

**PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN STRUKTUR
KEPEMILIKAN TERHADAP *DIVIDEND PAYOUT RATIO*
PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA**

ARTIKEL ILMIAH



Oleh :

AFANDI SUHARTONO
NIM : 2011310695

**SEKOLAH TINGGI ILMU EKONOMI PERBANAS
S U R A B A Y A
2015**

PENGESAHAN ARTIKEL ILMIAH

Nama : Afandi Suhartono
Tempat, Tanggal Lahir : Surabaya, 12 November 1992
N.I.M : 2011310695
Jurusan : Akuntansi
Program Pendidikan : Strata 1
Konsentrasi : Keuangan
Judul : Pengaruh *Free Cash Flow* dan Struktur
Kepemilikan terhadap *Dividend Payout Ratio*
Perusahaan Manufaktur di Indonesia

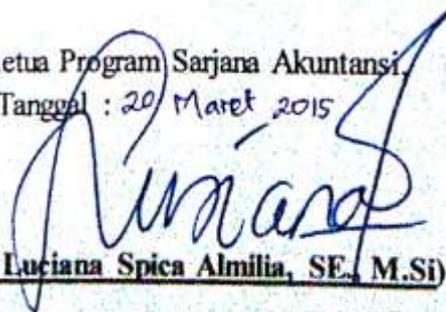
Disetujui dan diterima baik oleh :

Dosen Pembimbing,
Tanggal : 17 Maret 2015



(Divyah Pujiati, SE., M.Si)

Ketua Program Sarjana Akuntansi,
Tanggal : 20 Maret 2015



(Dr. Luciana Spica Almilta, SE., M.Si)

PENGARUH *FREE CASH FLOW* DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP *DIVIDEND PAYOUT RATIO* PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI INDONESIA

Afandi Suhartono
STIE Perbanas Surabaya
Email : afandisuhartono@gmail.com

ABSTRACT

Dividend policy is the use of net profit after tax will be distributed to shareholders and how much equity in net income that will be used to finance the company's investment. Optimal dividend policy is a dividend policy that creates a balance between current dividends and growth in the future so as to maximize the company's stock price. The purpose of this study was to analyze the influence of Free Cash Flow (FCF) and Ownership Structure consisting of Institutional Ownership, Family Ownership and Foreign Ownership of Dividend Payout Ratio (DPR) on the manufacturing company in Indonesia Stock Exchange in 2011-2013. The research methodology used is descriptive analysis method and statistical analysis methods. The data used is secondary data with 173 research data used as the sample. Hypothesis testing is done by using multiple regression analysis. Results of regression analysis showed that the free cash flow, family ownership and foreign ownership has positive influence on the dividend payout ratio. While institutional ownership does not negatively affect the dividend payout ratio.

Keywords : *dividend policy, free cash flow, the structure of ownership, institutional ownership, family ownership, foreign ownership, the dividend payout ratio.*

PENDAHULUAN

Investor dalam berinvestasi saham mengharapkan imbal hasil dari perusahaan dalam bentuk dividen dan *capital gain*. Pilihan atas dividen dan *capital gain* bergantung pada kebutuhan dan tujuan investor. Investor yang lebih memilih dividen berharap tingkat pembagian dan pertumbuhan dividen tersebut disesuaikan dengan keuntungan yang diperoleh perusahaan.

Menurut Levy & Sarnat (1990), kebijakan dividen atau keputusan dividen pada hakikatnya adalah untuk menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan. Umumnya kebijakan pembagian dividen ini menggunakan indikator laba bersih (*net income*) perusahaan.

Penelitian mengenai pengaruh *free cash flow* terhadap pembagian dividen masih sedikit, karena perhitungan *free cash flow* masih belum dikenal luas oleh investor. Penelitian Dini (2009) menguji pengaruh *free cash flow* terhadap pembagian dividen, menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Manajemen seringkali menggunakan dana yang seharusnya digunakan untuk membayar pemegang saham dalam bentuk dividen untuk melakukan investasi yang berlebihan. Keputusan untuk melakukan investasi tersebut menyebabkan masalah keagenan (*agency problem*). Menurut Kouki & Guizani (2009), *agency problem* adalah masalah yang muncul ketika terjadi perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer. Para pemegang saham hanya tertarik pada hasil keuangan atau pertumbuhan investasi pada

perusahaan sedangkan manajer menginginkan insentif yang sebesar-besarnya atas kinerjanya.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), masalah keagenan tersebut dapat dikurangi dengan cara meningkatkan kepemilikan pihak dalam. Kepemilikan pihak dalam tersebut dapat dilakukan dengan cara memberikan *stock option* kepada manajer. Selain itu, kepemilikan pihak dalam tersebut dapat dilakukan dengan memiliki proporsi saham mayoritas sehingga pemegang saham tertentu dapat menjadi pengendali dalam suatu perusahaan.

Menurut Jurica & Lilyana (2012), struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Struktur kepemilikan dalam perusahaan dapat terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, kepemilikan negara (BUMN), kepemilikan asing dan kepemilikan publik. Kepemilikan manajerial dan kepemilikan publik tidak digunakan dalam penelitian ini karena kepemilikan manajerial pada perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) tidak lebih dari 5%. Menurut Chai (2010), prosentase lebih dari 5% merupakan indikator yang sesuai dalam melakukan penelitian mengenai kepemilikan saham di perusahaan. Kepemilikan negara juga tidak digunakan karena kebijakan pembagian dividen pada perusahaan BUMN diatur oleh peraturan yang ditetapkan oleh pemerintah.

Kepemilikan saham yang berbeda menghasilkan tujuan yang berbeda sehingga kebijakan dalam pembayaran dividen berbeda pula. Penelitian Jurica & Lilyana (2012) menemukan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap pembayaran dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio*, kepemilikan keluarga tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio*, dan kepemilikan asing tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Chai (2010) menemukan bahwa kepemilikan asing

berpengaruh positif terhadap dengan tingkat pembayaran dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio*.

Adanya perbedaan pada hasil penelitian mengenai pengaruh *free cash flow* dan struktur kepemilikan terhadap *dividend payout ratio* menyebabkan terjadinya ambiguitas dalam pengambilan kesimpulan. Oleh karena itu, perlu dilakukan penelitian kembali sehubungan dengan pengaruh *free cash flow* dan struktur kepemilikan terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian ini merupakan replika dari penelitian Jurica & Lilyana (2012), Dini (2009), dan Sisca (2008) yang menguji pengaruh *free cash flow* dan struktur kepemilikan terhadap *dividend payout ratio*.

Penelitian kali ini bermaksud untuk menguji pengaruh *free cash flow* dan struktur kepemilikan yang terdiri dari kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan asing terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2013.

RERANGKA TEORITIS YANG DIPAKAI DAN HIPOTESIS

Teori Keagenan

Menurut Tarjo dan Hartono (2003) dalam penelitian Sisca (2008), teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham sering kali bertentangan sehingga dapat terjadi konflik di antaranya. Hal tersebut sering terjadi karena manajer cenderung berusaha menutamakan kepentingan pribadi. Sedangkan pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer karena hal tersebut akan menambah cost bagi perusahaan dan akan menurunkan keuntungan yang diterima oleh pemegang saham. Akibat dari perbedaan itulah maka terjadi konflik yang biasa disebut *agency conflict*.

Jensen & Meckling (1976) mengembangkan suatu teori tentang bagaimana struktur kepemilikan

memengaruhi perilaku individu-individu dalam perusahaan. Pengembangan teori tersebut teori tersebut didasarkan pada beberapa asumsi, seperti halnya *rational principals*, *self-interested agents* (*opportunism*), *informational asymmetries* dan *risk bearing*. Atas dasar teori keagenan, Jensen & Meckling (1976) berpendapat bahwa perusahaan merupakan rekaan legal yang berperan sebagai suatu hubungan kontrak di antara individu-individu. Mereka mendefinisikan hubungan keagenan sebagai suatu mekanisme kontrak antara penyedia modal (*the principals*) dan para agen. Dalam kontrak yang dirancang untuk meminimumkan biaya keagenan dari hubungan ini, hubungan keagenan merupakan kontrak, baik bersifat eksplisit, maupun implisit, dimana satu atau lebih orang (yang disebut prinsipal) meminta orang lain (yang disebut agen) untuk mengambil tindakan atas nama prinsipal.

Definisi Free Cash Flow

White et al (2003) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas diskresioner yang tersedia bagi perusahaan. *Free cash flow* adalah kas dari aktivitas operasi dikurangi capital expenditures yang dibelanjakan perusahaan untuk memenuhi kapasitas produksi saat ini. *Free cash flow* dapat digunakan untuk penggunaan diskresioner seperti akuisisi dan pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan (*growth-oriented*), pembayaran hutang, dan pembayaran kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang, dan dividen.

Ross et al (2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap. *Free cash flow* menunjukkan gambaran bagi investor

bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar “strategi” menyasiasi pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, *free cash flow* akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan dan yang tidak (Uyara dan Tuasikal, 2003).

Pengertian Kepemilikan Institusional

Menurut Listyani (2003), kepemilikan institusional adalah porsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi pada akhir tahun yang diukur dalam prosentase. Tingkat saham institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga membatasi perilaku *opportunistic* manajer, yaitu manajer melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya.

Menurut Tarjo (2008), kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh institusi keuangan, seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, dan *asset management*.

Pengertian Kepemilikan Keluarga

Menurut Anderson & Reeb (2003) dalam buku Sugiarto (2008), perusahaan keluarga didefinisikan sebagai suatu bentuk perusahaan dengan kepemilikan dan manajemen yang dikelola dan dikontrol oleh pendiri atau anggota keluarganya atau kelompok yang memiliki pertalian keluarga, baik yang tergolong keluarga inti atau perluasannya (baik yang memiliki hubungan darah atau ikatan perkawinan). Pada perusahaan yang demikian, hasil yang diperoleh perusahaan didistribusikan sedemikian rupa ke pundi-pundi di kelompok yang memiliki pertalian keluarga tersebut. Dalam perusahaan keluarga, personil-personil tersebut dapat menempati posisi sebagai karyawan, direksi, *blockholder*, baik individual maupun membentuk suatu kelompok.

Keluarga merupakan suatu kelas khusus dari pemegang saham besar yang memiliki struktur intensif dan kekuasaan unik di perusahaan untuk menetapkan keputusan keuangan penting (Anderson et al, 2003). Karakter unik ini mengarah kepada keputusan yang berbeda terkait dengan kebijakan dividen, *leverage*, *debt maturity*, dan *leasing*.

Pengertian Kepemilikan Asing

Menurut Setiawan et al.(2006), kepemilikan asing merupakan porsi *outstanding share* yang dimiliki oleh investor atau pemodal asing (*foreign investors*). Berdasarkan Peraturan Menteri Keuangan No. 153/PMK.010/2010 tentang Kepemilikan Saham dan Permodalan Perusahaan Efek, pemodal asing adalah orang perseorangan warga negara asing atau badan hukum asing yang tidak bergerak pada bidang keuangan. Keberadaan investor asing dalam struktur kepemilikan perusahaan diharapkan akan menaikkan kinerja perusahaan dengan beberapa alasan. Pertama, investor asing tersebut akan menambah tekanan kepada manajer dalam menyediakan tambahan pengawasan. Kedua, investor asing tersebut dapat memberikan modal-modal baru dan memperkerjakan manajer yang sudah terlatih. Ketiga, investor asing tersebut membantu perusahaan lokal miliknya untuk mendaftar di pasar internasional yang mengakibatkan biaya perolehan modalnya semakin berkurang (Bekaert & Harvey, 1999).

Definisi Dividen

Menurut Gitman (2003) dividen kas yang dibayarkan merupakan penilaian investor atas suatu saham. Dividen kas mencerminkan arus kas kepada pemegang saham dan menginformasikan kinerja perusahaan saat ini dan yang akan datang. Karena *retained earnings* (laba ditahan) adalah salah satu bentuk pendanaan internal, maka keputusan mengenai dividen dapat mempengaruhi kebutuhan pendanaan eksternal perusahaan. Dengan demikian,

semakin besar dividen kas yang dibayarkan oleh perusahaan, maka semakin besar pula jumlah pendanaan eksternal yang dibutuhkan melalui pinjaman hutang atau penjualan saham.

Pendefinisian dividen yang senada diungkapkan oleh Ross et al (1999), menyatakan bahwa dividen adalah suatu bentuk pembayaran yang dilakukan oleh perusahaan kepada para pemiliknya, baik dalam bentuk kas maupun saham. Dividen dikatakan juga sebagai “komponen pendapatan” dari *return* investasi pada saham.

Teori Kebijakan Dividen

Dividen merupakan pembayaran dari perusahaan kepada para pemegang saham atas keuntungan yang diperolehnya. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh pihak perusahaan, berupa penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan dan besarnya saldo laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan (Sutrisno, 2001). Gitman (2003) memberikan definisi kebijakan dividen sebagai suatu perencanaan tindakan perusahaan yang harus dituruti ketika keputusan dividen harus dibuat.

Kebijakan dividen merupakan penggunaan laba bersih setelah pajak yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan berapa besar bagian laba bersih yang akan digunakan untuk membiaya investasi perusahaan. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba yang diperolehnya dalam bentuk dividen, maka akan mengurangi *retained earnings* dan selanjutnya mengurangi total sumber dana internal. Sebaliknya, jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperolehnya, maka kemampuan pembentukan dana internal akan semakin besar.

Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga

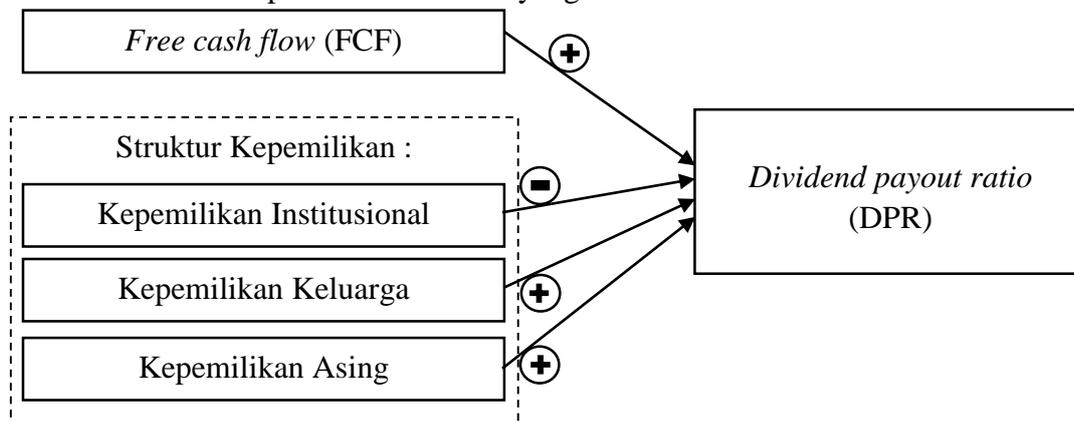
dapat memaksimalkan harga saham perusahaan.

Dividend Payout Ratio

Menurut Gitman (2003), *Dividend Payout Ratio* merupakan indikasi atas persentase jumlah pendapatan yang diperoleh yang didistribusikan kepada pemilik atau pemegang saham dalam bentuk. Sedangkan menurut Bambang Riyanto (2008:623), prosentase dari pendapatan yang dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen kas disebut *dividend payout ratio*.

Hipotesis Penelitian

Hipotesis adalah perumusan jawaban sementara terhadap suatu masalah yang



Gambar 1
Kerangka Penelitian

METODE PENELITIAN

Klasifikasi Sampel

Populasi pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011 – 2013. Teknik pengambilan sampel yaitu melalui uji kriteria sampel (*purposive sampling*) yaitu suatu metode pengambilan sampel non probabilitas yang mengambil obyek penelitian dengan kriteria-kriteria tertentu, dimana dapat dilihat pengambilan sampel sebagai berikut :

a. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan

akan diteliti dan diuji dengan pembuktian dan kebenaran berdasarkan fakta. Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut maka hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut :

- H1 : *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*
- H2 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*
- H3 : Kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*
- H4 : Kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*

Skematis kerangka berpikir dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut :

- dipublikasikan oleh *Indonesia Stock Exchange (IDX)* tahun 2011 – 2013.
- b. Perusahaan manufaktur yang melaporkan laporan keuangan secara lengkap dan berakhir pada 31 Desember tahun 2011 - 2013.
- c. Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen pada tahun 2011 – 2013 sebagai syarat untuk menghasilkan variabel *dividend payout ratio* (DPR).
- d. Perusahaan manufaktur yang memiliki informasi keuangan untuk menghasilkan variabel *free cash flow* (FCF).

Data Penelitian

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011 sampai dengan tahun 2013 yang diperoleh dari *Indonesia Stock Exchange* (IDX). Data yang diperlukan diantaranya:

- Informasi keuangan untuk menentukan *free cash flow* (FCF) yaitu arus kas dari operasi, dividen dan total aset.
- Informasi mengenai struktur kepemilikan yaitu jumlah saham yang dimiliki oleh institusional, keluarga, dan asing serta jumlah saham yang beredar.
- Informasi keuangan untuk menentukan *dividend payout ratio* (DPR) yaitu *dividend per share* (DPS) dan *earnings per share* (EPS).

Variabel Penelitian

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini meliputi variabel dependen yakni *dividend payout ratio* dan variabel independen yakni *free cash flow*, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga dan kepemilikan asing.

Definisi Operasional Variabel

a. Free Cash Flow (FCF)

Free Cash Flow merupakan dana/kas yang tersedia diperusahaan yang seharusnya didistribusikan kepada pemegang saham dan kreditor berupa pembayaran dividen dan pembayaran hutang, akan tetapi perusahaan telah terlebih dulu mencukupi investasi pada aset tetap dan modal kerja untuk mempertahankan pertumbuhan perusahaan. Perhitungan *free cash flow* menurut White et al (2003:27), dapat dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$FCF = \frac{\text{Operating Cash Flow} - \text{Dividend}}{\text{Total Asset}}$$

b. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan Institusional menunjukkan prosentase saham yang dimiliki oleh institusi dan kepemilikan oleh *blockholder*, yaitu kepemilikan individu atas nama perorangan di atas 5 persen tetapi tidak termasuk kedalam golongan kepemilikan *insider*. Pengukuran variabel kepemilikan institusional menurut Ismiyanti & Hanafi (2003) adalah sebagai berikut:

$$INS = \frac{\sum \text{saham institusional}}{\sum \text{saham yang beredar}} \times 100\%$$

c. Kepemilikan Keluarga

Menurut Harijono (2013) dalam penelitian Yulius dan Yeterina (2013), penelusuran kepemilikan keluarga dilakukan dengan melihat nama dewan direksi dan dewan komisi saris. Jika nama dewan direksi dan dewan komisaris cenderung sama dalam beberapa tahun dan mempunyai saham dalam kepemilikan perusahaan maka bisa saja perusahaan tersebut termasuk dalam kepemilikan oleh keluarga. Jika perusahaan dimiliki institusi lain, maka penelusuran kepemilikan dilakukan dengan analisis kepemilikan piramida dan struktur lintas kepemilikan. Setelah ditelusuri maka dapat diketahui jika saham pengendali perusahaan tersebut adalah individu, maka bisa dikategorikan sebagai kepemilikan keluarga. Pengukuran variabel kepemilikan keluarga menurut Harijono (2013) adalah sebagai berikut:

$$FAM = \frac{\sum \text{saham pihak keluarga}}{\sum \text{saham yang beredar}} \times$$

d. Kepemilikan Asing

Berdasarkan Peraturan Menteri Keuangan No. 153/PMK.010/2010 tentang Kepemilikan Saham dan Permodalan Perusahaan Efek, pemodal asing adalah orang perseorangan warga negara asing atau badan hukum asing yang tidak bergerak pada bidang keuangan. Pengukuran variabel

kepemilikan asing menurut Setiawan et al. (2006) adalah sebagai berikut:

$$FORE = \frac{\sum \text{saham pihak asing}}{\sum \text{saham yang beredar}} \times 100\%$$

e. Dividend Payout Ratio

Dividend Payout Ratio merupakan indikasi atas persentase jumlah pendapatan yang diperoleh yang didistribusikan kepada pemilik atau pemegang saham dalam bentuk kas. Skala pengukuran menurut Gitman (2003) adalah skala rasio, dengan rumus sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividend per Share (DPS)}}{\text{Earning per Share (EPS)}}$$

Alat Analisis

Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis deskriptif data dan analisis Regresi Linear Berganda (*Multiple Linear Regression*). Analisis regresi dilakukan untuk menguji kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih. Selain itu analisis regresi juga menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen (Imam, 2011:95).

Analisis regresi berganda disamping untuk mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih juga menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan independen. Jadi analisis regresi berganda merupakan analisa untuk mengukur seberapa besar pengaruh variabel *free cash flow* (FCF), kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga dan kepemilikan asing dengan *dividend payout*

ratio pada perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan gambaran atau deskripsi menyeluruh mengenai karakteristik variabel yang utama. Variabel dependen yang digunakan adalah *dividend payout ratio* yang diukur dari *dividen per share* dibagi dengan *earning per share*, sedangkan variabel independen yang diindikasikan berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* adalah *free cash flow* (dinyatakan dalam rasio perbandingan arus kas operasi dikurangi dividen dengan total aset), kepemilikan institusional (dinyatakan dalam rasio perbandingan jumlah saham pihak institusi dengan jumlah saham beredar), kepemilikan keluarga (dinyatakan dalam rasio perbandingan jumlah saham pihak keluarga dengan jumlah saham beredar), dan kepemilikan asing (dinyatakan dalam rasio perbandingan jumlah saham pihak asing dengan jumlah saham beredar). Dalam pengujian ini untuk variabel dependen (Y) menggunakan data tahun berjalan (t) sedangkan variabel dependen (X) menggunakan data tahun sebelumnya (t₋₁) Berikut adalah output uji deskriptif dari variabel *dividend payout ratio*, *free cash flow*, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan asing.

Tabel 1
Hasil Uji Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
FCF	173	-,17290	,28274	,0568095	,07847245
INS	173	,00000	,98179	,1756872	,28161975
FAM	173	,00000	,98463	,2640054	,29992025
FORE	173	,00000	,99140	,2617684	,29809810
DPR	173	-,52174	1,45391	,3913580	,31847086
Valid (listwise)	N 173				

Free Cash Flow (FCF)

Free cash flow merupakan arus kas operasi dikurangi dividen dibagi dengan total aset. Jika pada tahun sebelumnya (t_{-1}) perusahaan tidak membagi dividen maka nilai dividen sama dengan nol (0) dan masih bisa untuk menghitung *free cash flow* karena setiap perusahaan memiliki arus kas operasi dan total aset.

Berdasarkan tabel 1 hasil uji deskriptif dapat dilihat bahwa tingkat rata-rata *free cash flow* sebesar 0,0568 dengan standart deviasi 0,0785. Standar deviasi digunakan untuk menunjukkan rentang atau jarak antara data satu dan lainnya. Dalam penelitian ini, bisa diartikan bahwa rentang atau jarak antara data *free cash flow* satu dengan lainnya adalah sebesar 0,0785 yang nilainya tidak lebih dari 2,5 kali dari nilai rata-rata menunjukkan varians tergolong rendah atau data semakin homogen.

Nilai minimum *free cash flow* bernilai negatif yakni sebesar -0,17290 yang didapat dari salah satu sampel pada perusahaan Indomobil Sukses International Tbk dengan laporan keuangan tahun 2012. Hal ini disebabkan karena nilai arus kas operasinya lebih kecil dari nilai dividen yang dibagikan. Arus kas operasinya bernilai negatif dan sangat rendah yakni sebesar -Rp. 2.876.087.842.113 karena kas yang masuk lebih rendah daripada kas keluar yg digunakan untuk pembayaran beban-bebannya.

Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan dalam penelitian ini diprosikan terhadap kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan asing. Berdasarkan tabel 1 hasil uji deskriptif dapat dilihat bahwa nilai minimum dari kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga dan kepemilikan asing sebesar 0 dikarenakan ada beberapa perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga atau kepemilikan asing. Sedangkan nilai maksimum kepemilikan institusional sebesar 0,9818, kepemilikan keluarga sebesar 0,9846 dan kepemilikan asing sebesar 0,9914 maka sisa dari masing-masing kepemilikan tidak lebih dari 2 persen yakni sebagian bisa dimiliki publik, managerial, pemerintah, dan lain-lain selain dimiliki institusional, keluarga dan asing. Dari hal tersebut dapat disimpulkan bahwa ada beberapa perusahaan manufaktur yang kepemilikan publiknya masih sangat sedikit, dimana seharusnya saham perusahaan *go public* tersebut banyak dimiliki oleh pihak publik bukan pihak institusi, keluarga, maupun asing.

Berikut adalah porsi struktur kepemilikan terhadap jumlah sampel dimana dapat diketahui berapa yang memiliki dan yang tidak memiliki kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan asing.

Tabel 2
Porsi Struktur Kepemilikan Terhadap Jumlah Sampel

Struktur Kepemilikan	Yang Memiliki	Yang Tidak Memiliki	Jumlah Sampel
Kepemilikan Institusional	86	87	173
	49,71%	50,29%	100%
Kepemilikan Keluarga	113	60	173
	65,32%	34,68%	100%
Kepemilikan Asing	100	73	173
	57,80%	42,20%	100%

Kepemilikan Institusional (INS)

Kepemilikan institusional merupakan porsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi dibagi dengan jumlah saham

yang beredar. Jika perusahaan tidak mempunyai kepemilikan institusional maka nilainya sama dengan nol (0) dan masih bisa digunakan sebagai data penelitian.

Berdasarkan tabel 1 hasil uji deskriptif dapat dilihat bahwa tingkat rata-rata kepemilikan institusional sebesar 0,1757 dengan standart deviasi 0,2816. Standar deviasi digunakan untuk menunjukkan rentang atau jarak antara data satu dan lainnya. Dalam penelitian ini, bisa diartikan bahwa rentang atau jarak antara data kepemilikan institusional satu dengan lainnya adalah sebesar 0,2816 yang nilainya tidak lebih dari 2,5 kali dari nilai rata-rata menunjukkan varians tergolong rendah atau data semakin homogen.

Berdasarkan tabel 2 porsi struktur kepemilikan terhadap jumlah sampel dapat dilihat bahwa dari 173 data yang digunakan dalam sampel terdapat 86 yang memiliki kepemilikan institusional atau sebesar 49,17%. Hal ini dapat disimpulkan bahwa sebagian kecil perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki kepemilikan institusional.

Kepemilikan Keluarga (FAM)

Kepemilikan keluarga merupakan porsi saham yang dimiliki oleh pihak keluarga dibagi dengan jumlah saham yang beredar. Jika perusahaan tidak mempunyai kepemilikan keluarga maka nilainya sama dengan nol (0) dan masih bisa digunakan sebagai data penelitian.

Berdasarkan tabel 1 hasil uji deskriptif dapat dilihat bahwa tingkat rata-rata kepemilikan keluarga sebesar 0,2640 dengan standart deviasi 0,2999. Standar deviasi digunakan untuk menunjukkan rentang atau jarak antara data satu dan lainnya. Dalam penelitian ini, bisa diartikan bahwa rentang atau jarak antara data kepemilikan keluarga satu dengan lainnya adalah sebesar 0,2999 yang nilainya tidak lebih dari 2,5 kali dari nilai rata-rata menunjukkan varians tergolong rendah atau data semakin homogen.

Berdasarkan tabel 2 porsi struktur kepemilikan terhadap jumlah sampel dapat dilihat bahwa dari 173 data yang digunakan dalam sampel terdapat 113 yang memiliki kepemilikan keluarga atau sebesar 65,32%. Hal ini dapat disimpulkan bahwa sebagian

besar perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki kepemilikan keluarga dimana kontrol terhadap perusahaan oleh pihak keluarga akan menimbulkan *monopoly*.

Kepemilikan Asing (FORE)

Kepemilikan keluarga merupakan porsi saham yang dimiliki oleh pihak asing dibagi dengan jumlah saham yang beredar. Jika perusahaan tidak mempunyai kepemilikan asing maka nilainya sama dengan nol (0) dan masih bisa digunakan sebagai data penelitian.

Berdasarkan tabel 1 hasil uji deskriptif dapat dilihat bahwa tingkat rata-rata kepemilikan asing sebesar 0,2618 dengan standart deviasi 0,2981. Standar deviasi digunakan untuk menunjukkan rentang atau jarak antara data satu dan lainnya. Dalam penelitian ini, bisa diartikan bahwa rentang atau jarak antara data kepemilikan asing satu dengan lainnya adalah sebesar 0,2981 yang nilainya tidak lebih dari 2,5 kali dari nilai rata-rata menunjukkan varians tergolong rendah atau data semakin homogen.

Berdasarkan tabel 2 porsi struktur kepemilikan terhadap jumlah sampel dapat dilihat bahwa dari 173 data yang digunakan dalam sampel terdapat 100 yang memiliki kepemilikan asing atau sebesar 57,80%. Hal ini dapat disimpulkan bahwa sebagian besar perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki kepemilikan asing.

Dividend Payout Ratio (DPR)

Dividend payout ratio merupakan indikasi atas persentase jumlah pendapatan yang diperoleh yang didistribusikan kepada pemilik atau pemegang saham dalam bentuk kas. Dalam hal ini *dividen payout ratio* didapat dari dividen per saham dibagi dengan laba per saham. Jika perusahaan tidak membagikan dividen dimana dividen tersebut digunakan untuk perhitungan *dividend payout ratio* maka termasuk ke dalam data *outlier* dan tidak bisa digunakan sebagai data penelitian.

Berdasarkan tabel 1 hasil uji deskriptif dapat dilihat bahwa tingkat rata-rata *dividen payout ratio* sebesar 0,3914 dengan standart deviasi 0,3185. Standar deviasi digunakan untuk menunjukkan rentang atau jarak antara data satu dan lainnya. Dalam penelitian ini, bisa diartikan bahwa rentang atau jarak antara data *dividen payout ratio* satu dengan lainnya adalah sebesar 0,3185 yang nilainya kurang dari nilai rata-rata atau tidak lebih dari 2,5 kali dari nilai rata-rata menunjukkan varians tergolong rendah atau data semakin homogen. Nilai minimum *dividend payout ratio* sebesar -0,5217 dikarenakan *earning*

per share-nya bernilai negatif atau mengalami kerugian. Jadi ada beberapa perusahaan dimana persusahaan tersebut mengalami kerugian masih dapat membagikan dividen. Pembagian dividen tersebut diambil dari laba ditahan (*retained earnings*), hal ini sesuai dengan undang-undang yang menentukan bahwa dividen harus dibayar dari laba, baik laba tahun berjalan maupun laba tahun lalu yang ada dalam pos “laba ditahan” dalam neraca.

**Hasil dan Pembahasan
Pengujian Hipotesis
a. Uji Statistik F**

**Tabel 3
Hasil Uji Statistik F**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2,432	4	,608	6,803	,000 ^b
	Residual	15,013	168	,089		
	Total	17,445	172			

Berdasarkan tabel 3 hasil uji statistik F, dapat dilihat bahwa nilai signifikansi uji F sebesar $0,000 < 0,05$, maka H_0 ditolak yang artinya model regresi fit atau bagus dan variabel *free cash flow*

(FCF), kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan asing berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* (DPR).

b. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

**Tabel 4
Hasil Uji Koefisien Determinasi**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,373 ^a	,139	,119	,29893902

Berdasarkan tabel 4 hasil uji koefisien determinasi, dapat dilihat bahwa nilai *adjusted R²* sebesar 0,119 yang artinya variabel *dividend payout ratio* dapat dijelaskan oleh variabel *free cash flow*, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, dan kepemilikan asing sebesar 11,9%. Sedangkan sisanya sebesar 88,1%,

yakni variabel *dividend payout ratio* dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kemampuan variabel independen dalam mempengaruhi variabel dependen tergolong rendah.

c. Analisis Regresi Linear Berganda dan Uji Statistik t

Tabel 5
Hasil Regresi dan Hasil Uji t

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	,105	,075		1,395	,165
1 FCF	,883	,298	,218	2,964	,003
INS	,468	,111	,414	4,221	,000
FAM	,241	,114	,227	2,118	,036
FORE	,345	,113	,323	3,046	,003

Berdasarkan tabel 5 persamaan yang dihasilkan dalam pemodelan regresi linar berganda dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

$$DPR = 0,105 + 0,883 FCF + 0,468 INS + 0,241 FAM + 0,345 FORE + e$$

Dimana :

- DPR = *Dividend Payout Ratio*
- FCF = *Free Cash Flow*
- INS = Kepemilikan Institusional
- FAM = Kepemilikan Keluarga
- $FORE$ = Kepemilikan Asing
- e = *error term*

Berdasarkan tabel hasil uji t diketahui masing-masing variabel independen yang digunakan pada penelitian ini yaitu *free cash flow* (FCF), kepemilikan institusional (INS), kepemilikan keluarga (FAM) dan kepemilikan asing (FORE) pada tingkat signifikansi 5% (0,05). Maka berdasarkan hipotesis yang dibuat dapat dijabarkan sebagai berikut :

1. Variabel *Free Cash Flow* (FCF), berdasarkan hasil uji t diperoleh signifikansi sebesar $0,003 < 0,05$ dan koefisien regresinya bernilai positif maka H_0 ditolak, dapat disimpulkan bahwa *Free Cash Flow* (FCF) berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).
2. Variabel Kepemilikan Institusional (INS), berdasarkan hasil uji t diperoleh signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$ dan koefisien regresinya bernilai positif maka H_0 tidak dapat ditolak, dapat

disimpulkan bahwa Kepemilikan Institusional (INS) tidak berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).

3. Variabel Kepemilikan Keluarga (FAM), berdasarkan hasil uji t diperoleh signifikansi sebesar $0,036 < 0,05$ dan koefisien regresinya bernilai positif maka H_0 ditolak, dapat disimpulkan bahwa Kepemilikan Keluarga (FAM) berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).
4. Variabel Kepemilikan Asing (FORE), berdasarkan hasil uji t diperoleh signifikansi sebesar $0,003 < 0,05$ dan koefisien regresinya bernilai positif maka H_0 ditolak, dapat disimpulkan bahwa Kepemilikan Asing (FORE) berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).

Pembahasan

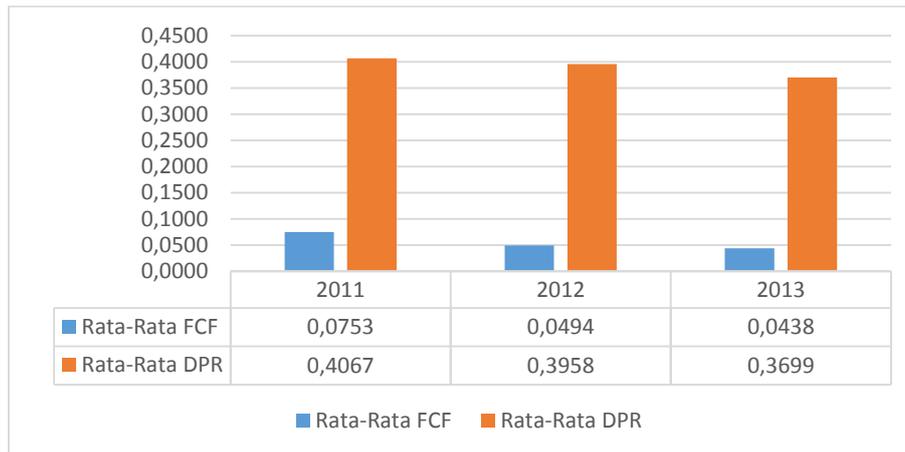
a. Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Free cash flow (aliran kas bebas) menggambarkan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan. Perusahaan dengan aliran kas bebas berlebih akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya karena mereka dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak dapat diperoleh perusahaan lain. Perusahaan dengan aliran kas bebas tinggi bisa diduga lebih *survive* dalam situasi yang buruk. Jadi

secara teori semakin tinggi *free cash flow*, kemungkinan perusahaan membagikan dividen juga akan semakin tinggi.

Berdasarkan hasil analisis uji t diperoleh temuan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* bahwa semakin banyak *free*

cash flow yang dimiliki perusahaan maka dividen yang dibayarkan juga akan semakin besar. Berikut adalah gambar grafik yang menjelaskan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* :



Gambar 2
Grafik Rata-Rata *Free Cash Flow* dan *Dividend Payout Ratio*

Berdasarkan gambar 4.1 grafik rata-rata *free cash flow* dan *dividend payout ratio* dapat dilihat bahwa pada tahun 2011 rata-rata *free cash flow* sebesar 0,0753 dan rata-rata *dividend payout ratio* sebesar 0,4067, pada tahun 2012 rata-rata *free cash flow* sebesar 0,0494 dan rata-rata *dividend payout ratio* sebesar 0,3958 dan pada tahun 2013 rata-rata *free cash flow* sebesar 0,0438 dan rata-rata *dividend payout ratio* sebesar 0,3699. Dari ketiga tahun tersebut menunjukkan bahwa pergerakan arah *free cash flow* dan *dividend payout ratio* dari tahun ke tahun adalah positif, artinya semakin tinggi tingkat *free cash flow* maka semakin tinggi pula tingkat *dividend payout ratio*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Hasil pengujian ini sejalan dengan penelitian Dini (2009), menyatakan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio* bersifat positif. Hal ini juga senada dengan penelitian Jurica & Lilyana (2012), namun berlainan dengan penelitian Kartika (2006)

yang menyatakan bahwa tidak ada pengaruh yang signifikan antara *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio*.

b. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap *Dividend Payout Ratio*

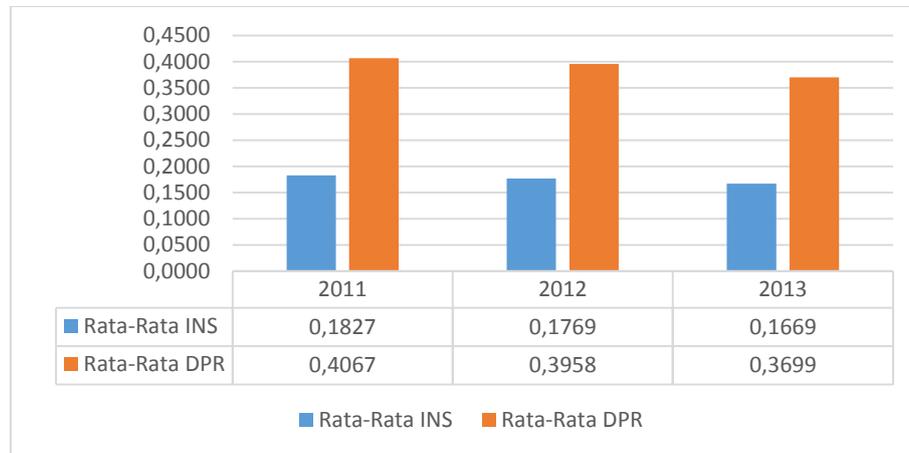
Kepemilikan institusional adalah porsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi pada akhir tahun yang diukur dalam prosentase. Tingkat saham institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga membatasi perilaku *opportunistic* manajer, yaitu manajer melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya.

Sesuai dengan teori preferensi pajak, investor individu akan lebih menyukai perusahaan tidak membayar dividen karena tarif pajak pribadi untuk penghasilan yang diterima dalam bentuk dividen lebih besar daripada tarif pajak penghasilan pribadi atas keuntungan modal. Investor akan lebih untung jika dana tetap pada perusahaan atau dibayar melalui pembelian kembali saham yang beredar. Dengan demikian, mereka membayar pajak

atas keuntungan modal yang lebih rendah dari pada menerima dividen.

Berdasarkan hasil analisis uji t diperoleh temuan bahwa kepemilikan

institusional tidak berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.



Gambar 3

Grafik Rata-Rata Kepemilikan Institusional dan *Dividend Payout Ratio*

Berdasarkan gambar 4.2 grafik rata-rata kepemilikan institusional dan *dividend payout ratio* dapat dilihat bahwa pada tahun 2011 rata-rata kepemilikan institusional sebesar 0,1827 dan rata-rata *dividend payout ratio* sebesar 0,4067, pada tahun 2012 rata-rata kepemilikan institusional sebesar 0,1769 dan rata-rata *dividend payout ratio* sebesar 0,3958 dan pada tahun 2013 rata-rata kepemilikan institusional sebesar 0,1669 dan rata-rata *dividend payout ratio* sebesar 0,3699. Dari ketiga tahun tersebut menunjukkan bahwa pergerakan arah kepemilikan institusional dan *dividend payout ratio* dari tahun ke tahun adalah positif, artinya semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional maka semakin tinggi pula tingkat *dividend payout ratio*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

Hal ini sejalan dengan penelitian Tandelilin dan Wilberforce (2002) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen karena kepemilikan institusional lebih mementingkan stabilitas pendapatan (*return*) melalui pembagian

dividen. Namun, hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Jurica & Lilyana (2012), menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

c. Kepemilikan Keluarga terhadap *Dividend Payout Ratio*

Perusahaan dengan kepemilikan keluarga sebagai pengendali mempunyai hak suara yang lebih besar dalam pemilihan direksi dan komisaris dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) sehingga direksi dan komisaris perusahaan tersebut diduduki oleh anggota keluarga tersebut.

Berdasarkan teori yang dibangun oleh Jensen dan Meckling (1976), perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga dapat meminimalkan atau menghilangkan adanya masalah dan biaya keagenan antara pemegang saham mayoritas dan manajemen. Namun, hal tersebut akan menimbulkan masalah keagenan dengan pemegang saham minoritas. Manajemen cenderung melakukan peningkatan dividen untuk mengurangi masalah keagenan tersebut.

Berdasarkan hasil analisis uji t diperoleh temuan bahwa kepemilikan

keluarga berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki kepemilikan keluarga sebanyak 113 dari 173 data atau sebesar 65,32%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa sebagian besar perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia memiliki kepemilikan keluarga dimana kontrol terhadap perusahaan oleh pihak keluarga akan menimbulkan *monopoly*.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Sugiarto (2008) yang menemukan kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio*. Namun berbeda dengan penelitian Jurica & Lilyana (2012) yang menyatakan bahwa kepemilikan keluarga tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

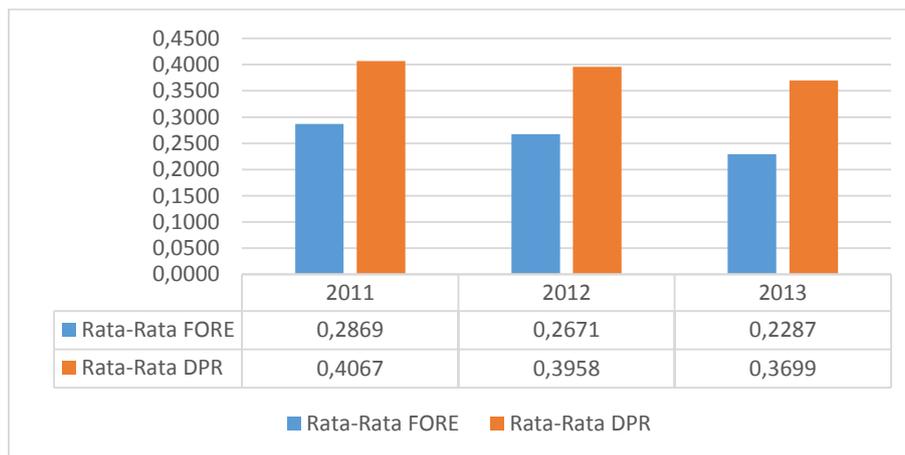
d. Kepemilikan Asing terhadap *Dividend Payout Ratio*

Investor asing cenderung memilih berinvestasi pada perusahaan yang mempunyai nilai yang lebih tinggi di pasar. Hal tersebut disebabkan karena investor

asing menanamkan modalnya untuk jangka panjang. Hal tersebut ditunjukkan dari hasil penelitian Wang (2007) yang menemukan bahwa transaksi asing menurunkan tingkat volatilitas di pasar modal. Transaksi jangka panjang tersebut dapat memberikan keuntungan berupa dividen bagi para investor asing.

Keberadaan investor asing dalam struktur kepemilikan perusahaan dapat menaikkan kinerja perusahaan dengan beberapa alasan. Pertama, investor asing tersebut dapat menambah tekanan kepada manajer dalam menyediakan tambahan pengawasan. Kedua, investor asing tersebut dapat memberikan modal-modal baru dan memperkerjakan manajer yang sudah terlatih. Ketiga, investor asing tersebut membantu perusahaan lokal miliknya untuk mendaftar di pasar internasional yang mengakibatkan biaya perolehan modalnya semakin berkurang.

Berdasarkan hasil analisis uji t diperoleh temuan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif. Berikut adalah gambar grafik yang menjelaskan bahwa kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* :



Gambar 4
Grafik Rata-Rata Kepemilikan Asing dan *Dividend Payout Ratio*

Berdasarkan gambar 4.3 grafik rata-rata kepemilikan asing dan *dividend payout ratio* dapat dilihat bahwa pada tahun 2011 rata-rata kepemilikan asing sebesar 0,2869 dan rata-rata *dividend payout ratio* sebesar 0,4067, pada tahun 2012 rata-rata

kepemilikan asing sebesar 0,2671 dan rata-rata *dividend payout ratio* sebesar 0,3958 dan pada tahun 2013 rata-rata kepemilikan asing sebesar 0,2287 dan rata-rata *dividend payout ratio* sebesar 0,3699. Dari ketiga tahun tersebut menunjukkan bahwa

pergerakan arah kepemilikan asing dan *dividend payout ratio* dari tahun ke tahun adalah positif, artinya semakin tinggi tingkat kepemilikan asing maka semakin tinggi pula tingkat *dividend payout ratio*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan asing memiliki pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Chai (2010), menyatakan bahwa tingkat kepemilikan asing mempunyai pengaruh positif terhadap pembayaran dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio*. Hal ini berlainan dengan penelitian Jurica & Lilyana (2012) yang menyatakan bahwa kepemilikan asing tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Berikut adalah kesimpulan dari masing-masing hasil pengujian :

- a. Berdasarkan hasil normalitas menunjukkan bahwa penelitian ini bebas dari bias dan dapat dikatakan data terdistribusi secara normal.
- b. Berdasarkan analisis uji model (uji F) menunjukkan bahwa model fit dari persamaan regresi *free cash flow* (FCF), kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga dan kepemilikan asing terhadap *dividend payout ratio* (DPR).
- c. Berdasarkan uji koefisien determinasi (R^2), menunjukkan bahwa kemampuan variabel *free cash flow*, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga dan kepemilikan asing dalam mempengaruhi variabel *dividend payout ratio* tergolong rendah.
- d. Berdasarkan hasil analisis regresi (uji-t) menunjukkan bahwa *free cash flow*, kepemilikan keluarga dan kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* sedangkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh negatif terhadap *dividend payout*. Hal ini karena kepemilikan institusional lebih mementingkan

stabilitas pendapatan (*return*) melalui pembagian dividen.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Adapun keterbatasan dalam penelitian ini adalah:

- a. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 173 data penelitian dari populasi sebesar 398 data penelitian, maka sampel <50% dari populasi yang artinya masih jauh dari harapan peneliti untuk menginginkan data sampel yang mendekati populasi.
- b. Penelusuran kepemilikan keluarga dilakukan hanya dengan melihat nama dewan direksi dan dewan komisaris. Jika perusahaan dimiliki institusi lain, maka penelusuran kepemilikan dilakukan dengan analisis kepemilikan piramida dan struktur lintas kepemilikan kemudian dapat diketahui jika saham pengendali perusahaan tersebut adalah individu (dewan direksi atau dewan komisaris), maka bisa dikategorikan sebagai kepemilikan keluarga.

Untuk penelitian selanjutnya agar menggunakan seluruh perusahaan *go public* sebagai populasi penelitian karena banyak perusahaan-perusahaan yang membagikan dividen dan memiliki struktur kepemilikan yang lebih lengkap untuk dijadikan sampel penelitian. Dan untuk penelusuran kepemilikan keluarga tidak hanya dilihat dari nama dewan komisaris dan dewan direksi, tetapi juga dilihat dari nama personil-personil yang menempati posisi sebagai karyawan, *blockholder*, baik individual maupun membentuk suatu kelompok karena kemungkinan keluarga ada di posisi tersebut dan sesuai dengan yang dikemukakan oleh Anderson & Reeb (2003) dalam buku Sugiarto (2008).

DAFTAR RUJUKAN

- Anderson, R.C., Mansi, S.A., & Reeb, D.M. 2003. "Founding Family Ownership and The Agency Cost of

- Debt". *Journal of Financial Economics*, 68, 263-285.
- Bekaert, G., dan Harvey, C. R. 1999. "Foreign Speculators and Emerging Equity Markets". Duke Univ. *Fuqua School of Business Working Paper*. No. 9721.
- Chai, D. H. 2010. "Foreign Corporate Ownership and Dividends". *Working Paper Centre for Business Research. University of Cambridge*. No. 401.
- Dini Rosdini. 2009. "Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Divident Payout Ratio*". *Working Paper in Accounting and Finance. Research Days, Faculty of Economics - Padjadjaran University, Bandung*.
- Gitman, L.J. 2003. *Principle of Managerial Finance*. 10 edition, USA: Addison Wesley.
- Imam Ghozali. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ismiyanti, Fitri dan M.M. Hanafi 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang, dan Kebijakan Dividen : Analisis Persamaan Simultan. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi VI*, Surabaya, 16-17 Oktober, hlm. 260-277.
- Jensen, M.C., dan Meckling, W. H. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, agency Cost, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. Pp. 3-24.
- Jurica Lucyanda dan Lilyana. 2012. "Pengaruh *Free Cash Flow* dan Struktur Kepemilikan Terhadap Dividend Payout Ratio". *Jurnal Dinamika Akuntansi*. Vol 4. No. 2. 129-138.
- Kartika, Andi. 2006. "Analisa Pengaruh *Free Cash Flow*, *Insider Ownership*, *Debt to Equity Ratio* dan *Growth Potential* terhadap *Dividend Payout Ratio* pada Perusahaan Publik di Indonesia". *Infokam* Nomor II, September.
- Kouki, M., dan Guizani, M. 2009. "Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market". *European Journal of Scientific Research*. ISSN 1450-216X. Vol. 25. No. 1 (2009). Pp.42-53.
- Levy, H., dan Sarnat, M. 1990. *Capital Investment and Financial Decision 4th ed*. New York: Prentice Hall.
- Listyani, Theresia T. 2005. "Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya Terhadap Kepemilikan Saham Institusional". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol 8. No. 1. Januari. Hlm.82-104
- Ross, Stephen A., Westerfield, Randolph W., dan Bradford, D. Jordan. 2003. *Fundamentals of Corporate Finance*. Boston : Irwin McGraw-Hill.
- Setiawan, M., Bernik, M., dan Sondari, M. C. 2006. "Pengaruh Struktur Penelitian, Karakteristik Perusahaan, dan Karakteristik Tata Kelola Korporasi terhadap Kinerja Perusahaan Studi Kasus pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta" laporan penelitian Universitas Padjadjaran Tidak Dipublikasikan.

- Sisca Christianty Dewi. 2008. "Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 10. No. 1. Hal. 47-58.
- Sugiarto. 2008. Kebijakan Dividend Perusahaan-Perusahaan Terbuka Non-Keuangan yang dikontrol Keluarga. *Akuntabilitas*. Maret 2008. Pp. 135-149.
- Sugiarto. 2008. *Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Perusahaan, Permasalahan Keagenan & Informasi Asimetri*. Bandung : Graha Ilmu.
- Sutrisno. 2001. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio". *TEMA*. Vol. 2 No. 1.
- Tarjo. 2008. "Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Leverage terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham serta *Cost of Equity Capital*". *Proceeding Simposium Nasional Akuntansi XI Pontianak*.
- Uyara, Ali Sani dan Askam Tuasikal. 2003. "Moderasi Aliran Kas Bebas terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal dengan Earnings Response Coefficients". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol 6 No. 2.
- Wang, J. 2007. "The Causal Relationship between Foreign Ownership and Stock Volatility in Indonesia". http://centerforpbefr.rutgers.edu/2007/Papers/084-volatility%20causality_Vietnam.pdf. Di akses tgl 27 Juli 2011.
- White, I Gerald., et.al. 2003. *The Analysis and Use of Financial Management*. John Wiley & Sons, Inc.
- Yulius Ardy W. dan Yeterina. 2013. "Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur di Indonesia". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol. 15. No. 1. 15-26.