menyerap lebih dari 1,5 juta orang tenaga kerja. Pada tahun yang sama, kontribusinya pada penerimaan devisa mencapai 5,7 miliar dolar AS (<http://www.antaraneews.com/>).

Dari sisi produksi, industri makanan dan minuman menjadi kontributor terbesar pembentukan Produk Domestik Bruto (PDB) sektor industri manufaktur non-migaas Indonesia dengan share yang terus meningkat dari 28,6% pada 2005 menjadi 36,3% pada 2012 (www.bankmandiri.co.id). Pertumbuhan industri makanan dan minuman pada 2013 ditargetkan sebesar 8%, relatif sama dibandingkan tahun 2012 yang sebesar 7,7%. Jumlah pemain dalam industri makanan dan minuman sangat banyak. Jumlah perusahaan makanan dan minuman besar dan sedang pada tahun 2011 sebanyak 5.297. Beberapa pemain utama dalam industri makanan dan minuman antara lain adalah Indofood, Mayora, Nippon Indosari Corpindo, Ultrajaya, dan Siantar Top.

Pada tahun 2011 tingkat perkembangan rata-rata deviden mengalami penurunan menjadi sebesar 0,43%, kemudian mengalami kenaikan pada tahun 2012 menjadi sebesar

0,096% dan pada tahun 2013 mengalami penurunan menjadi sebesar 0,56%. Dari sisi investor, deviden merupakan salah satu penyebab timbulnya motivasi investor menanamkan dananya di pasar modal. Dan karena informasi yang dimiliki investor di pasar modal sangat terbatas, maka perubahan devidenlah yang akan dijadikan sebagai sinyal untuk mengetahui performance perusahaan. Berdasarkan uraian teori dan hasil empiris di atas, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan publik di Indonesia. Peneliti akan fokus untuk meneliti hubungan antara kebijakan struktur modal, kepemilikan manajerial, dan aliran kas bebas terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Objek yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010-2013.

METODE PENELITIAN

Populasi Penelitian

Populasi (*population*), yaitu sekelompok orang, kejadian atau segala sesuatu yang memiliki karakteristik tertentu (Indriantoro dan Supomo, 2007). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor industri makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2010-2013. Populasi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 1
Populasi Perusahaan

No.	Kode Saham	Nama Emiten
1.	ADES	PT AkashaWiraInternasionalTbk
2.	AISA	PT TigaPilar Sejahtera Food Tbk
3.	ALTO	PT Tri Banyan TirtaTbk
4.	CEKA	PT CahayaKalbarTbk
5.	DAVO	PT DavomasAbadiTbk
6.	DLTA	PT Delta Djakarta Tbk
7.	ICBP	PT Indofood CBP SuksesMakmurTbk
8.	INDF	PT Indofood SuksesMakmurTbk
9.	MYOR	PT Mayor Indah Tbk
10.	MLBI	PT Multi Bintang Indonesia Tbk
11.	PSDN	PT Prashida Aneka NiagaTbk
12.	ROTI	PT Nippon IndosariCorporindoTbk
13.	SKBM	PT SekarBumiTbk
14.	SKLT	PT SekarLautTbk
15.	STTP	PT Siantar Top Tbk
16.	ULTJ	PT Ultrajaya Milk Industry and Trading Company Tbk

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda untuk menguji H_{1a} dan H_{1b} . Analisis regresi linear berganda adalah teknik analisis statistik melalui koefisien parameter untuk mengetahui besarnya pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Model Regresi dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: $Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + e$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian

Analisis Regresi Linear Berganda

Pengujian regresi linear berganda berguna untuk mengetahui tingkat pengaruh variabel independen yang terdiri dari *Investment Opportunity Set* (X_1), *Leverage* (X_2), dan *Dividend Yield* (X_3) terhadap variabel dependen yaitu Nilai Perusahaan (Y). Berdasarkan pengujian diperoleh hasil yang dapat disajikan dalam tabel berikut.

Tabel 2
Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Variabel	Koef. Regresi	t_{hitung}	Sig.	Keterangan
Konstanta	1,072	2,343	0,023	-
X_1	0,026	3,146	0,003	Signifikan
X_2	-0,007	-2,215	0,031	Signifikan
X_3	0,163	2,687	0,009	Signifikan
		R	=	0,571
		R Square	=	0,326
		F_{hitung}	=	9,012
		F_{sig}	=	0,000
		N	=	60

Uji Hipotesis

Uji F ini dimaksudkan untuk mengetahui apakah seluruh variabel bebas yaitu Struktur Modal (X_1), Kepemilikan Manajerial (X_2), dan Arus Kas Bebas (X_3) secara serempak mempunyai pengaruh terhadap variabel terikat (Dividend Payout Ratio/ Y). Adapun kriteria dalam pengambilan keputusan adalah apabila $F_{hitung} > F_{tabel}$ pada *level of significant* 5 % maka H_a diterima dan H_o ditolak, artinya variabel bebas (X) berpengaruh terhadap variabel terikat (Y) secara bersama-sama atau simultan, dan sebaliknya Apabila $F_{hitung} < F_{tabel}$ pada *level of significant* 5 % maka H_a ditolak dan H_o

diterima, artinya variabel bebas (X) tidak berpengaruh terhadap variabel terikat (Y) secara bersama-sama atau simultan.

Dari hasil penelitian dapat diketahui bahwa diperoleh nilai F_{hitung} sebesar 10,237 dengan nilai probabilitas sebesar 0,000. Nilai F_{tabel} pada $n = 56$ dan $df = 3$ adalah sebesar 2,75. Hal ini menunjukkan bahwa nilai $F_{hitung} > F_{tabel}$ dan nilai probabilitas lebih kecil dari nilai $\alpha = 0,05$, sehingga dapat disimpulkan bahwa H_0 ditolak, berarti bahwa Struktur Modal(X_1), Kepemilikan Manajerial (X_2), dan Arus Kas Bebas(X_3) secara serempak mempunyai pengaruh terhadap variabel *Dividend Payout Ratio* (Y). Sehingga hipotesis yang menyatakan bahwa Kebijakan Struktur Modal, Kepemilikan Manajerial, dan Arus Kas Bebas berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio* terbukti kebenarannya (H_{a4} diterima).

Uji t ini dilakukan untuk melihat pengaruh antara masing-masing variabel bebas yaitu Struktur Modal(X_1), Kepemilikan Manajerial (X_2), dan Arus Kas Bebas (X_3) secara parsial terhadap variabel terikat dan apakah pengaruh tersebut signifikan atau tidak. Pengambilan keputusan dalam uji t ini dilakukan dengan cara membandingkan nilai probabilitas dengan besarnya nilai alpha (α). H_0 ditolak jika nilai probabilitas lebih kecil dari nilai α (0,05).

Dari hasil penelitian terlihat bahwa nilai probabilitas untuk variabel Struktur Modal(X_1), Kepemilikan Manajerial (X_2), dan Arus Kas Bebas(X_3) lebih kecil daripada probabilitas yang disyaratkan (5%). Dari hasil uji t ditunjukkan bahwa ada pengaruh yang signifikan Struktur Modal(X_1), Kepemilikan Manajerial (X_2), dan Arus Kas Bebas(X_3) secara parsial terhadap *Dividend Payout Ratio* (Y).

Analisis lebih lanjut terhadap hasil estimasi regresi sebagaimana dikemukakan sebelumnya akan dijelaskan sebagai berikut:

1) Struktur Modal(X_1)

Dari hasil penelitian variabel Struktur Modal(X_1) mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (Y), nilai koefisien beta sebesar -3,300 dan didapat nilai t hitung sebesar -3,945 dimana $P < 0,05$. Secara statistik nilai koefisien beta negatif menunjukkan adanya pengaruh berlawanan arah yang berarti semakin besar Struktur Modal semakin kecil *Dividend Payout Ratio* (Y). Sehingga hipotesis yang

menyatakan bahwa Kebijakan struktur modal berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio* terbukti kebenarannya (H_{a1} diterima).

2) Kepemilikan Manajerial (X_2)

Dari hasil penelitian terlihat variabel Kepemilikan Manajerial (X_2) mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (Y), nilai koefisien beta sebesar 0,079 dan didapat nilai t hitung sebesar 2,693 dimana $P < 0,05$. Secara statistik nilai koefisien beta negatif menunjukkan adanya pengaruh searah yang berarti semakin besar Kepemilikan Manajerial semakin besar *Dividend Payout Ratio* (Y). Sehingga hipotesis yang menyatakan bahwa Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio* terbukti kebenarannya (H_{a2} diterima).

3) Arus Kas Bebas

Dari hasil penelitian terlihat variabel Arus Kas Bebas (X_3) mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (Y), nilai koefisien beta sebesar 1,935 dan didapat nilai t hitung sebesar 3,335 dimana $P < 0,05$. Secara statistik nilai koefisien beta positif menunjukkan adanya pengaruh searah yang berarti semakin besar Arus Kas Bebas semakin besar *Dividend Payout Ratio* (Y). Sehingga hipotesis yang menyatakan bahwa Arus kas bebas berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio* terbukti kebenarannya (H_{a3} diterima).

Koefisien Determinasi Berganda (R^2)

Nilai koefisien determinasi berganda (R^2) dimaksudkan untuk mengetahui besarnya sumbangan dari variabel bebas terhadap variabel terikat. Nilai koefisien determinasi terletak antara 0 dan 1. Apabila *Adjusted Rsquare* atau $R^2 = 1$, maka garis regresi dari model tersebut memberikan sumbangan sebesar 100% terhadap perubahan variabel terikat. Apabila $R^2 = 0$, maka model tersebut tidak bisa mempengaruhi atau tidak bisa memberikan sumbangan terhadap perubahan variabel terikat. Kecocokan model akan semakin lebih baik apabila mendekati satu.

Berdasarkan hasil analisis diperoleh hasil koefisien determinasi berganda (R^2) atau *Adjusted Rsquare* sebesar 0,335, hal ini berarti 28,6% variasi perubahan *Dividend Payout Ratio* (Y) dipengaruhi oleh variabel Struktur Modal (X_1), Kepemilikan Manajerial (X_2), dan Arus Kas Bebas (X_3) sedangkan sisanya sebesar 33,5% disebabkan oleh faktor

lain yang tidak termasuk dalam persamaan regresi yang dibuat seperti likuiditas, profitabilitas, rentabilitas, asset, dan lainnya.

Uji Asumsi Klasik

Pengujian normalitas data digunakan untuk mengetahui apakah data tersebut berdistribusi normal atau tidak. Alat uji yang digunakan adalah *Kolmogorov Smirnov* tes dengan kriteria pengujian, apabila angka signifikansi (SIG) $> 0,05$ maka data berdistribusi normal, sedangkan apabila angka signifikansi (SIG) $< 0,05$ maka data tidak berdistribusi normal. Berdasarkan hasil perhitungan terlihat bahwa variabel residual memiliki distribusi yang normal hal ini dilihat dari nilai signifikansi *Kolmogorov-Smirnov*, nilai statistik P variabel yang diuji memiliki nilai yang lebih besar dari 0,05. Sehingga dalam penelitian ini model yang ada layak digunakan.

Multikolinearitas berarti terjadi interkorelasi antar variabel bebas yang menunjukkan adanya lebih dari satu hubungan linier yang signifikan. Apabila koefisien korelasi variabel yang bersangkutan nilainya terletak diluar batas-batas penerimaan (*critical value*) maka koefisien korelasi bermakna dan terjadi multikolinearitas. Apabila koefisien korelasi terletak di dalam batas-batas penerimaan maka koefisien korelasinya tidak bermakna dan tidak terjadi multikolinearitas. Hasil analisis *Collinearity Statistic* dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas, karena didapat nilai VIF < 10 , artinya tidak terjadi hubungan linier antara variabel bebas yang digunakan dalam model regresi.

Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varian dari satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Uji yang digunakan dalam penelitian ini untuk mendeteksi gejala heteroskedastisitas adalah uji *glejser* yang dilakukan dengan cara melakukan regresi varian gangguan (residual) dengan variabel bebasnya sehingga didapat nilai P. Untuk mengetahui adanya gejala gangguan atau tidak adalah apabila nilai P $> 0,05$, berarti menunjukkan tidak terjadi gangguan dan begitu pula sebaliknya. Hasil penelitian menunjukkan bahwa t statistik menunjukkan tidak adanya pengaruh yang signifikan masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen dimana variabel dependen yaitu e_i atau *error absolut*, hal ini dapat dibuktikan dengan diperolehnya nilai signifikansi untuk masing-

masing variabel yang lebih besar dari 0,05 ($P > 0,05$) . Dari hasil tersebut dapat dikatakan bahwa tidak ada gejala heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi dilakukan untuk menguji asumsi bahwa data haruslah bersifat bebas dalam pengertian bahwa data pada periode sebelumnya ataupun pada periode sesudahnya. Menurut Santoso (2002:219) pengujian autokorelasi dilakukan untuk mendeteksi apakah terjadi korelasi diantara anggota serangkaian data penelitian yang diruntut waktu (*time series*) atau menurut ruang (*cross section*). Pengujian autokorelasi dilakukan dengan pengujian uji statistik Durbin Watson. Pengujian dilakukan dengan membandingkan nilai Durbin-Watson *test* dengan tabel uji Durbin-Watson. Adapun nilai Durbin-Watson tabel untuk $n = 56$ pada *level of significant* 5% didapatkan nilai d_L sebesar 1,452 dan nilai d_U sebesar 1,681. Adapun hasil pengujian yang dapat dilihat pada Lampiran 4 didapat nilai DW sebesar 1,840 yang berarti terletak diantara $d_U < d < 4 - d_U$ ($1,681 < 1,840 < 2,319$). Hal ini berarti model regresi di atas tidak terdapat masalah autokorelasi.

Pembahasan

Pengaruh Struktur Modal terhadap *Dividend Payout Ratio*

Hasil uji regresi menunjukkan variabel Struktur Modal (X_1) berpengaruh positif dan signifikan terhadap terhadap *Dividend Payout Ratio* (Y) dengan koefisien regresi sebesar -3,300. Hal ini berarti semakin besar Struktur Modal (X_1), maka *Dividend Payout Ratio* (Y) semakin kecil. Struktur modal mempresentasikan berapa besar porsi modal perusahaan yang dipenuhi dengan hutang. Hubungan struktur modal dengan kebijakan dividen dikembangkan berdasarkan hasil penelitian dari Noronha (1996), Sharma (2001), dan Jain *et al.* (2003) yang secara ringkas menyatakan bahwa semakin besar ketergantungan perusahaan pada dana eksternal (hutang) semakin intensif pengawasan oleh penyedia dana eksternal (kreditur) terhadap kinerja manajemen sehingga memperkecil potensi masalah keagenan (*agency problem*) antara manajer dengan pemegang saham. Dengan semakin kecil *agency problem* tersebut maka ketergantungan perusahaan pada dividen sebagai sarana *monitoring* semakin kecil. *Collateralizable assets* merupakan aktiva tetap yang dimiliki perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasional dan bisa digunakan sebagai jaminan atas pinjaman

yang diberikan oleh kreditur. Jadi perusahaan memiliki struktur modal yang tinggi (dengan indikasi hutang dalam jumlah besar) maka semakin kecil dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham, dan begitu juga sebaliknya. Hasil penelitian ini sesuai dan mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Ratih (2010) dan Fauz dan Rosidi (2011) menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial (X₂) terhadap *Dividend Payout Ratio* (Y)

Hasil uji regresi menunjukkan variabel Kepemilikan Manajerial (X₂) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap terhadap *Dividend Payout Ratio* (Y) dengan koefisien regresi sebesar 0,079. Hal ini berarti semakin besar Kepemilikan Manajerial (X₂), maka *Dividend Payout Ratio* (Y) semakin besar. Masalah keagenan banyak dipengaruhi oleh *Insider Ownership* menurut pandangan Demsey & Labe (1993) dalam Handoko (2002). *Insider Ownership* pemilik perusahaan yang sekaligus menjadi pengelola perusahaan, semakin besar jumlah *Insider Ownership*, maka akan semakin kecil konflik kepentingan antara pemegang saham dan pihak manajemen, hal ini disebabkan karena mereka akan bertindak dengan lebih hati-hati dalam menanggung konsekuensi yang mungkin timbul. Kumar (2007) menemukan bahwa *managerial ownership* berpengaruh signifikan terhadap DPR. Manajemen perusahaan PMA melihat besarnya kepemilikan saham yang dimilikinya dalam mengambil kebijakan dividen, kepemilikan saham manajemen yang meningkat mampu meningkatkan besarnya dividen. *Managerial ownership* terhadap DPR pada perusahaan PMDN tidak terdapat pengaruh yang signifikan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa manajemen perusahaan PMDN tidak melihat besarnya saham yang dimiliki manajemen dalam mengambil kebijakan dividen karena proporsi kepemilikan saham yang relatif kecil. Hasil penelitian ini sesuai dan mendukung hasil penelitian yang dilakukan Sugiarto (2008) menunjukkan data yang mendukung hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap *Dividend Payout Ratio* (Y)

Hasil uji regresi menunjukkan variabel Arus Kas Bebas (X_3) berpengaruh positif dan signifikan terhadap terhadap *Dividend Payout Ratio* (Y) dengan koefisien regresi sebesar 1,935. Hal ini berarti semakin besar Arus Kas Bebas (X_3), maka *Dividend Payout Ratio* (Y) semakin besar. Menurut Jenden (1986) seperti dikutip Keown *et al.* (2010) mengatakan bahwa jika perusahaan mempunyai *Free Cash Flow*, akan lebih baik bila dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen. Hal ini bertujuan untuk menghindari pengambilan keputusan yang buruk bagi pihak manajemen, yang akhirnya berakibat pada naiknya *agency cost*. Mollah *et al.* (2000) dikutip Maqsudi dan Ambon (2004), mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki *Free Cash Flow* dalam jumlah yang memadai akan lebih baik dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen untuk menghindari *agency problem*, hal ini dimaksudkan agar *Free Cash Flow* yang ada tidak digunakan untuk sesuatu atau proyek-proyek yang tidak menguntungkan (*wisted on unprofitable*) dengan demikian ketersediaan dana dapat dipakai untuk kemakmuran pemegang saham.

Mollah (2000) dalam Hery (2009) yang menyatakan bahwa arus kas mempengaruhi rasio pembayaran dividen secara signifikan hubungannya positif, jadi apabila posisi kasnya tinggi biasanya perusahaan akan membayar dividen dengan jumlah yang besar. Studi ini dikembangkan dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Jensen (1999) yang mengemukakan bahwa jika perusahaan mempunyai arus kas yang berlebihan maka lebih baik dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham dengan tujuan mengurangi kemungkinan kerugian pada proyek-proyek investasi yang tidak menguntungkan. Hasil penelitian ini sesuai dan mendukung hasil penelitian yang dilakukan Hery (2009) dalam hasil penelitian mendapatkan hasil bahwa arus kas berpengaruh positif signifikan terhadap dividen kas. Berdasarkan hasil penelitian antara laba bersih dan arus kas bahwa arus kas lebih mempengaruhi dividen kas secara signifikan dibandingkan nilai laba bersih.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan uraian-uraian yang telah diungkapkan pada pembahasan, maka dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai jawaban atas pokok permasalahan yang diajukan dalam penelitian ini, yaitu:

1. Struktur modal, Kepemilikan manajerial, Arus kas bebas berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio* secara simultan pada Sektor Industri Makanan dan Minuman yang *listed* di Bursa Efek Indonesia.
2. Struktur modal, Kepemilikan manajerial, Arus kas bebas berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio* secara parsial pada Sektor Industri Makanan dan Minuman yang *listed* di Bursa Efek Indonesia.

Saran

Dari hasil penelitian ini kiranya peneliti dapat memberikan saran, diantaranya:

1. Bagi perusahaan makanan dan minuman yang terdaftar di BEI untuk lebih meningkatkan kinerja keuangan khususnya yang menyangkut Struktur Modal, Kepemilikan Manajerial, dan Aliran kas bebas, karena berdasarkan hasil penelitian ini ketiga aspek tersebut berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. *Dividend Payout Ratio* yang tinggi tentunya akan berdampak pada kepercayaan dari para investor maupun dari publik bahkan dapat menarik minat investor untuk membeli saham.
2. Penelitian selanjutnya hendaknya menambah jumlah sampel penelitian dan juga melibatkan sektor industri yang lain seperti manufaktur, keuangan, pertambangan, dan lainnya agar mencerminkan reaksi dari pasar modal secara keseluruhan.
3. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan proksi kinerja keuangan yang lain, misalnya *Earning Per Share*, likuiditas (*Current Ratio* dan *Quick Ratio*), profitabilitas (*Return on Asset* dan *Return on Equity*), *Total Asset Turnover*, dan lainnya sehingga diperoleh temuan yang lebih baik dalam menjelaskan *Dividend Payout Ratio*.

DAFTAR PUSTAKA

- Badan Pusat Statistik (BPS). 2013. *Statistika Indonesia*. Jakarta: BPS.
- Balkaoui dan Picur, 1998; Smith dan Watts, 1992; Cahan dan Hossains, 1996; Kallapur dan Trombley, 1999; Jones dan Sharma, 2001. *Book to market value of assets*
- Brigham, E. F., dan J. F. Houston. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi Bahasa Indonesia. Jakarta: Erlangga., dan L. C. Gapenski. 1996. *Intermediate Financial Management*. Florida: The Dryden Press
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Gujarati, Damodar. 2005. *Ekonometrika Dasar*. Terjemahan Sumarno Zain dari *Basic Econometric*. Jakarta : Erlangga.
- Helfert, Erich A. 2006. *Teknik Analisis Keuangan*. Terjemahan Herman Wibowo, Edisi Kedelapan. Jakarta : Erlangga.
- Hery. 2012. *Rahasia Cermat dan Mahir Menganalisis Laporan Keuangan*. Jakarta : PT Grasindo

<http://www.idx.com>