

**ANALISIS PENGARUH *FREE CASH FLOW*,
LEVERAGE, *PROFITABILITY*, *RISK*, *GROWTH*
DAN *FIRM SIZE* TERHADAP *DIVIDEND*
*PAYOUT RATIO***

**(STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG
LISTING DI BURSA EFEK INDONESIA PADA TAHUN 2007-2011)**



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

**RORO AYU ISTININGTYAS
NIM C2A009172**

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2013**

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Roro Ayu Istiningtyas

Nomor Induk Mahasiswa : C2A009172

Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Manajemen

Judul Skripsi : **ANALISIS PENGARUH *FREE CASH FLOW, LEVERAGE, PROFITABILITY, RISK, GROWTH* DAN *FIRM SIZE* TERHADAP *DIVIDEND PAYOUT RATIO* (STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG LISTING DI BURSA EFEK INDONESIA PADA TAHUN 2007-2011)**

Dosen Pembimbing : Dr. Harjum Muharam, SE , ME

Semarang,

Dosen Pembimbing

(Dr. Harjum Muharam, SE , ME)
NIP. 19720218200003101

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Roro Ayu Istiningtyas

Nomor Induk Mahasiswa : C2A009172

Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Manajemen

Judul Skripsi : **ANALISIS PENGARUH *FREE CASH FLOW, LEVERAGE, PROFITABILITY, RISK, GROWTH* DAN *FIRM SIZE* TERHADAP *DIVIDEND PAYOUT RATIO* (STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG LISTING DI BURSA EFEK INDONESIA PADA TAHUN 2007-2011)**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal

Tim Penguji

1. Dr. Harjum Muharam, SE , ME (.....)

2. Erman Denny Arfinto, S.E, M.M (.....)

3. Drs. Prasetiono, M.Si. (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan dibawah ini saya, Roro Ayu Istiningtyas menyatakan bahwa skripsi dengan judul: Analisis Pengaruh *Free Cash Flow, Leverage, Profitability, Risk, Growth* dan *Firm Size* Terhadap *Dividend Payout Ratio* (studi empiris pada perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007-2011) adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 20 Mei 2013

Yang membuat pernyataan,

(Roro Ayu Istiningtyas)
NIM. C2A009172

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

Motto

“..... Karena sesungguhnya sesudah kesulitan itu ada kemudahan.

Maka apabila kamu telah selesai (dari sesuatu urusan), kerjakanlah dengan sungguh-sungguh (urusan) yang lain, dan hanya kepada Tuhanmulah hendaknya kamu berharap” (QS. Al Insyirah : 5-8).

Persembahan

Skripsi ini saya persembahkan untuk kedua orang tua, adik, saudara, serta para sahabat yang telah membantu saya dengan tulus hingga terselesaikannya skripsi ini.

ABSTRAK

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh *agency cost* terhadap kebijakan dividen (*dividend payout ratio*). Dalam hal ini, *agency cost* diproksi dengan *free cash flow*, *debt equity ratio*, *return on equity*, *risk*, *growth*, dan *size*. Tujuan penelitian ini untuk mengetahui seberapa besar pengaruh *agency cost* terhadap kebijakan dividen (*dividend payout ratio*) di dalam suatu perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia.

Populasi dalam penelitian ini sejumlah 147 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011. Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria: (1) perusahaan yang sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2007-2011, dan (2) perusahaan yang secara kontinu membagikan dividennya dan mempublikasikan data keuangan yang berkaitan dengan pengukuran variabel periode 2007 sampai dengan 2011. Data diperoleh dari publikasi *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2008-2012) dan *Annual Report* 2007-2011. Diperoleh jumlah sampel sebanyak 26 perusahaan dari 147 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi berganda dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta F-statistik untuk menguji pengaruh secara bersama-sama dengan tingkat kepercayaan 5%. Sebelum di uji dengan regresi linear berganda terlebih dahulu dilakukan uji asumsi klasik.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ditemukan adanya penyimpangan asumsi klasik, hal ini menunjukkan bahwa data yang tersedia telah memenuhi syarat untuk digunakan model regresi linear berganda. Persamaan regresi yang dihasilkan adalah $DPR = 6,721 + 0,050FCF - 4,655DER + 0,134ROE + 1,449E-008RISK + 0,055GROWTH + 1,674SIZE$. Dari hasil analisis menunjukkan bahwa secara parsial variabel *profitability* (ROE) dan variabel *firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. Dalam penelitian ini juga ditemukan bahwa variabel *leverage* (DER), berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR. Variabel lain dalam penelitian ini yaitu *free cash flow*, *risk*, dan *growth* tidak berpengaruh terhadap DPR. Hasil estimasi regresi menunjukkan kemampuan prediksi dari model ini sebesar 10,4 % sedangkan sisanya 89,6 % dipengaruhi oleh faktor lain diluar model yang belum dimasukkan dalam penelitian ini.

Kata Kunci : *agency cost, dividend payout ratio, free cash flow, debt equity ratio, return on equity, risk, growth, firm size.*

ABSTRACT

This study was conducted to examine the effect of agency cost in dividend policy (dividend payout ratio). In this case, the agency cost is represented by free cash flow, debt equity ratio, return on equity, risk, growth, and firm size. Basically, the purpose of this study is to know how big the influence of agency cost on dividend policy (dividend payout ratio) in a company which are listed in Indonesia Stock Exchange.

The population of this research is 147 manufacture companies that listed in Indonesian Stock Exchange period 2007-2011. Sampling technique used here is purposive sampling on criterion (1) the manufacture company that listed in Indonesian Stock Exchange period 2008-2011, and (2) the company that continually share their dividend and publish the financial data relating to measure of variables each period 2007 to 2011. The data is obtained from Indonesian Capital Market Directory (ICMD 2007- 2012) and Annual Report 2007-2011 publication. This sample gained amount of 26 companies from 147 companies those are listed in Indonesian Stock Exchange. The analysis technique used multiple regression and hypothesis test using t-statistic to examine partial regression coefficient and F-statistic to examine the mean of mutual effect with level of significance 5%. Before tested with a multiple linear regression test, testified with classical assumptions test first.

The results showed that distortion there in classical assumption. Those things indicate the data which available in this study has been qualified for use in linear regression model. The result regression equation is $DPR = 6,721 + 0,050FCF - 4,655DER + 0,134ROE + 1,449E-008RISK + 0,055GROWTH + 1,674SIZE$ From the analysis shows that in partially profitability (ROE) variable and firm size variable are influence positively and significantly on DPR. This research also found that leverage (DER) has negative and significant influence on DPR. The other variables in the research which are free cash flow, risk, and growth did not affect on DPR. The result of regression estimation show the ability of model prediction is 10,4% while the remaining 89,6% influenced by other factors outside the model that has not been included in the study.

Keyword : agency cost, dividend payout ratio, free cash flow, debt equity ratio, return on equity, risk, growth, firm size.

KATA PENGANTAR

Assalamualaikum, Wr. Wb

Dengan mengucap bismillahirrahmannirrahim perkenankan saya selaku penyusun skripsi menghaturkan beberapa patah kata. Alhamdulillahrabbi Alamin, segala puji dan syukur penulis haturkan kehadiran Allah SWT. Serta sholawat dan salam bagi rasulullah SAW yang telah melimpahkan rahmat dan karunianya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan judul **“ANALISIS PENGARUH *FREE CASH FLOW*, *LEVERAGE*, *PROFITABILITY*, *RISK*, *GROWTH* DAN *FIRM SIZE* TERHADAP *DIVIDEND PAYOUT RATIO* (STUDI EMPIRIS PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG LISTING DI BURSA EFEK INDONESIA PADA TAHUN 2007-2011)”**

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini tidak terlepas dari bantuan berbagai pihak, maka dalam kesempatan ini dengan segala kerendahan hati, penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih atas segala bantuan, bimbingan dan dukungan yang telah diberikan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan, kepada:

1. Kedua orang tua, Papa tersayang Capt. H. Agung Topo Budi Susilo M. Mar. MM dan Mama tersayang Hj Wargiyati, S.E atas doa restu, kasih sayang, kesabaran, dan dukungan moral serta dukungan materi selama proses penyusunan skripsi ini.
2. Bapak Prof. Drs. H. Mohamad Nasir, MSi., Akt, Ph.D, selaku dekan Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang yang telah memberikan

kesempatan penulis untuk dapat menuntut ilmu di Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.

3. Bapak Dr. Harjum Muharam, SE , ME selaku dosen pembimbing yang telah meluangkan banyak waktu dengan sabar dan bijaksana dalam memberikan bimbingan, arahan, nasihat, dan semangat kepada saya sampai terselesaikannya skripsi ini.
4. Bapak Dr. Suharnomo, S.E., Msi. selaku dosen wali yang telah banyak membantu selama perkuliahan, terutama di bidang akademik.
5. Segenap dosen Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro yang telah memberikan bekal ilmu yang bermanfaat bagi saya.
6. Staf Perpustakaan, Staff Tata Usaha, Pojok Bursa Efek Indonesia Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang, seluruh staff Fakultas Ekonomi , dan staff perpustakaan PIPM Semarang (IDX) terimakasih atas kesabaran, saran dan kemudahan-kemudahan yang diberikan.
7. Adikku Arum Puspita Nugraheni, Nabila Putri Arisha, dan saudara-saudaraku dirumah yang tidak bisa disebutkan satu persatu, yang telah memberikan semangat, saran, dan doa sehingga penelitian ini dapat terselesaikan.
8. Para sahabat sahabatku (Deista Khoyrunnisa, Puspita Prima Ayunda, Diajeng Sarsa Putranto, dan Ristia Angga Rukmana) dan semua saudaraku manajemen R2 kelas B yang tidak bisa disebutkan satu persatu, yang selalu memberikan semangat, saran dan bantuan kepada penulis.

9. Teman spesial penulis Ardentia Rizaldi Kusuma yang selalu memberikan motivasi, semangat, doa, dan bantuan kepada penulis hingga skripsi ini selesai.
10. Teman-teman satu bimbingan skripsi (Gata dan Ertikanana) yang telah saling memberi semangat ,motivasi, dan tempat *share* sehingga saya dapat menyelesaikan penelitian ini.
11. Teman-teman KKN Manggungmangu 2012 yang saya tidak sebutkan satu persatu, terima kasih telah menjadi satu keluarga yang baik ketika KKN dan saling memberi motivasi kepada saya.
12. Kepada semua pihak yang tidak dapat disebutkan oleh penulis satu persatu yang telah membantu penyelesaian skripsi ini.

Dengan rendah hati saya menyadari bahwa skripsi ini masih jauh dari sempurna, mengingat keterbatasan pengetahuan yang saya peroleh sampai saat ini. Oleh karena itu, saya mengharapkan saran dan kritik yang bersifat membangun guna terciptanya kesempurnaan skripsi ini. Akhir kata saya berharap semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak.

Semarang, 20 Mei 2013

Penulis

(Roro Ayu Istiningtyas)

DAFTAR ISI

| | Halaman |
|--|---------|
| HALAMAN JUDUL | i |
| PERSETUJUAN SKRIPSI | ii |
| PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN | iii |
| PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI | iv |
| MOTTO DAN PERSEMBAHAN | v |
| ABSTRAK | vi |
| <i>ABSTRACT</i> | vii |
| KATA PENGANTAR | viii |
| DAFTAR TABEL | xiv |
| DAFTAR GAMBAR | xv |
| DAFTAR LAMPIRAN | xvi |
| | |
| BAB I PENDAHULUAN | |
| 1.1 Latar Belakang Masalah | 1 |
| 1.2 Rumusan Masalah | 17 |
| 1.3 Tujuan Penelitian | 20 |
| 1.4 Manfaat Penelitian | 21 |
| 1.5 Sistematika Penulisan | 22 |
| | |
| BAB II TELAAH PUSTAKA | |
| 2.1 Landasan Teori | 24 |
| 2.1.1 <i>Agency Theory</i> | 24 |
| 2.1.2 Dividen | 27 |
| 2.1.3 Teori Kebijakan Dividen | 28 |
| 2.1.4 <i>Free Cash Flow Hypothesis</i> | 32 |
| 2.1.5 <i>Life-Cycle Hypothesis</i> | 33 |
| 2.2 Definisi Operasional Variabel | 34 |
| 2.2.1 <i>Dividend Payout Ratio</i> | 34 |
| 2.2.2 <i>Free Cash Flow</i> | 35 |
| 2.2.3 <i>Leverage</i> | 36 |

| | |
|--|----|
| 2.2.4 <i>Profitability</i> | 37 |
| 2.2.5 <i>Risk</i> | 38 |
| 2.2.6 <i>Growth</i> | 39 |
| 2.2.7 <i>Firm Size</i> | 40 |
| 2.3 Pengaruh Variabel Independen terhadap Variabel Dependen..... | 41 |
| 2.3.1 Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> | 41 |
| 2.3.2 Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> | 42 |
| 2.3.3 Pengaruh <i>Profitability</i> terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> | 44 |
| 2.3.4 Pengaruh <i>Risk</i> terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> | 46 |
| 2.3.5 Pengaruh <i>Growth</i> terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> | 47 |
| 2.3.6 Pengaruh <i>Firm Size</i> terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> | 48 |
| 2.4 Penelitian Terdahulu | 49 |
| 2.5 Kerangka Pemikiran | 69 |
| 2.6 Hipotesis | 70 |

BAB III METODE PENELITIAN

| | |
|--|----|
| 3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional | 71 |
| 3.1.1 Variabel Dependen | 71 |
| 3.1.2 Variabel Independen | 72 |
| 3.1.2.1 <i>Free Cash Flow</i> | 72 |
| 3.1.2.2 <i>Debt to Equity Ratio</i> | 73 |
| 3.1.2.3 <i>Return On Equity</i> | 73 |
| 3.1.2.4 <i>Risk</i> | 73 |
| 3.1.2.5 <i>Growth</i> | 74 |
| 3.1.2.6 <i>Firm Size</i> | 74 |
| 3.2 Populasi dan Sampel | 76 |
| 3.3 Jenis dan Sumber Data | 78 |
| 3.4 Metode Pengumpulan Data | 79 |
| 3.5 Metode Analisis Data | 79 |
| 3.5.1 Analisis Regresi Linier Berganda..... | 79 |
| 3.5.2 Uji Hipotesis | 80 |
| 3.5.2.1 Uji F | 80 |
| 3.5.2.2 Uji t (Uji Signifikansi Parsial) | 81 |
| 3.5.2.3 Koefisien Determinasi | 81 |
| 3.5.3 Pengujian Asumsi Klasik | 82 |
| 3.5.3.1 Uji Normalitas | 82 |
| 3.5.3.2 Uji Multikolonieritas | 83 |
| 3.5.3.3 Uji Autokorelasi | 85 |
| 3.5.3.4 Uji Heterokedastisitas | 86 |

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

| | |
|--------------------------------------|----|
| 4.1 Deskripsi Obyek Penelitian | 88 |
| 4.2 Stastistik Deskriptif | 89 |
| 4.3 Hasil Analisis Data | 93 |

| | |
|---|---------|
| 4.3.1 Hasil Asumsi Klasik | 93 |
| 4.3.1.1 Hasil Uji Normalitas | 93 |
| 4.3.1.2 Hasil Uji Multikolinearitas | 96 |
| 4.3.1.3 Hasil Uji Autokorelasi | 97 |
| 4.3.1.4 Hasil Uji Heteroskedastisitas | 98 |
| 4.3.2 Persamaan Regresi Linear Berganda | 100 |
| 4.3.3 Uji Hipotesis | 102 |
| 4.3.3.1 Uji F Statistik | 102 |
| 4.3.3.2 Uji t Statistik | 103 |
| 4.3.4 Uji Koefesien Determinasi | 107 |
| 4.4 Pembahasan | 108 |
| 4.4.1 <i>Free Cash Flow</i> | 109 |
| 4.4.2 <i>Leverage</i> | 109 |
| 4.4.3 <i>Profitability</i> | 110 |
| 4.4.4 <i>Risk</i> | 111 |
| 4.4.5 <i>Growth</i> | 112 |
| 4.4.6 <i>Firm Size</i> | 114 |
| BAB V PENUTUP | |
| 5.1 Kesimpulan | 115 |
| 5.2 Keterbatasan Penelitian | 117 |
| 5.3 Saran | 118 |
| DAFTAR PUSTAKA | 122 |
| LAMPIRAN-LAMPIRAN | 126 |

DAFTAR TABEL

| | Halaman |
|--|---------|
| Tabel 1.1 Data Kuantitatif Tahun 2007-2011 | 12 |
| Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu | 62 |
| Tabel 3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional | 75 |
| Tabel 3.2 Proses Seleksi Penentuan Jumlah Sampel | 77 |
| Tabel 3.3 Tabel Kriteria Keputusan Autokorelasi (Durbin-Watson) | 86 |
| Tabel 4.1 Hasil Statistik Deskriptif Variabel | 90 |
| Tabel 4.2 Hasil Uji Kolmogorov-Smirnov | 94 |
| Tabel 4.3 Hasil Uji Multikolinearitas | 96 |
| Tabel 4.4 Hasil Uji Autokorelasi | 97 |
| Tabel 4.5 Hasil Uji Heterokedastisitas (Uji Glejser) | 99 |
| Tabel 4.6 Hasil Analisis Regresi Linier Berganda | 100 |
| Tabel 4.7 Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Uji F | 103 |
| Tabel 4.8 Hasil Analisis Regresi Berganda dengan Adjusted R2 | 107 |

DAFTAR GAMBAR

| | Halaman |
|--|---------|
| Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis | 70 |
| Gambar 4.1 Gambar Histogram Uji Normalitas | 95 |
| Gambar 4.2 Grafik <i>Normal Probability Plot</i> | 95 |
| Gambar 4.3 Gambar Uji Heterokedastisitas | 98 |

DAFTAR LAMPIRAN

| | Halaman |
|---|---------|
| Lampiran A Daftar Perusahaan Sampel | 126 |
| Lampiran B Data Variabel Dependen dan Variabel Independen | 128 |
| Lampiran C Hasil Output SPSS | 139 |

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Pasar modal merupakan suatu tempat bagi para investor untuk menginvestasikan dananya berupa surat berharga atau saham. Investor menginvestasikan dananya bertujuan untuk memaksimalkan kekayaan yang didapat dari dividen atau capital gain, sedangkan manajemen berusaha memaksimalkan kesejahteraan investor dengan membuat keputusan berupa kebijakan dividen yang mengakibatkan laba ditahan menjadi rendah (Yendrawati dan Dhailami, 2006). *Capital gain* merupakan laba yang didapatkan atas kenaikan harga saham atau hasil yang diperoleh dari selisih antara harga beli dan harga jual atas saham tersebut. Dividen merupakan pembagian keuntungan atas investasi berupa saham pada perusahaan, besarnya dividen yang akan dibagikan tergantung besarnya laba perusahaan dan kebijakan pembagian dividen yang telah ditetapkan oleh perusahaan. Menurut Riyanto (1995) politik dividen berkaitan dengan penentuan pembagian *earning* antara penggunaan pendapatan untuk pembayaran dividen kepada pemegang saham atau untuk digunakan didalam perusahaan atau pendapatan harus ditahan dalam perusahaan.

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan dan merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan saat akhir tahun akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau laba tersebut akan ditahan untuk menambah modal guna

pembiayaan investasi di masa yang akan datang (Martono, 2005). Menurut Sartono (2001) kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan oleh perusahaan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi pada masa mendatang. Sehingga, kebijakan dividen ini dianggap sebagai hal penting dalam suatu perusahaan karena menyangkut kesejahteraan para pemegang saham atau investor serta menyangkut kepentingan suatu perusahaan.

Jika perusahaan mempunyai pertumbuhan yang tinggi dan mendapatkan kesempatan investasi yang bagus akan cenderung menahan laba yang diperoleh untuk pembiayaan investasinya. Ketika jumlah dividen tunai meningkat maka dana yang tersedia untuk reinvestasi semakin sedikit, sehingga tingkat pertumbuhan yang diharapkan untuk masa mendatang menjadi rendah dan akan menekan harga saham. Kebijakan dividen yang optimal (*optimal dividend policy*) perusahaan adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang dan memaksimalkan harga saham (Brigham dan Houston, 2001). Dengan demikian perusahaan harus dapat menetapkan pembagian laba yang diperoleh perusahaan dengan proporsional, agar kebijakan dividen yang ditetapkan tidak merugikan pemegang saham dan dapat meningkatkan pertumbuhan perusahaan pada masa mendatang.

Tujuan perusahaan berdasarkan sudut pandang manajemen keuangan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran *stockholders* yang sering diartikan sebagai memaksimalkan nilai perusahaan. Dalam pengelolaan perusahaan banyak *stockholder* yang menyerahkannya kepada para profesional yaitu sebagai

manajer atau agen. Agen tersebut bertindak atas nama *stockholder* yang diharapkan dapat mencapai tujuan utamanya yaitu kemakmuran *stockholders* namun, seringkali agen atau pihak manajemen memiliki tujuan yang berbeda yaitu untuk meningkatkan kesejahteraan sendiri atau tindakan *opportunistic* para manajer seperti melakukan ekspansi untuk meningkatkan status maupun gaji dan membebankan biaya-biaya tersebut pada perusahaan (Pujiastuti, 2008). Tindakan oportunistik yang dilakukan oleh manajer tersebut membebankan biaya-biaya pada perusahaan maka akan berpengaruh terhadap besarnya dividen yang akan dibagikan.

Berbagai konflik kepentingan pada perusahaan baik antara manajer dengan pemegang saham, manajer dengan kreditur atau antara pemegang saham, kreditur dan manajer disebabkan oleh adanya *agency relationship* (Sartono, 2001). *Agency relationship* atau hubungan keagenan merupakan suatu kontrak di mana satu orang atau lebih (prinsipal) melibatkan orang lain (agen) untuk melakukan jasa tertentu atas nama prinsipal yang memberikan wewenang kepada agen untuk pengambilan keputusan yang terbaik bagi prinsipal (Jensen and Meckling, 1976). Kondisi yang terjadi antara pihak manajemen sebagai *agent* dan pemegang saham atau *stockholder* karena pemisahan fungsi kepemilikan dan pengelolaan menyebabkan terjadinya perbedaan kepentingan. Pihak manajemen menginginkan laba yang diperoleh perusahaan digunakan untuk ekspansi perusahaan, sedangkan pihak pemegang saham menginginkan laba atas investasi yang dilakukan berupa dividen. Perbedaan kepentingan ini mengakibatkan konflik, dalam teori keuangan konflik yang disebabkan oleh hubungan keagenan disebut juga konflik keagenan

atau *agency conflict*. Jensen and Meckling (1976) menyatakan bahwa suatu perusahaan yang memisahkan antara fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan.

Pihak prinsipal dapat membatasi divergensi kepentingannya dengan memberikan tingkat insentif yang layak pada agen dan harus bersedia mengeluarkan *monitoring cost* untuk mencegah *hazard* dari agen (Sartono, 2001). Prinsipal dapat membatasi divergensi dari minatnya dengan menetapkan insentif yang tepat bagi agen dan mengeluarkan biaya monitoring untuk membatasi aktivitas menyimpang dari agen, selain itu dalam beberapa situasi agen akan mengeluarkan *bonding cost* untuk menjamin bahwa agen tidak akan mengambil tindakan tertentu yang akan membahayakan prinsipal atau untuk memastikan bahwa prinsipal akan diberi kompensasi jika agen tidak mengambil tindakan seperti itu (Jensen and Meckling, 1976). Sehingga konflik keagenan dapat diminimumkan dengan tindakan pengawasan (*monitoring*) yang dilakukan oleh investor dan manajer sendiri juga melakukan pembatasan-pembatasan atas tindakannya (*bonding*), tindakan tersebut dapat mensejajarkan antara kepentingan-kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham. Untuk mengendalikan konflik-konflik keagenan tersebut dibutuhkan biaya-biaya yang harus dikeluarkan oleh perusahaan, biaya-biaya tersebut disebut sebagai biaya keagenan atau *agency cost*. Menurut Jensen dan Meckling (1976) terdapat tiga kategori *agency cost* yaitu : (1) *Monitoring cost* yaitu biaya yang ditanggung *principal* karena mekanisme pengawasan atau memonitor perilaku *agent* agar tidak melakukan tindakan penyimpangan, (2) *Bonding cost* adalah biaya yang

ditanggung oleh pihak manajemen untuk menjamin bahwa *agent* akan bertindak untuk kepentingan *principal* dan tidak akan mengambil tindakan yang dapat membahayakan pihak *principal*, (3) *Residual lost* merupakan penurunan tingkat kesejahteraan yang terjadi karena adanya perbedaan kepentingan dan perbedaan tindakan yang dilakukan oleh *agent* dan *principal* pada hubungan keagenan.

Menurut Gitman (2000) *agency costs* adalah biaya-biaya yang ditanggung para pemegang saham untuk mencegah atau meminimalkan masalah-masalah keagenan dan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Menurut Copland dan Weston (1992) dalam Yendrawati dan Dhailami (2006) pembayaran dividen akan menjadi alat *monitoring* sekaligus *bonding* bagi manajemen. Pembayaran dividen memberikan kepastian pendapatan dan mengurangi *agency cost of equity* karena tindakan *perquisites* yang dilakukan oleh manajemen terhadap *cash flow* perusahaan. Pembayaran dividen sebagai *bonding cost mechanism* yaitu untuk mengendalikan *agency cost of equity* karena pembayaran dividen akan mencegah manajemen untuk melakukan tindakan *perquisites* karena internal *cash flow* akan diserap untuk membayar dividen bagi pemegang saham. Tindakan *perquisites* yaitu tindakan yang memunculkan pengeluaran biaya tidak untuk kepentingan perusahaan, misalnya biaya perjalanan dinas, mobil dinas mewah (Yendrawati dan Dhailami, 2006). *Agency cost* dapat digunakan sebagai indikasi pembagian dividen, ketika tingkat *agency cost* tinggi maka dapat menjadi pertanda bagi pemegang saham bahwa dividen yang dibagikan menjadi rendah karena pihak manajer cenderung lebih menyukai untuk menggunakan dana yang tersedia secara berlebihan dan hal tersebut akan berdampak pada penurunan

profitabilitas perusahaan. Namun apabila dividen meningkat maka dapat mengurangi *agency conflict* antara manajer dengan pemegang saham. Menurut Sartono (2001) salah satu alternatif untuk mengurangi konflik kepentingan dan *agency cost* adalah dengan meningkatkan rasio dividen terhadap laba bersih atau *dividend payout ratio*, sehingga tidak tersedia *free cash flow* yang cukup banyak dan manajemen harus mencari sumber dana eksternal untuk pembiayaan investasi.

Free cash flow dapat menggambarkan kondisi keuangan suatu perusahaan. Aliran kas bebas adalah kas yang tersisa setelah melakukan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* positif saat didiskontokan pada biaya modal yang relevan. Konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer pada kebijakan pembayaran menjadi parah terutama ketika organisasi menghasilkan *free cash flow* yang cukup besar (Jensen, 1976). Nilai aliran kas bebas dipengaruhi oleh kondisi perusahaan, misalnya bila perusahaan dengan tingkat *free cash flow* tinggi dan tingkat pertumbuhan rendah maka *free cash flow* ini seharusnya didistribusikan kepada pemegang saham, tetapi jika perusahaan memiliki *free cash flow* tinggi dan tingkat pertumbuhan tinggi maka aliran kas bebas ini akan ditahan sementara dan dimanfaatkan untuk investasi pada periode mendatang. (Rosdini, 2009). Sehingga, aliran kas bebas tidak dapat digunakan sebagai indikasi jumlah dividen yang akan dibagikan oleh suatu perusahaan. *Free cash flow* yang tinggi pada suatu perusahaan cenderung digunakan secara berlebihan oleh pihak manajemen sehingga berpengaruh terhadap pembagian dividen yang kemungkinan semakin sedikit, kondisi tersebut menyebabkan perbedaan kepentingan dengan para pemegang saham atau disebut juga konflik keagenan dan

menimbulkan *agency cost*. Sehingga dapat disimpulkan *free cash flow* memiliki hubungan positif dengan kebijakan dividen untuk mengurangi *overinvestment* oleh pihak manajer. Hal tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rosdini (2009), dan Lucyanda dan Lyliana (2012), yang menyatakan bahwa variabel *free cash flow* memiliki pengaruh positif dan signifikan yang berarti gambaran kecenderungan bahwa jika proporsi *free cash flow* semakin tinggi maka jumlah dividen yang akan dibayarkan semakin tinggi pula.

Leverage dapat menunjukkan solvabilitas suatu perusahaan, dan rasio leverage disini adalah *debt to equity ratio*. Menurut Riyanto (1995) solvabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan dalam membayar semua hutang-hutangnya. Menurut Jensen dan Meckling (1976) permasalahan *agency* juga dapat ditengahi dengan meningkatkan utang karena dengan peningkatan utang akan mengurangi pemborosan yang mungkin dilakukan oleh manajemen. Hal ini disebabkan karena dengan semakin banyak utang perusahaan maka semakin besar pula kas yang harus digunakan sebagai cadangan untuk membayar pokok pinjaman serta bunganya, sehingga utang dapat digunakan sebagai mekanisme mendisiplinkan manajer perusahaan yang cenderung menggunakan *free cash flow* secara berlebihan. Jadi utang dapat mengurangi *agency cost* pada *free cash flow* dengan mengurangi arus kas yang tersedia untuk pengeluaran atas kebijaksanaan manajer (Jensen, 1986). Dengan demikian adanya utang dapat menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajer. Selain itu penggunaan pembiayaan utang juga dapat mengakibatkan manajemen cenderung menjadi sasaran *monitoring* oleh penyedia utang agar dana pinjamannya tidak disalahgunakan

sehingga dapat mengurangi pengawasan terhadap manajemen yang dilakukan oleh pemegang saham untuk melindungi investasinya. Dengan demikian, penggunaan *leverage* yang meningkat seharusnya dapat mengurangi tingkat *agency cost* pada suatu perusahaan. Namun Pujiastuti (2008) menyatakan bahwa dengan proporsi hutang yang semakin besar maka perusahaan mempunyai beban terhadap pihak luar, maka keuntungan yang dibagikan kepada pemegang saham akan semakin kecil. Esensi *balancing theories* yang dikemukakan oleh Husnan (1997) yaitu menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat masih lebih besar, hutang akan ditambah tetapi apabila pengorbanan karena menggunakan hutang sudah lebih besar maka hutang tidak boleh lagi ditambah. Manfaat dari hutang disini yaitu untuk mengurangi *agency cost* namun dengan adanya utang tersebut maka pembayaran dividen menjadi lebih kecil karena perusahaan harus membayar jumlah pokok hutang dan bunganya. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Islamiyah (2012) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *Debt to Equity Ratio* terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Menurut Riyanto (2001) profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dibanding dengan modal perusahaan yang digunakan selama periode tertentu. Laba yang diperoleh perusahaan inilah yang akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen dan yang akan ditahan untuk keperluan investasi kembali oleh perusahaan. Menurut Arilaha (2009) *profitabilitas* perusahaan merupakan salah satu cara yang digunakan sebagai penilaian secara tepat sejauh mana tingkat pengembalian yang akan didapat atas

aktivitas investasi yang dilakukan. Sesuai dengan *Smoothing theory*, yang dikembangkan oleh Linter (1956). Linter mengatakan bahwa jumlah dividen bergantung akan keuntungan perusahaan sekarang dan dividen tahun sebelumnya. Apabila laba yang diperoleh perusahaan semakin besar maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen kepada para pemegang saham. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Utami dan Inanga (2011) yang menyatakan bahwa *profitability* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* untuk mengurangi *agency cost* pada *free cash flow*.

Risiko bisnis menurut Brigham dan Houston (2006) yaitu risiko yang berkaitan dengan proyeksi tingkat pengembalian aktiva pada masa mendatang. Sesuai dengan teori *risk* dan *return* bahwa semakin tinggi tingkat risiko suatu perusahaan maka semakin besar *return* yang diinginkan oleh investor. Jensen et al. (1992) berpendapat bahwa risiko bisnis yang lebih tinggi akan meningkatkan ketidakpastian pada hubungan langsung antara keuntungan saat ini dan keuntungan yang diharapkan, oleh karena itu risiko bisnis yang tinggi dikaitkan dengan pembayaran dividen yang rendah. *Return* tersebut dapat berupa dividen atau *capital gain*, akan tetapi berdasarkan teori *Bird in The Hand*, investor lebih menyukai dividen dibanding laba ditahan (Yendrawati, 2006). Oleh karena itu risiko berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan dibutuhkan modal yang besar untuk memberikan *return* besar ketika tingkat risiko perusahaan tinggi, maka seharusnya perusahaan tidak membagikan dividen dalam jumlah yang besar. Menurut Rozeff (1982) menyatakan bahwa perusahaan menetapkan *dividend payout ratio* yang rendah karena tingkat risiko yang tinggi mencerminkan adanya

operasi yang tinggi dan pendanaan hutang. Perusahaan membayarkan dividen dalam jumlah kecil untuk menghindari pendanaan eksternal.

Growth menunjukkan pertumbuhan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Menurut Riyanto (1995) semakin cepat pertumbuhan suatu perusahaan, maka semakin besar pula kebutuhan dana untuk membiayai pertumbuhan perusahaan tersebut. Menurut Utami dan Inanga (2011) perusahaan cenderung menggunakan sumber dana internal untuk membiayai proyek-proyek investasi jika proyek-proyek tersebut memiliki peluang pertumbuhan besar dan perusahaan memilih untuk membayar dividen lebih sedikit, untuk mengurangi ketergantungan pada pembiayaan eksternal. Namun, perusahaan dengan pertumbuhan lambat dan peluang investasi lebih sedikit membayar dividen lebih tinggi untuk mencegah manajer dari *overinvestment* kas perusahaan. *Residual Decision of Dividend* yang dikemukakan oleh Husnan (1997) menyatakan bahwa besarnya pembayaran dividen oleh perusahaan akan dipengaruhi oleh ada atau tidaknya kesempatan yang menguntungkan. Oleh karena itu dibutuhkan dana yang semakin besar agar tercapai pertumbuhan perusahaan yang semakin tinggi pula.

Pada perusahaan yang mencapai tingkat pertumbuhan tinggi maka, terdapat peluang untuk melakukan investasi yang memiliki prospek yang baik. Jadi perusahaan cenderung melakukan investasi apabila investasi tersebut memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi maka dividen yang dibayarkan akan lebih sedikit. Dividen disini akan memainkan peran insentif dengan menghilangkan sumber daya dari perusahaan dan menurunkan *agency cost* dari *free cash flow* (Jensen (1986), and Lang and Litzemberger (1989) dalam Utami

dan Inanga, 2011). Menurut Kraus (2006) volume aset perusahaan lebih tinggi, maka seharusnya pembayaran dividen semakin sedikit untuk memiliki sumber yang cukup untuk membiayai aset, dan jika tidak perusahaan terpaksa meningkatkan modal eksternal untuk investasinya. Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan antara pertumbuhan perusahaan dengan pembayaran dividen.

Investor mengharapkan pembayaran dividen yang tinggi dan konsisten ketika berinvestasi pada perusahaan yang besar dan mapan. Lloyd et al. (1985) dalam Georgiana (2012) mencatat bahwa perusahaan-perusahaan besar kurang sensitif terhadap masalah keuangan, mampu untuk membayar dividen yang lebih tinggi kepada para pemegang saham. Perusahaan-perusahaan besar yang memiliki *financial maturity* akan memiliki akses yang lebih mudah ke pasar modal, sehingga dapat mengurangi ketergantungan mereka pada dana internal, dengan demikian mereka dapat menawarkan dividen yang lebih tinggi. Menurut Taleb (2012) *free cash flow* dan *life-cycle hipotesis* menempatkan bahwa, perusahaan besar cenderung lebih dewasa dan memiliki *free cash flow* tinggi dibandingkan perusahaan-perusahaan kecil, sehingga perusahaan besar cenderung membayar dividen yang lebih tinggi. Dengan demikian, *free cash flow* dan *life-cycle hipotesis* memprediksi hubungan positif antara ukuran perusahaan dan pembayaran dividen. Hal ini dapat dipahami bahwa semakin besar dan semakin mapan perusahaan akan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal dan dapat mendatangkan para investor untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut, maka diharapkan dapat membayar dividen yang tinggi kepada pemegang

sahamnya sehingga semakin besar perusahaan akan berpengaruh positif dengan kebijakan dividen. Ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Harjono (2002) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun penelitian yang dilakukan oleh Suwaldiman dan Ahmad Aziz (2006) menyatakan bahwa variabel ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan uraian diatas terdapat beberapa faktor yang bisa dijadikan proksi dari *agency cost* yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Variabel independen yang digunakan pada penelitian ini adalah *free cash flow*, *leverage*, *profitability*, *risk*, *growth*, dan *firm size*. Data empiris mengenai variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 1.1 sebagai berikut :

Tabel 1.1
Rata-rata dari *Dividen Payout Ratio*, *Free Cash Flow*, *Leverage*, *Profitability*, *Risk*, *Growth* dan *Firm Size* pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2007-2011

| VARIABEL | TAHUN 2007 | TAHUN 2008 | TAHUN 2009 | TAHUN 2010 | TAHUN 2011 |
|--|------------|------------|------------|------------|------------|
| DPR (%) | 42,76 | 45,60 | 35,65 | 45,07 | 45,16 |
| FCF (%) | 34,45 | 35,29 | 37,75 | 44,26 | 35,54 |
| DER (X) | 0,95 | 1,12 | 1,14 | 0,79 | 0,81 |
| ROE (%) | 18,50 | 22,56 | 37,81 | 26,02 | 30,34 |
| RISK (dalam jutaan rupiah) | 160523,1 | 230001,6 | 364592,5 | 420545,6 | 787349,8 |
| GROWTH (%) | 18,60 | 23,97 | 4,30 | 14,41 | 17,41 |
| SIZE (dalam jutaan rupiah) Total Aset | 5.849.634 | 6.171.170 | 6.564.553 | 7.680.675 | 9.274.663 |

Sumber : data sekunder diolah

Berdasarkan Tabel 1.1 dapat diketahui bahwa tingkat rata-rata DPR mengalami fluktuasi yaitu pada tahun 2007 tingkat DPR sebesar 42,76%

kemudian naik pada tahun 2008 tingkat DPR menjadi sebesar 45,60%, lalu menurun pada tahun 2009 menjadi 35,65%, kemudian pada tahun 2010 DPR naik menjadi 45,07%, dan yang terakhir pada tahun 2011 DPR mengalami kenaikan kembali menjadi 45,16%. DPR merupakan porsi keuntungan yang akan dibagi kepada para pemegang saham, dan porsi keuntungan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan (Andriyani, 2008). Peningkatan DPR menunjukkan bahwa semakin besar jumlah dividen yang dibagikan, maka jumlah laba ditahan akan semakin kecil.

Pada variabel *free cash flow* terjadi fenomena pada tahun tahun 2007-2010 yaitu terjadi kenaikan tingkat *free cash flow* secara berturut-turut yaitu 34,45% pada tahun 2007, kemudian naik menjadi sebesar 35,29% pada tahun 2008, lalu mengalami kenaikan kembali menjadi 37,75% pada tahun 2009, dan yang terakhir pada tahun 2010 naik menjadi 44,26%. Namun pada tahun 2011 variabel *free cash flow* turun menjadi sebesar 35,54%. *Free cash flow* mencerminkan keleluasaan bagi perusahaan untuk melakukan investasi tambahan, membeli saham, atau menambah likuiditas (Pujiastuti, 2008). Kenaikan *free cash flow* ini menunjukkan bahwa semakin besar dana yang tersedia bagi perusahaan.

Variabel DER (*Debt to equity ratio*) mengalami kenaikan dari tahun 2007 yaitu sebesar 0,95 kali dan naik menjadi 1,12 kali pada tahun 2008. DER mengalami kenaikan kembali menjadi 1,14 kali pada tahun 2009, kemudian turun menjadi sebesar 0,79 kali pada tahun 2010 dan naik menjadi 0,81 kali pada tahun 2011. Variabel DER disini menggambarkan tingkat *leverage* perusahaan, ketika tingkat DER semakin kecil berarti perusahaan tidak banyak membutuhkan

pembiayaan eksternal. Menurut Utami dan Inanga (2011) substitusi antara hutang dan dividen sebagai mekanisme alternatif untuk mengurangi *agency cost* dari *free cash flow* menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang menggunakan rasio utang yang rendah akan cenderung mengikuti kebijakan pembayaran dividend yang tinggi.

Nilai rata rata risiko pada Tabel 1.1 diukur dengan standar deviasi dari laba sebelum pajak, standar deviasi digunakan untuk menghitung penyimpangan dari rata-rata. Semakin besar penyimpangan maka semakin besar risiko karena penyimpangan digunakan sebagai indikator risiko. Pada tahun 2007 nilai rata-rata dari laba sebelum pajak (EBIT) adalah sebesar Rp640.572,7 juta sehingga hasil yang diharapkan oleh perusahaan-perusahaan sampel pada tahun 2007 sebesar Rp640.572,7 juta namun dari hasil yang diharapkan tersebut ada penyimpangan sebesar Rp160.523,1 juta. Kemudian pada tahun 2008 rata-rata dari laba sebelum pajak (EBIT) sebesar Rp872.867,8 juta dengan penyimpangan yang mengalami kenaikan menjadi sebesar Rp230.001,6 juta. Pada tahun 2009 nilai rata-rata dari laba sebelum pajak (EBIT) adalah sebesar Rp1.248.831 juta dengan penyimpangan yang mengalami kenaikan lagi menjadi Rp364.592,5 juta. Pada tahun 2010 nilai rata-rata dari laba sebelum pajak (EBIT) perusahaan-perusahaan sampel adalah sebesar Rp1.376.318 juta dengan penyimpangan yang mengalami kenaikan lagi menjadi Rp420.545,6 juta dan yang terakhir pada tahun 2011 dari nilai rata-rata EBIT sebesar Rp1.770.423 juta dengan penyimpangan yang mengalami kenaikan kembali menjadi Rp787.349,8 juta. Sesuai teori *risk* dan *return* yang dikemukakan oleh Sudaryanti (2012) apabila tingkat risiko perusahaan

semakin tinggi maka semakin besar *return* yang diinginkan oleh investor, karena jika risiko yang semakin tinggi tidak diimbangi dengan *return* yang tinggi pula, maka tidak akan pernah ada investor yang mau berinvestasi di perusahaan tersebut. Semakin meningkatnya kebutuhan dana akibat tingkat risiko yang semakin tinggi maka seharusnya perusahaan tersebut membayarkan dividen dalam jumlah kecil.

Pada Tabel 1.1 dapat diketahui adanya fluktuasi pada variabel profitabilitas yang diukur menggunakan ROE yaitu pada tahun 2007 sebesar 18,50%, kemudian naik pada tahun 2008 menjadi sebesar 22,56% lalu mengalami kenaikan kembali menjadi 37,81% pada tahun 2009, namun pada tahun 2010 mengalami penurunan menjadi 26,02% dan kemudian naik menjadi 30,34% pada tahun 2011. Hal ini diikuti dengan tingkat ukuran perusahaan yang ditunjukkan dengan total aset yang mengalami kenaikan terus dari tahun 2007-2011. Pada tahun 2007 rata-rata total aset perusahaan sebesar Rp5.849.634 juta lalu mengalami kenaikan pada tahun 2008 menjadi Rp6.171.170 juta. Kemudian tingkat total aset perusahaan tersebut mengalami kenaikan lagi pada tahun 2009 menjadi sebesar Rp6.564.553 juta lalu naik kembali menjadi sebesar Rp7.680.675 juta pada tahun 2010, dan yang terakhir mengalami kenaikan kembali menjadi Rp9.274.663 juta pada tahun 2011. Fama and French (2001) dalam Utami dan Inanga (2012) menyimpulkan bahwa kemungkinan bahwa perusahaan membayar dividen berkaitan dengan profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh positif, namun pembayaran dividen berhubungan negatif dengan pertumbuhan. Hal ini menunjukkan bahwa ketika tingkat profitabilitas tinggi dan ukuran perusahaan yang lebih besar menyiratkan kapasitas yang lebih besar untuk mendistribusikan uang tunai, sedangkan pertumbuhan yang lebih

besar menunjukkan dengan peluang investasi yang bagus merupakan insentif yang kuat untuk mempertahankan kas.

Variabel *growth* atau pertumbuhan perusahaan disini mengalami fluktuasi, pada tahun 2007 sebesar 18,60% lalu naik pada tahun 2008 menjadi sebesar 23,97%, pada tahun 2009 mengalami penurunan yang cukup besar yaitu menjadi 4,30%, lalu mengalami kenaikan berturut-turut yaitu 14,41% pada tahun 2010 dan naik kembali menjadi 17,41% pada tahun 2011. Kenaikan tingkat *growth* menggambarkan peluang investasi yang besar sehingga pembayaran dividen menjadi lebih rendah. Jensen (1976) menyatakan bahwa perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang lebih tinggi memiliki *free cash flow* yang rendah karena sebagian besar dana yang ada digunakan untuk investasi pada proyek yang memiliki nilai NPV yang positif. Sehingga dapat disimpulkan bahwa terjadi hubungan negatif antara DPR dan *growth*.

Berdasarkan latar belakang yang telah dipaparkan diatas, peneliti mencoba untuk melakukan penelitian mengenai pengaruh *agency cost* di proksi dengan *free cash flow*, *leverage*, *profitability*, *risk*, *growth*, dan *size* terhadap *dividen payout ratio* pada perusahaan industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011. Berdasarkan uraian yang telah dipaparkan dalam latar belakang masalah tersebut, maka penelitian ini diberi judul **“Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Leverage, Profitability, Risk, Growth dan Firm Size terhadap Dividend Payout Ratio”** (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2011)

1.2 Rumusan masalah

Berdasarkan penelitian yang sudah dipaparkan sebelumnya diketahui terdapat perbedaan hasil penelitian mengenai fakta-fakta yang mempengaruhi antara variabel yang digunakan sebagai proksi *agency cost* yaitu *free cash flow*, *leverage*, *profitability*, *risk*, *growth* dan *firm size* sebagai variabel independen terhadap kebijakan dividen sebagai variabel dependen. *Research gap* dalam penelitian ini adalah :

1. Penelitian yang dilakukan oleh Djumahir (2010), dan Rosdini (2009) yang menyatakan bahwa aliran kas bebas (*free cash flow*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun penelitian yang dilakukan oleh Utami dan Inanga (2011), Pujiastuti (2008), Taleb (2012), dan Amarjit (2010) yang menyatakan bahwa variabel *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.
2. Penelitian yang dilakukan oleh Pujiastuti (2008), Harjono (2002), Andriyani (2008), Fauz dan Rosidi (2007), dan Hadianto dan Herlina (2010) yang menyatakan bahwa tingkat *leverage* perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun penelitian yang dilakukan oleh Amarjit (2010), Lucyanda dan Lyliana (2012), Taleb (2012), dan Utami dan Inanga (2011) yang menyatakan bahwa variabel *leverage* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.
3. Penelitian yang dilakukan oleh Taleb (2012), Harjono (2002), Andriyani (2008), Amarjit (2010), Hadianto dan Herlina (2010) dan

Ariaha (2009) yang menyatakan bahwa profitabilitas perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun penelitian yang dilakukan oleh Islamiyah (2012), Suwaldiman dan Ahmad Aziz (2006) dan Yendrawati dan Dhailami (2006) yang menyatakan bahwa variabel profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

4. Penelitian yang dilakukan oleh D'Souza (1999) yang menyatakan bahwa risiko perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun penelitian yang dilakukan oleh Utami dan Inanga (2011), Taleb (2012), dan Suwaldiman dan Ahmad Aziz (2006) menyatakan bahwa variabel *risk* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.
5. Penelitian yang dilakukan oleh D'Souza (1999), Utami dan Inanga (2011), Taleb (2012), Islamiyah (2012), Harjono (2002), Lucyanda dan Lyliana (2012), dan Amarjit (2010) yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Namun penelitian yang dilakukan oleh Suwaldiman dan Ahmad Aziz (2006) dan Arilaha (2009) menyatakan bahwa variabel *growth* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.
6. Penelitian yang dilakukan oleh Lucyanda dan Lyliana (2012) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun penelitian yang dilakukan oleh Suwaldiman dan Ahmad Aziz (2006) dan Yendrawati (2006)

menyatakan bahwa variabel *firm size* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Selain itu berdasarkan data diketahui adanya ketidaksesuaian antara teori dan fakta (*fenomena gap*) yang membutuhkan penelitian lanjutan. Dimana variabel *free cash flow*, dan profitabilitas (ROE) yang berfluktuatif dan pengaruhnya terhadap DPR tidak selalu positif, dan variabel *leverage* (DER), dan *growth* yang berfluktuatif dan pengaruhnya terhadap DPR tidak selalu negatif. Variabel *risk* dan *firm size* mengalami kenaikan terus menerus tetapi pengaruhnya terhadap DPR tidak selalu negatif. Dengan fenomena dan *research gap* dan penemuan yang telah disampaikan sebelumnya, maka dapat dirumuskan beberapa pertanyaan penelitian:

1. Bagaimana pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2007-2011?
2. Bagaimana pengaruh *leverage* terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2007-2011?
3. Bagaimana pengaruh *profitability* terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2007-2011?
4. Bagaimana pengaruh *risk* terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2007-2011?

5. Bagaimana pengaruh *growth* terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2007-2011?
6. Bagaimana pengaruh *size* terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2007-2011?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian yaitu memperoleh pengetahuan untuk menjawab pertanyaan dan memecahkan masalah yang telah dipaparkan pada rumusan masalah diatas. Adapun tujuan yang akan dicapai pada penelitian ini adalah

1. Menganalisis pengaruh *free cash flow* perusahaan terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2007-2011.
2. Menganalisis pengaruh *leverage* terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2007-2011.
3. Menganalisis pengaruh *profitability* terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2007-2011.
4. Menganalisis pengaruh *risk* terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2007-2011.

5. Menganalisis pengaruh *growth* terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2007-2011.
6. Menganalisis pengaruh *size* terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2007-2011.

1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat atau kegunaan penelitian adalah sebagai berikut :

1. Bagi para calon investor, investor, analis dan pemerhati investasi, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai sumber informasi dan acuan dalam memilih investasi dan pengambilan keputusan investasi terkait dengan tingkat pengembalian berupa dividen perusahaan.
2. Bagi pihak manajemen perusahaan, penelitian ini dapat menjadi sumber informasi maupun acuan dalam menentukan pengambilan keputusan pembayaran dividen.
3. Bagi akademisi dan penelitian selanjutnya, penelitian ini diharapkan dapat menjadi rujukan dan landasan yang dapat digunakan untuk perluasan penelitian dibidang yang sama dan penambahan wawasan untuk pengembangannya serta pengembangan ilmu keuangan mengenai kajian masalah keagenan terhadap pembayaran dividen.. Memberikan bukti empiris mengenai pengaruh *free cash flow*, *leverage*, *profitability*, *risk*, *growth*, dan *firm size* terhadap *dividend*

payout ratio. Diharapkan juga dapat mendorong munculnya penelitian selanjutnya yang lebih mendalam dan dapat memperkaya penelitian-penelitian sebelumnya.

1.5 Sistematika Penulisan

Penulisan skripsi ini secara garis besar dijabarkan menjadi lima bab dengan sistematika sebagai berikut

BAB I : Pendahuluan

Dalam pendahuluan ini menjelaskan tentang ringkasan dari keseluruhan isi penelitian dan gambaran tentang permasalahan yang akan diangkat pada penelitian ini. Pada Bab I ini berisi latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian, serta sistematika penulisan.

BAB II : Telaah Pustaka

Dalam Bab dua berisi tinjauan pustaka yang menjelaskan tentang landasan teori yang didasarkan sebagai bahan acuan dalam penelitian ini, penelitian terdahulu, kerangka pemikiran teoritis dan hipotesis penelitian. Adapun teori yang dijelaskan dalam bab ini antara lain, *agency theory*, *agency cost*, kebijakan dividen, dan hubungan antara variabel-variabel sebagai proksi *agency cost* terhadap *dividen payout ratio*, serta penelitian-penelitian terdahulu yang mendukung dalam pengembangan penelitian ini.

BAB III : Metode Penelitian

Dalam bab ini akan dijelaskan tentang jenis data, sumber data, teknik pengumpulan data, definisi operasional variabel, serta metode analisis.

Pembahasan dalam bab ini antara lain mengenai gambaran populasi dan sampel yang digunakan, indentifikasi dari variabel-variabel dan penjelasan pengukuran variabel-variabel tersebut, serta teknik pemilihan data maupun metode analisis data.

BAB IV : Hasil Dan Analisis

Bab ini merupakan isi pokok dari keseluruhan penelitian dan menjelaskan deskripsi objek penelitian yang digunakan, hasil pengolahan data yang telah diperoleh beserta interpretasinya.

Bab V : Penutup

Bab ini memuat tentang kesimpulan yang diperoleh berdasarkan pengolahan data yang telah dilakukan atau kesimpulan dari hasil penelitian dan saran yang berupa tindakan-tindakan yang sebaiknya dilakukan serta memuat tentang saran yang dapat berguna bagi pihak-pihak yang bersangkutan dan penelitian lainnya.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Agency Theory

Teori keagenan yang dikemukakan oleh Jensen and Meckling (1976) menyatakan bahwa *agency relationship* atau hubungan keagenan merupakan suatu kontrak di mana satu orang atau lebih (prinsipal) melibatkan orang lain (agen) untuk melakukan jasa tertentu atas nama prinsipal serta melibatkan pendelegasian wewenang kepada agen untuk pengambilan keputusan yang terbaik bagi prinsipal. Menurut Pujiastuti (2008) teori keagenan menyatakan bahwa *principal* adalah pemegang saham sedangkan agen adalah para profesional/manajemen/ (CEO), yang dipercaya oleh principal untuk mengelola perusahaan, dan dalam menjalankan usaha biasanya pemilik menyerahkan kepada manajer yang menyebabkan timbulnya hubungan keagenan.

Pemisahan dua fungsi antara kepemilikan dan pengelolaan pada perusahaan seringkali mengakibatkan terjadinya konflik karena perbedaan kepentingan antara pihak *principal* dan pihak manajemen sebagai *agent*. Menurut Gapenski dan Daves (1999) dalam Pujiastuti (2008) konflik keagenan bisa terjadi antara *shareholders* dan manajer, manajer dengan *debtholders*, serta manajer dan *shareholders* dengan *debtholders*. Konflik antara pemilik (*shareholders*) dan manajer terjadi ketika pihak manajemen (agen) melakukan perbuatan *opportunistic* untuk meningkatkan kesejahteraan sendiri dalam menjalankan

operasi perusahaan, hal ini bertentangan dengan tujuan utama yaitu memakmurkan kemakmuran *stockholders*. Konflik antara manajer dengan *debtholder* dimana manajer lebih menyukai dividen yang ditahan digunakan sebagai modal untuk ekspansi perusahaan tetapi *debtholder* lebih menyukai bahwa dividen yang ditahan digunakan sebagai dana untuk membayar hutang perusahaan. *Debtholder* khawatir apabila laba yang digunakan untuk ekspansi perusahaan tidak sesuai yang diharapkan sehingga hutang perusahaan tidak dapat dibayarkan. Konflik yang terjadi karena perbedaan kepentingan antara pihak pemegang saham dan pihak manajemen disebut juga sebagai konflik keagenan atau *agency conflict*. Hal ini disebabkan karena pihak manajer cenderung mempunyai tujuan yang bertentangan dengan kepentingan pemegang saham yaitu untuk kesejahteraannya sendiri daripada untuk memakmurkan para pemegang saham.

Menurut Gapenski dan Daves (1999) dalam Pujiastuti (2008) menyatakan bahwa masalah keagenan dapat terjadi antara pihak *shareholders*, pihak *debtholders* dengan pihak manajer, serta yang terakhir pihak manajer dan *shareholders* dengan *debtholders*. Perbedaan kepentingan pihak *principal* dan pihak manajer dapat terjadi karena pihak manajemen atau agen melakukan tindakan oportunistik untuk meningkatkan kesejahteraan pribadi, hal tersebut tidak sesuai dengan kepentingan pihak *principal* atau pemegang saham untuk memaksimalkan perusahaan (Pujiastuti, 2008).

Menurut Jensen dan Meckling (1976), pada hubungan antara *principal* dan *agent* terdapat alasan yang baik untuk mempercayai bahwa *agent* tidak selalu

bertindak untuk kepentingan *principal*. Oleh karena itu diperlukan tindakan pengawasan atau disebut pula *monitoring* oleh *principal* untuk membatasi tindakan menyimpang yang dilakukan oleh *agent* atau pihak manajer, sehingga manajer dapat melaksanakan tugasnya sesuai dengan keinginan *principal*. Menurut Pujiastuti (2008) kegiatan *monitoring* digunakan sebagai suatu mekanisme pengawasan untuk dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan terkait. Untuk mengatasi atau mengurangi konflik keagenan karena perbedaan kepentingan tersebut menimbulkan biaya-biaya yang disebut sebagai *agency cost* yang ditanggung pihak *principal* maupun *agent*. Menurut Horne dan Wachowicz (2005) *agency cost* adalah biaya yang berhubungan dengan *monitoring* manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak dengan konsisten sesuai persetujuan kontraktual antara perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan biaya keagenan atau *agency cost* sebagai berikut :

1. *Monitoring Cost*
2. *Bonding Cost*
3. *Residual Loss*

Monitoring cost merupakan biaya yang timbul karena mekanisme pengawasan atau memonitor perilaku *agent* agar tidak melakukan tindakan penyimpangan, biaya tersebut ditanggung oleh pihak *principal*. Sedangkan *bonding cost* adalah biaya yang ditanggung oleh pihak manajemen sebagai *agent* untuk menjamin bahwa *agent* akan bertindak untuk kepentingan *principal* dan tidak akan mengambil tindakan yang dapat membahayakan pihak *principal*. Yang

terakhir yaitu *residual lost* merupakan penurunan tingkat kesejahteraan yang terjadi karena adanya perbedaan kepentingan dan perbedaan tindakan yang dilakukan oleh *agent* dan *principal* pada hubungan keagenan.

2.1.2 Dividen

Robert Ang (1997) mengemukakan bahwa dividen adalah nilai pendapatan bersih atau *net income* setelah pajak yang dikurangi dengan laba ditahan (*retained earnings*) yang digunakan sebagai cadangan pada suatu perusahaan. Menurut Van Horne dan Wachowicz (2007 : 270) dalam Sudaryanti (2012) menyatakan bahwa kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak terpisahkan didalam keputusan pendanaan perusahaan. Rasio pembayaran dividen atau *dividend payout ratio* menunjukkan presentase yang dibagikan sebagai keuntungan dari laba yang diperoleh perusahaan kepada para pemegang saham dan menentukan jumlah laba ditahan atau *retained earning* yang digunakan sebagai sumber pendanaan dalam perusahaan. Besarnya jumlah dividen yang akan dibagikan kepada para pemegang saham ditentukan berdasarkan rapat umum pemegang saham. Dari uraian diatas dapat disimpulkan bahwa pembagian dividen dilakukan hanya apabila perusahaan mendapatkan laba karena dividen diambil dari laba atau keuntungan perusahaan tersebut.

Menurut Robert Ang (1997) dividen yang dibagikan oleh perusahaan mempunyai beberapa bentuk sebagai berikut :

- a. Dividen Kas (*Cash Dividends*). Dividen yang paling umum dibagikan dalam bentuk kas atau uang tunai. Emiten memberikan dividen kas ini

bertujuan untuk memicu kinerja saham pada bursa efek, selain itu juga merupakan pengembalian keuntungan bagi para pemegang saham.

- b. Dividen Saham (*stock dividend*). Dividen saham adalah pembagian dividen dalam bentuk saham dengan proporsi tertentu.

2.1.3 Teori Kebijakan Dividen

Menurut Rosdini (2009) dividen adalah pembayaran yang dilakukan oleh perusahaan atas keuntungan yang diperolehnya kepada para pemegang saham. Kebijakan dalam pembayaran dividen merupakan hal yang sangat penting pada suatu perusahaan, karena melibatkan dua pihak yang memiliki kepentingan berbeda yaitu antara pemegang saham dan pihak manajemen perusahaan sendiri. Kebijakan dividen menurut Riyanto (1995) merupakan kebijakan yang bersangkutan dengan penentuan pembagian pendapatan antara digunakan untuk pembayaran dividen kepada para pemegang saham atau untuk digunakan dalam perusahaan. Menurut Weston dan Brigham (1990) kebijakan dividen didefinisikan sebagai kebijakan dalam menentukan keputusan untuk membagikan laba atau menahannya guna diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Dari pengertian-pengertian diatas dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen merupakan penentuan keputusan atas laba yang diperoleh perusahaan, antara jumlah yang akan dibagikan kepada para pemegang saham atau disebut juga sebagai dividen dan laba yang akan diinvestasikan kembali pada perusahaan atau disebut juga laba ditahan. Pembagian dividen tersebut ditentukan atas dasar Rapat Umum Pemegang

Saham (RUPS) dan jenis pembayarannya juga tergantung dari kebijakan pimpinan.

Tujuan perusahaan berdasarkan sudut pandang manajemen keuangan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran *stockholders* yang sering diartikan sebagai memaksimalkan nilai perusahaan (Pujiastuti, 2008). Agar dapat memakmurkan para pemegang saham tersebut adalah dengan memaksimalkan keuntungan lalu membaginya sebagai dividen, namun ketika jumlah dividen yang dibagikan meningkat maka jumlah laba yang ditahan pada perusahaan untuk kepentingan mendatang akan semakin kecil. Oleh karena itu diperlukan kebijakan dividen yang optimal, kebijakan dividen yang optimal didefinisikan oleh Brigham dan Houston (2001) sebagai kebijakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang yang dapat memaksimalkan harga saham perusahaan.

Terdapat beberapa teori yang telah dikembangkan dalam manajemen keuangan tentang kebijakan dividen, teori-teori tersebut antara lain sebagai berikut :

1. *Dividend Irrelevance Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Modigliani-Miller dalam Brigham dan Houston (2001) mengemukakan bahwa nilai perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *dividend payout ratio* (DPR) tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan risiko bisnis. Teori ini menjelaskan kebijakan dividen yang diputuskan atau

dilaksanakan suatu perusahaan tidak memiliki pengaruh baik pada nilai perusahaan tersebut maupun biaya modalnya.

2. *Bird In Hand The Hand Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Gordon dan Lintner yang dikutip dalam Brigham dan Houston (2006) menjelaskan pada *Bird In Hand Theory* bahwa ekuitas atau nilai perusahaan akan turun jika rasio pembayaran dividen dinaikkan, karena para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gains*) yang dihasilkan dari laba yang ditahan dibandingkan seandainya para investor menerima dividen. Hal tersebut karena pembayaran dividen dapat diterima saat ini, sedangkan *capital gain* diterima pada masa mendatang. Modigliani-Miller memberi nama pendapat ini dengan *bird in the hand fallacy*. Gordon dan Litner beranggapan investor memandang bahwa satu burung di tangan lebih berharga daripada seribu burung di udara. Namun, Modigliani-Miller berpendapat bahwa tidak semua investor berkepentingan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka di perusahaan yang sama dengan memiliki resiko yang sama, oleh sebab itu tingkat resiko pendapatan mereka di masa yang akan datang bukannya ditentukan oleh DPR tetapi ditentukan oleh tingkat resiko investasi baru.

3. *Tax Differential Theory*

Teori ini dikemukakan Battacharya (1979) seperti yang telah dikutip dalam Brigham & Houston (2006) yang menjelaskan bahwa teori ini berkaitan dengan pajak yang harus ditanggung oleh para pemegang saham, investor lebih memilih pembayaran dividen yang rendah dibandingkan dividen yang tinggi. Teori ini berdasarkan adanya perbedaan pajak antara dividen dan *capital gain*, oleh karena itu para pemegang saham atau investor lebih menyukai *capital gain* daripada dividen, karena *capital gain* dapat menunda pembayaran pajak.

4. *Signaling Theory*

Perusahaan yang memiliki kualitas tinggi biasanya akan membayar dividen lebih tinggi, pembayaran dividen sendiri seringkali diikuti oleh kenaikan harga saham dan penurunan pembayaran dividen akan diikuti oleh penurunan harga saham. Dengan adanya kenaikan harga saham dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pada penelitian yang dilakukan oleh Modigliani-Miller menyatakan bahwa kenaikan atas dividen lebih besar daripada yang telah diperkirakan, hal itu merupakan “sinyal” bagi investor bahwa manajemen dari suatu perusahaan memperkirakan peningkatan laba pada masa mendatang, sedangkan penurunan dividen menjadi tanda bahwa perkiraan laba yang rendah.

5. *Smoothing theory*, yang dikembangkan oleh Linter (1956). Linter mengatakan bahwa jumlah dividen bergantung akan keuntungan perusahaan sekarang dan dividen tahun sebelumnya.

6. *Clientile Effect*

Terdapat perusahaan yang membagikan dividen diikuti dengan penjualan obligasi. Hal ini dilakukan untuk memberi sinyal ke pasar mengenai prospek perusahaan sehingga perusahaan dapat menjual obligasi dengan harga yang lebih baik. Selain itu pembayaran dividen dimaksudkan pula untuk mengurangi *agency conflict* antara manajer dan pemegang saham. Pemegang saham tidak ingin manajer mengelola cash flow yang banyak, apabila *free cash flow* dan laba dibagi sebagai dividen maka manajer akan mencari pendanaan dari luar. Maka manajer harus bersiap siap untuk dievaluasi pihak eksternal dan secara tidak langsung akan memperkecil *agency conflict* (Sartono, 2001).

2.1.4 Free Cash Flow Hypothesis

Penjelasan utama mengapa perusahaan membayar dividen adalah hipotesis free cash flow (Jensen, 1986), Yang menjelaskan dividen sebagai sarana untuk mengurangi *agency cost* pada aliran kas bebas. Hipotesis *free cash flow* berdasarkan pada adanya argumen konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Artinya, manajer bukan bertindak untuk kepentingan terbaik pemegang saham, tetapi manajer mengalokasikan sumber daya perusahaan untuk

mendapatkan keuntungan sendiri (Jensen dan Meckling, 1976). Perilaku manajer yang melakukan pemborosan terhadap sumber daya perusahaan tersebut dapat mencakup biaya perjalanan dinas, mobil dinas mewah, investasi pada proyek yang kurang menguntungkan, dll. Oleh karena itu aliran kas yang tersedia dalam jumlah yang besar dapat menyebabkan masalah *overinvestment*, karena arus kas tersebut dapat digunakan untuk mendanai proyek dengan NPV negatif. Untuk mengurangi masalah investasi atas, Easterbrook (1984) dan Jensen (1986) menyatakan perusahaan tidak memberikan *return* atas arus kas yang besar untuk pemegang saham dengan membayar dividen atau pembelian kembali saham. Namun peningkatan dividen diduga dapat digunakan sebagai mekanisme untuk mengurangi biaya keagenan pada aliran kas bebas, karena pembayaran dividen dapat mengurangi masalah *overinvestment* pada perusahaan.

2.1.5 Life Cycle Hypothesis

DeAngelo, dan Stulz (2006) menguji *life-cycle hypothesis* dengan memeriksa apakah probabilitas untuk membayar dividen berhubungan dengan *earned/contributed capital mix*, sebagaimana diukur oleh laba ditahan terhadap total ekuitas (RE/TE). Biasanya, perusahaan dengan RE/TE yang rendah cenderung berada dalam tahap pertumbuhan dan bergantung pada modal eksternal sementara perusahaan dengan RE/TA yang tinggi cenderung lebih matang (*mature*) dengan keuntungan tinggi, dengan demikian perusahaan tersebut dapat membayar dividen dengan baik. Konsisten dengan teori-siklus hidup, bukti yang menunjukkan *earned/contributed capital mix* memiliki hubungan positif

signifikan dengan probabilitas perusahaan dalam membayar dividen, mengontrol ukuran perusahaan, laba saat ini dan yang tertinggal (*lagged*), pertumbuhan perusahaan, total ekuitas, saldo kas, dan sejarah dividen. Jadi hubungan ini juga berlaku untuk probabilitas perusahaan dalam melakukan inisiasi atau menghilangkan dividen. DeAngelo et al. (2006) menunjukkan bukti bahwa dividen agregat tidak menurun dari waktu ke waktu, tetapi terkonsentrasi di antara perusahaan terbesar dan paling menguntungkan, temuan ini konsisten dengan prediksi *life-cycle hypothesis* bahwa pembagian arus kas bebas adalah penentu utama kebijakan dividen.

2.2 Definisi Operasional Variabel

2.2.1 Dividend Payout Ratio

Dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham merupakan *earning after tax* dari laba yang diperoleh perusahaan. *Dividend payout ratio* menurut Riyanto (1995) adalah presentase dari pendapatan perusahaan yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen tunai. Menurut Ang (1997) *dividend payout ratio* adalah perbandingan antara *dividend per share* dengan *earning per share*. Rasio ini akan menentukan antara jumlah laba yang akan dibagi dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham dan laba yang akan ditahan sebagai sumber pendanaan perusahaan. *Dividend payout ratio* menunjukkan presentase laba yang diperoleh perusahaan yang dibayarkan berupa dividen kas kepada para pemegang saham, sehingga dapat disimpulkan apabila

nilai DPR suatu perusahaan semakin tinggi maka, jumlah laba yang akan dibayarkan sebagai dividen kepada pemegang saham juga semakin tinggi.

2.2.2 Free Cash Flow

Menurut Jensen (1986) *free cash flow* merupakan aliran kas sisa dari pendanaan semua proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) yang positif dan didiskontokan pada biaya modal yang relevan. Menurut Ross et al (2000) *Free cash flow* didefinisikan sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau *working capital*.

Free cash flow inilah yang sering menyebabkan timbulnya konflik karena perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Menurut Jensen (1986) ketika masalah keagenan semakin besar berarti tingkat pertumbuhan perusahaan rendah dan memiliki tingkat *free cash flow* yang tinggi, pada kondisi tersebut manajer biasanya membelanjakan *free cash flow* pada proyek yang kurang menguntungkan. *Free cash flow* yang tersedia dalam jumlah cukup besar pada suatu perusahaan biasanya menimbulkan konflik karena perbedaan kepentingan, konflik ini disebut juga konflik keagenan.

Menurut White et al (2003) dalam Rosdini (2009) *free cash flow* didefinisikan sebagai aliran kas diskresioner yang tersedia bagi perusahaan. Arus kas diskresioner merupakan arus kas yang tersedia setelah seluruh pendanaan proyek dari semua nilai *net present value* positif dan dapat digunakan untuk pembayaran dividen, pembayaran hutang, maupun untuk akuisisi. Menurut

Georgiana (2012) variabel yang dapat menjelaskan kebijakan pendistribusian dividen adalah *free cash flow* karena perusahaan dengan peluang pertumbuhan rendah dan *free cash flow* yang lebih tinggi akan membayar dividen yang lebih tinggi untuk mencegah manajer dalam melakukan investasi pada biaya modal, pembayaran dividen yang tinggi juga dapat menurunkan arus kas yang digunakan oleh manajer untuk investasi dalam proyek-proyek yang tidak efektif. Hal ini sesuai dengan pendapat Djumahir (2009) yang menyatakan bahwa *free cash flow* ini dapat dikurangi, salah satu caranya adalah dengan meningkatkan jumlah pembayaran dividen. Penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh pihak manajemen dapat berpengaruh pada jumlah pembagian dividen yang kemungkinan lebih sedikit, jadi *free cash flow* dapat digunakan sebagai informasi mengenai jumlah pembayaran dividen.

2.2.3 Leverage

Menurut Riyanto (1995) solvabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan dalam membayar semua hutang-hutangnya. Rasio leverage dapat menunjukkan solvabilitas suatu perusahaan, dan rasio leverage disini adalah *debt to equity ratio*. Rasio DER mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Menurut Sartono (2001) peningkatan pendanaan dengan utang akan dapat menurunkan skala konflik yang terjadi antara pemegang saham dan manajemen. Apabila skala konflik keagenan dapat menurun maka, jumlah *agency cost* juga dapat semakin kecil.

2.2.4 Profitability

Menurut Riyanto (2001) profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dibanding dengan modal perusahaan yang digunakan selama periode tertentu. Laba yang diperoleh perusahaan inilah yang akan menjadi dasar dalam membuat kebijakan untuk menentukan jumlah pembayaran dividen kepada pemegang saham dan jumlah laba yang akan diinvestasikan kembali pada perusahaan sebagai laba ditahan. Hal ini berarti profitabilitas pasti dibutuhkan oleh perusahaan apabila perusahaan akan melakukan pembayaran dividen. Menurut Georgiana (2012) laba merupakan variabel penjelas utama kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen dan indikator ini dapat memberikan gambaran bagaimana perusahaan yang berkembang.

Menurut Suharli (2007) menyebutkan bahwa ukuran profitabilitas dapat berbagai macam, seperti: laba operasi, laba bersih, tingkat pengembalian investasi/aktiva, dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik. Terdapat beberapa alat ukur untuk mengukur rasio profitabilitas yang sering digunakan, antara lain: *return on investment (ROI)*, *return on assets (ROA)*, dan *return on equity (ROE)*. Menurut Arilaha (2009) dalam Islamiyah (2012) menyatakan *profitabilitas* perusahaan merupakan salah satu cara yang digunakan sebagai penilaian secara tepat sejauh mana tingkat pengembalian yang akan didapat atas aktivitas investasi yang dilakukan. Sesuai dengan *signalling theory* yang menyatakan bahwa pembayaran dividen merupakan “sinyal” bagi investor bahwa perusahaan memperkirakan peningkatan laba di masa mendatang. Oleh karena itu penelitian ini menggunakan ROE sebagai alat ukur profitabilitas, ROE adalah rasio yang

digunakan untuk mengetahui sejauhmana investasi yang akan dilakukan investor di suatu perusahaan mampu memberikan *return* yang sesuai dengan tingkat yang diisyaratkan oleh investor. Dapat dikatakan pula bahwa *return on equity* merupakan rasio tingkat kemampuan perusahaan dalam pengembalian laba atas ekuitas pemegang saham.

2.2.5 Risk

Risiko (*risk*) merupakan kemungkinan adanya hasil yang berbeda antara hasil yang sesungguhnya dengan hasil yang diharapkan, hasil yang dimaksud disini merupakan pendapatan. Menurut Brigham dan Houston (2006) risiko suatu aktiva dapat dibagi menjadi dua komponen, yang pertama risiko yang dapat didiversifikasi (*diversifiable risk*) yang dapat dieliminasi dengan diversifikasi sehingga dapat mengurangi kekhawatiran investor, dan risiko pasar (*market risk*) yang diukur dengan koefisien beta yang mencerminkan pergerakan pasar secara luas dan tidak dapat didiversifikasi karena penting bagi semua investor. Brigham dan Houston (2006) mengemukakan yang dimaksud dengan risiko bisnis yaitu risiko yang berkaitan dengan proyeksi tingkat pengembalian aktiva pada masa mendatang. Menurut Sudaryanti (2012) menyatakan risiko merupakan variabilitas atasantisipasi terhadap return yang dapat diukur dengan standar deviasi. Risiko yang dapat didiversifikasi disebabkan oleh kejadian acak seperti pemogokan, perkara hukum, dan peristiwa lain yang terjadi pada suatu perusahaan, dan risiko pasar (*market risk*) yaitu risiko yang disebabkan oleh inflasi, resesi, dan tingkat suku bunga yang tinggi, hal-hal tersebut secara

sistematis dapat berpengaruh terhadap perusahaan, risiko pasar tersebut merupakan risiko yang tidak dapat didiversifikasi karena faktor-faktor yang menyebabkan risiko pasar tidak dapat dieliminasi.

Investor cenderung mengaharapkan tingkat keuntungan yang tinggi atas investasi mereka pada suatu perusahaan ketika perusahaan menghadapi tingkat risiko yang tinggi. Menurut Sudaryanti (2012) sesuai teori *risk* dan *return*, semakin tinggi tingkat risiko suatu perusahaan maka semakin besar *return* yang diinginkan oleh investor karena bila risiko yang semakin tinggi tidak diimbangi dengan *return* yang tinggi pula, maka tidak akan pernah ada investor yang mau berinvestasi di perusahaan tersebut. Dapat disimpulkan bahwa perusahaan akan menanggung biaya yang tinggi akibat tingginya tingkat risiko yang dihadapi, maka seharusnya perusahaan membayar dividen dalam jumlah yang kecil untuk memenuhi kebutuhan investasi perusahaan, dengan demikian perusahaan harus membiayai kebutuhan investasinya dengan menggunakan dana internal, sehingga akan mengurangi pembayaran dividen.

2.2.6 Growth

Growth menunjukkan pertumbuhan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Aset merupakan aktiva yang dapat digunakan untuk semua aktivitas operasional suatu perusahaan. Semakin besar aset yang dimiliki perusahaan maka diharapkan semakin besar pula hasil operasional yang dapat dihasilkan oleh suatu perusahaan. Peningkatan aset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar pada perusahaan, dan

dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar (kreditur), maka proporsi hutang semakin lebih besar dari modal sendiri. Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditur atas dana yang ditanamkan ke dalam perusahaan dijamin oleh besarnya aset yang dimiliki perusahaan (Ang, 1997).

Menurut Utami dan Inanga (2011) perusahaan cenderung menggunakan sumber dana internal untuk membiayai proyek-proyek investasi jika proyek-proyek tersebut memiliki peluang pertumbuhan besar dan proyek-proyek investasi yang besar. Perusahaan juga memilih untuk membayar dividen lebih sedikit, agar dapat mengurangi ketergantungan perusahaan pada pembiayaan eksternal yang mahal. Namun, perusahaan dengan pertumbuhan lambat dan peluang investasi lebih sedikit akan membayar dividen lebih tinggi untuk mencegah manajer dari *overinvestment* pada kas perusahaan. Dividen disini akan memainkan peran insentif, dengan menghilangkan sumber daya dari perusahaan dan menurunkan *agency cost* pada *free cash flow*, hal ini tersirat oleh Jensen (1986), dan Lang dan Litzemberger (1989) dalam Utami dan Inanga (2011).

2.2.7 Firm Size

Ukuran perusahaan (*firm size*) merupakan salah satu alat atau skala untuk mengukur besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat ditentukan antara lain oleh besarnya total aktiva, dan total penjualan. Menurut Smith (1997) dalam Harjono (2002) menyatakan bahwa ukuran perusahaan mungkin suatu faktor yang penting bukan hanya sebagai proksi *agency cost* tetapi juga disebabkan biaya transaksi yang berkaitan dengan ukuran perusahaan. Perusahaan besar dengan akses pasar

yang lebih baik seharusnya membayar dividen yang tinggi kepada pemegang saham, sehingga ukuran perusahaan dan pembayaran dividen memiliki hubungan positif (Cleary, 1999 dalam Harjono, 2002). Jadi semakin besar perusahaan maka, semakin tinggi pula tingkat kepercayaan investor untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut, dan diharapkan perusahaan membayar dividen lebih tinggi.

2.3 Pengaruh Variable Independen terhadap Variabel Dependen

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

Free cash flow dapat menggambarkan kondisi keuangan suatu perusahaan, karena perusahaan dengan arus kas bebas yang tinggi dinilai mampu menghadapi kondisi yang buruk. Menurut Jensen (1986) *free cash flow* merupakan aliran kas sisa dari pendanaan semua proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) yang positif dan didiskontokan pada biaya modal yang relevan.

Masalah keagenan akan semakin parah ketika perusahaan menghasilkan *free cash flow* dalam jumlah yang besar (Jensen, 1986). *Free cash flow* yang tersedia dalam jumlah cukup besar pada suatu perusahaan biasanya menimbulkan konflik karena perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Menurut Smith dan Kim (1994) dalam Rosdini (2009), manajer disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* yang tersedia sehingga mengakibatkan terjadinya inefisiensi dalam perusahaan atau manajer juga akan menginvestasikan dana *free cash flow* dengan return yang kecil. Pihak manajemen seringkali menggunakan dana tersebut untuk melakukan investasi yang berlebihan dan pemborosan yang mengakibatkan ketidakefisienan pada perusahaan, hal tersebut

sangat bertentangan dengan kepentingan para pemegang saham yang menginginkan pembayaran dividen.

Menurut Jensen (1986) pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio* bersifat positif yang artinya bahwa semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi *dividen payout ratio* atau semakin rendah *free cash flow* maka semakin rendah *dividend payout ratio*. Hal ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Smith and Watts (1992) dalam Rosdini (2009) yang menyatakan bahwa untuk menghindari terjadinya *overinvestment (free cash flow problem)*, manajer akan membagikan dividen dalam jumlah yang tinggi. Sehingga semakin tinggi tingkat *free cash flow* akan berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen kepada pemegang saham, tindakan tersebut dilakukan untuk mengurangi *agency cost* pada perusahaan. Hal ini diperkuat dengan hasil penelitian Lucyanda dan Lilyana (2012) yang menyatakan bahwa *free cash flow* memiliki hubungan positif terhadap *dividend payout ratio*.

H 1 : *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (DPR)

2.3.2 Pengaruh *Leverage* terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Perusahaan-perusahaan yang sedang berkembang akan memerlukan modal yang berasal dari pendanaan internal maupun eksternal. Ketika pendanaan internal tidak mencukupi maka perusahaan melakukan pendanaan eksternal yang biasanya berupa pendanaan dari utang. Menurut Jensen dan Meckling (1976) permasalahan keagenan juga dapat ditengahi dengan meningkatkan utang, karena utang dapat

mengurangi perilaku manajemen yang cenderung melakukan pemborosan. Dengan adanya utang yang ditanggung perusahaan maka diperlukan kas lebih untuk pembayaran utang tersebut serta bunganya, sehingga *free cash flow* yang tersedia dapat dikendalikan. Menurut Pujiastuti (2008) dengan adanya hutang akan dapat mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *cash flow* untuk kegiatan-kegiatan yang kurang optimal dan menjadikan manajer bekerja lebih efisien. Dengan demikian utang juga berfungsi sebagai mekanisme untuk mendisiplinkan manajer perusahaan dan mencegah para manajer tersebut untuk melakukan pemborosan dalam memaksimalkan keuntungan pribadi.

Menurut Sartono (2001) menyatakan bahwa dengan meningkatkan pendanaan dengan utang akan dapat menurunkan skala konflik antara pemegang saham dan manajemen karena ketika perusahaan memerlukan kredit maka harus siap dimonitor oleh pihak eksternal dan berarti akan mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham. Apabila konflik keagenan menurun maka *agency cost* pada perusahaan juga dapat menurun.

Esensi *balancing theories* yang dikemukakan oleh Husnan (1997) atau yang disebut sebagai *trade off theory* oleh Brealey R dan Myer S (1991) adalah untuk menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat masih lebih besar, hutang akan ditambah tetapi apabila pengorbanan karena menggunakan hutang sudah lebih besar maka hutang tidak boleh lagi ditambah. Manfaat disini adalah untuk mengurangi *agency cost* yang tinggi dengan meningkatkan *leverage* karena utang dapat mengurangi perilaku manajemen yang cenderung melakukan pemborosan, oleh

karena itu pembayaran dividen akan semakin kecil karena dana yang tersedia bagi perusahaan cenderung digunakan untuk melunasi pokok hutang dan bunganya. Dengan meningkatnya hutang dapat mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *free cash flow* yang tersedia untuk kegiatan yang menyebabkan *inefisiensi*. Meskipun hutang juga dapat menimbulkan konflik keagenan hutang, karena tingkat penggunaan hutang yang tinggi dapat meningkatkan risiko kebangkrutan (Bathala et al., 1994 dalam Pujiastuti, 2008). Namun berdasarkan penelitian terdahulu banyak terdapat hasil bahwa perusahaan yang memiliki tingkat utang tinggi akan membayar dividen lebih sedikit daripada perusahaan yang memiliki tingkat hutang rendah. Hal ini dilakukan untuk mengurangi tingkat ketergantungan pendanaan eksternal, sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan negatif antara *Debt to Equity Ratio* dengan DPR. Pernyataan tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Islamiyah (2012) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara *Debt to Equity Ratio* terhadap *Dividend Payout Ratio*.

H 3 : *Debt to Equity Ratio* berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen (DPR)

2.3.3 Pengaruh Profitabilitas terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Profitabilitas dapat menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Salah satu cara untuk mengukur rasio profitabilitas ini adalah dengan *Return On Equity* (ROE). *Return On Equity* sering juga dinamakan rentabilitas usaha adalah perbandingan antara laba dengan jumlah modal sendiri

yang menghasilkan laba (Riyanto, 2001). Rasio yang dipergunakan oleh investor untuk melihat tingkat pengembalian terhadap modal yang mereka tanamkan adalah *Return On Equity* (ROE).

Profitabilitas perusahaan merupakan salah satu cara yang digunakan sebagai penilaian secara tepat sejauh mana tingkat pengembalian yang akan didapat atas aktivitas investasi yang dilakukan (Arilaha, 2009) dalam Islamiyah, 2012). Sehingga perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi akan menarik minat para investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut dengan harapan akan mendapatkan keuntungan yang tinggi pula. Karena pembagian keuntungan kepada para pemegang saham sebagai dividen diambil dari tingkat keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan. Hal ini sesuai dengan *Smoothing theory*, yang dikembangkan oleh Linter (1956). Linter mengatakan bahwa jumlah dividen bergantung akan keuntungan perusahaan sekarang dan dividen tahun sebelumnya.

Semakin besar keuntungan yang diperoleh perusahaan maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membagikan keuntungan kepada para pemegang saham dengan memberikan pembayaran dividen. Oleh karena itu profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Utami dan Inanga (2011) yang menyatakan bahwa *profitability* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* untuk mengurangi *agency cost* pada *free cash flow*.

H 4 : *Profitability* berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen (DPR)

2.3.4 Pengaruh *Risk* terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Jensen et al. (1992) berpendapat bahwa risiko bisnis yang lebih tinggi akan meningkatkan ketidakpastian pada hubungan langsung antara keuntungan saat ini dan keuntungan yang diharapkan, oleh karena itu risiko bisnis yang tinggi dikaitkan dengan pembayaran dividen yang rendah. Investor cenderung mengharapkan keuntungan yang tinggi atas investasi mereka pada tingkat risiko bisnis yang tinggi. Berdasarkan teori *risk* dan *return* yaitu semakin tinggi tingkat risiko suatu perusahaan maka semakin besar *return* yang diinginkan oleh investor, karena jika tingkat risiko yang tinggi tidak diimbangi dengan *return* yang tinggi pula, maka tidak akan pernah ada investor yang berinvestasi pada perusahaan tersebut (Sudaryanti, 2012).

Return tersebut dapat berupa dividen atau *capital gain*, akan tetapi berdasarkan teori *Bird in The Hand*, investor lebih menyukai dividen dibanding laba ditahan (Yendrawati, 2006). Oleh karena itu risiko berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan dibutuhkan modal yang besar untuk memberikan *return* besar ketika tingkat risiko perusahaan tinggi, maka seharusnya perusahaan tidak membagikan dividen dalam jumlah yang besar. Sehingga ketika tingkat risiko perusahaan tinggi maka tingkat pembayaran dividen rendah, atau dengan kata lain variabel *risk* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini sesuai dengan penelitian Rozeff (1982) dan Yendrawati (2006) yang menyatakan *risk* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

H 4 : *Risk* berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen (DPR)

2.3.5 Pengaruh *Growth* terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Untuk mewujudkan investasi yang dapat mendukung pertumbuhan perusahaan yang maksimal diperlukan dana untuk meningkatkan keuntungan bagi perusahaan. Berdasarkan *Residual Decision of Dividend* yang dikemukakan oleh Husnan (1997) yaitu besarnya pembayaran dividen oleh perusahaan akan dipengaruhi oleh ada atau tidaknya kesempatan yang menguntungkan, maka dana yang diperoleh dari operasi perusahaan akan digunakan untuk investasi, jadi kalau ada sisa barulah sisa tersebut dibagikan sebagai dividen. Oleh karena itu dibutuhkan dana yang semakin besar agar tercapai pertumbuhan perusahaan yang semakin tinggi pula. Semakin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang, perusahaan lebih senang untuk menahan labanya dari pada membayarannya sebagai dividen (Riyanto, 2001).

Teori *free cash flow hypothesis* yang disampaikan oleh Jensen (1976) menyebutkan bahwa perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang lebih tinggi memiliki *free cash flow* yang rendah karena sebagian besar dana yang ada digunakan untuk investasi pada proyek yang memiliki nilai NPV yang positif. Jadi ketika perusahaan mencapai pertumbuhan yang tinggi akan memberikan peluang pada perusahaan tersebut untuk melakukan investasi yang memiliki prospek yang baik atas keuntungan yang diperolehnya. Dapat disimpulkan bahwa perusahaan cenderung melakukan investasi jika investasi tersebut memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi dan memilih untuk membayar dividen lebih sedikit. Namun perusahaan dengan pertumbuhan yang lambat dan peluang investasi lebih sedikit akan membayar dividen tinggi untuk mencegah

overinvestment yang dilakukan oleh manajer. Dividen disini akan memainkan peran insentif dengan menghilangkan sumber daya dari perusahaan dan menurunkan *agency cost* dari *free cash flow* (Jensen, 1986 dalam Utami dan Inanga, 2011). Sehingga terdapat hubungan yang negatif antara pertumbuhan dan pembayaran dividen. Hal ini sesuai dengan penelitian Rozeff (1982) yang menyatakan terdapat hubungan negatif antara *growth* dengan pembayaran dividen.

H 5 : *Growth* berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen (DPR)

2.3.6 Pengaruh *Firm Size* terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Lloyd et al. (1985) dalam Georgiana (2012) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan besar yang memiliki *financial maturity* akan memiliki akses yang lebih mudah ke pasar modal, sehingga dapat mengurangi ketergantungan mereka pada dana internal, dengan demikian mereka dapat menawarkan dividen yang lebih tinggi. Sehingga dapat disimpulkan perusahaan besar yang sudah mapan akan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal, . Karena kemudahan akses ke pasar modal, maka investor akan lebih mudah mengakses perusahaan dan mudah percaya untuk melakukan investasi pada perusahaan tersebut. Sehingga perusahaan besar akan lebih mudah untuk mendapatkan sumber modal. Perusahaan besar dengan akses pasar yang lebih baik diharapkan dapat membayar dividen yang tinggi kepada pemegang sahamnya.

Proses pengawasan pada perusahaan harus tetap dilakukan untuk mengawasi serta mengontrol perusahaan agar pihak manajemen bekerja sesuai

dengan keinginan para pemegang saham karena seringkali terjadi konflik keagenan diantara dua pihak ini yang disebabkan oleh perbedaan kepentingan. Dengan adanya konflik keagenan dapat berpengaruh pada *agency cost* perusahaan. Menurut Lloyd et al. (1985) dalam Utami dan Inanga (2011) menganggap bahwa *firm size* merupakan variabel penjelas yang penting, perusahaan besar lebih menyukai untuk meningkatkan pembayaran dividen untuk mengurangi *agency cost*. Karena perusahaan besar dengan kepemilikan yang tersebar luas akan memiliki kontrol yang tinggi, hal tersebut dapat meningkatkan *agency cost*. Sehingga antara ukuran perusahaan dan pembayaran dividen memiliki hubungan positif. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Taleb (2012) menyatakan bahwa hubungan antara *firm size* dengan pembayaran dividen menunjukkan hasil yang positif.

H 6 : *Firm Size* berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen (DPR)

2.4 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menganalisis faktor-faktor yang diduga berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*, diantaranya adalah :

1. Georgiana (2012)

Penelitian yang dilakukan Georgiana (2012) berjudul “*Determinant Agent Analysis of Dividend Policy Practiced by Companies Listed in Great Britain and France*”. Penelitian ini menggunakan teknik analisis *OLS methode* dengan sampel perusahaan

yang didapatkan dari situs Bursa Efek London, situs Bursa Efek Paris dan informasi keuangan website Cofisem. Variabel dependen pada penelitian ini adalah *dividend payout ratio* dengan variabel independennya adalah *earning per share*, *return on equity*, *dividend distributed in the previous year* (DIVt-1), *free cash flow*, *firm size*, *debt to equity ratio*, *tax*, dan *dummy variabel for ownership structure*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel DIVt-1, *tax*, EPS, *free cash flow* dan *DUM* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap dividen. Variabel EPS, DER, dan TAX memiliki hubungan negatif terhadap dividen sedangkan variabel lainnya memiliki hubungan positif terhadap dividen.

2. Juliet D'souza (1999)

Juliet D'souza dalam penelitiannya yang berjudul "*Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities And Dividend Policy- An Internasional Perspective*". Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi berganda (*multiple regression analyses*) dengan sampel 349 perusahaan pada periode penelitian 1995-1997. Penelitian ini menggunakan *dividen payout ratio* sebagai variabel dependen dan variabel independennya adalah *market risk*, *IOS*, *growth* dan *market-to-book-value*. Pada hasil penelitian ini *agency cost* mempunyai hubungan yang negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. *Market risk* (beta) dan *investment opportunities* memiliki hubungan yang negatif dengan kebijakan dividen. Sedangkan *growth rate* dan *market-*

took-book value memiliki hubungan negatif yang tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

3. Djumahir (2009)

Djumahir, meneliti dengan judul “Pengaruh Biaya Agensi, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia”. Sampel pada penelitian ini yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2002-2007 dan menggunakan teknik analisis regresi linear berganda. Variabel Dependen yang digunakan adalah *dividen payout ratio*, sedangkan variabel independennya yaitu, *dispersion of ownership, institutional ownership, free cash flow*, tahap daur hidup perusahaan, regulasi. Hasil penelitian ini yaitu variabel *dispersion of ownership, institutional ownership, free cash flow*, tahap daur hidup perusahaan, dan regulasi berpengaruh secara simultan terhadap kebijakan dividen. Variabel *dispersion of ownership, free cash flow*, tahap daur hidup perusahaan, dan regulasi berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, kecuali variabel *institutional ownership*. Semua variabel pada penelitian ini berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Variabel *free cash flow* secara parsial berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

4. Triani Pujiastuti (2008)

Triani Pujiastuti melakukan penelitian yang berjudul “Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur dan

Jasa yang *Go Public* di Indonesia”. Sample yang di gunakan adalah perusahaan manufaktur dan jasa yang terdaftar di BEI tahun 2000-2005. Variabel independen yang digunakan adalah *insider ownership*, *shareholder dispersion*, *collateral asset*, *debt*, dan *free cash flow*, sedangkan variabel dependen yang digunakan adalah *dividen payout ratio*. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi linear berganda. Hasil dari penelitian menunjukkan variabel *insider ownership* berpengaruh negatif, variabel *shareholder dispersion* berpengaruh positif dan variabel *debt* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan variabel *collateral assets* dan *free cash flow* tidak signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen dalam konflik keagenan. Variabel *free cash flow* berpengaruh negatif dan variabel *collateral asset* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

5. Siti Rahmi Utami dan Eno L Inanga (2011)

Siti Rahmi Utami dan Eno L Inanga dalam penelitiannya yang berjudul “*Agency Cost of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia*”. Sample yang di gunakan adalah 26 perusahaan pembentuk LQ 45 dari berbagai sektor industri yang terdaftar di BEI tahun 1994-2007. Penelitian ini menguji pengaruh *agency cost* pada *free cash flow* terhadap *dividen payout ratio* dan *leverage* sebagai variabel dependennya. Selain itu penelitian ini juga menguji variabel independen yaitu *free cash flow*, *leverage*, *growth*,

profit, size, and risk untuk mengukur tingkat *agency cost* perusahaan pada *dividend payout ratio* sebagai variabel dependennya. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi linear berganda. Hasil dari penelitian menunjukkan variabel *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap variabel *dividend payout ratio* namun berpengaruh positif terhadap *leverage*. Variabel *leverage* sebagai proksi *agency cost* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Variabel *free cash flow* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Dan variabel *profit* dan *size* berpengaruh positif tidak signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Untuk variabel *risk* berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio* untuk mengurangi *agency cost*. Sedangkan variabel *growth* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio* untuk mengurangi *agency cost*.

6. Dr Ghassan Al Taleb (2012)

Penelitian yang dilakukan oleh Dr Ghassan Al Taleb berjudul “*Measurement of Impact Agency Cost Level of Firms on Dividend and Leverage Policy : An Empirical Study*”. Sample yang di gunakan adalah 60 perusahaan industri yang terdaftar di *Amman Stock Exchange* tahun 2007-2011. Penelitian ini menguji pengaruh *agency cost* pada *free cash flow* terhadap *dividen payout ratio* dan *leverage* sebagai variabel dependennya. Selain itu penelitian ini juga menguji variabel independen yaitu *free cash flow, leverage, growth, profit,*

size, and risk untuk mengukur tingkat *agency cost* perusahaan terhadap *dividend payout ratio* sebagai variabel dependennya. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi linear berganda. Hasil dari penelitian menunjukkan variabel *free cash flow* berpengaruh negatif signifikan terhadap variabel *dividend payout ratio* namun berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage* untuk mengurangi *agency cost*. Variabel *free cash flow* sebagai proksi *agency cost* berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Variabel *leverage* dan *profit* berpengaruh positif secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Dan variabel *size* dan *risk* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio* untuk mengurangi *agency cost*. Sedangkan variabel *growth* berpengaruh negatif tidak signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen untuk mengurangi *agency cost*.

7. Rizki Islamiyah (2012)

Rizki Islamiyah melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh *Free Cash Flow*, Profitabilitas, Likuiditas, *Leverage* dan *Growth* terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di BEI. Terhadap DPR”. Sampel yang digunakan adalah laporan keuangan tahunan pada perusahaan manufaktur oleh auditor independen dan terdaftar pada Bursa Efek Indonesia untuk tahun 2006 sampai dengan tahun 2010. Variabel dependen yang digunakan adalah *dividen payout ratio*, sedangkan variabel independen yang digunakan adalah *free cash flow*, profitabilitas, likuiditas (CR), *leverage* (DER), dan *growth*.

Teknik analisa yang digunakan adalah regresi linear berganda. Hasil dari penelitian tersebut adalah secara parsial variabel profitabilitas, *leverage*, dan *growth* berpengaruh negatif terhadap DPR. Secara parsial variabel *free cash flow* dan likuiditas berpengaruh positif terhadap variabel DPR. Semua variabel dalam penelitian ini tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR.

8. Suwaldiman dan Ahmad Aziz (2006)

Suwaldiman dan Ahmad Aziz, meneliti mengenai pengaruh *insider ownership* dan risiko pasar terhadap kebijakan dividen. Sample yang digunakan pada penelitian ini yaitu perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2000-2004 dengan teknik analisis regresi linear berganda. Variabel dependen yang digunakan adalah *dividen payout ratio* dengan variabel *Insider Ownership* dan *Beta* sebagai variabel bebas, serta *MTVB (market to book value)*, *Size*, *EV (earning variability)*, *Profitabilitas (ROA)*, dan *Growth* sebagai variabel pengontrol yang diuji terhadap *dividen payout ratio*. Hasil penelitian ini berdasarkan uji t menunjukkan bahwa dari semua variabel yang dianalisis hanya tiga variabel yang berpengaruh secara signifikan terhadap DPR yaitu variabel *MTBV*, *size*, dan *EV (earning variability)*, sedangkan variabel lainnya tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR. Variabel *growth*, *MTBV*, dan *beta* menunjukkan hasil yang positif terhadap DPR. Sedangkan variabel *insider ownership*, *size*, *EV (earning variability)*, dan *profitability* menunjukkan hasil yang negatif

terhadap DPR. Sedangkan hasil penelitian berdasarkan uji F menunjukkan bahwa dari ketujuh variabel yang dianalisis yaitu, *Insider Ownership* dan *Beta* sebagai variabel bebas, serta *MTVB (market to book value)*, *Size*, *EV (earning variability)*, *Profitabilitas (ROA)*, dan *Growth* sebagai variabel pengontrol yang diuji terhadap *dividen payout ratio (DPR)*, semua variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

9. Juni Harjono (2002)

Juni Harjono (2002) melakukan penelitian yang berjudul “Analisis Faktor Faktor yang Berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio* pada Industri Manufaktur di BEJ”. Metode yang digunakan pada penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Variabel dependen pada penelitian ini adalah *dividend payout ratio* dengan variabel independen yang digunakan adalah *cash position*, *debt to equity ratio*, *insider ownership*, *growth*, *size*, *profitabilitas*. *Cash position*, *debt to equity ratio*, *size*, dan *profitabilitas* berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*, sedangkan variabel *insider ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Variabel *size*, *cash position*, dan *pofitability* memiliki pengaruh positif terhadap raio pembayaran dividen. Variabel *debt*, *insider ownership*, dan *growth* berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen.

10. Dini Rosdini (2009)

Dini Rosdini melakukan penelitian yang berjudul “Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Dividend Policy*” dengan analisis regresi linier sederhana (*linier regression*) dan menggunakan sampel seluruh perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Jakarta pada periode laporan keuangan tahun 2000-2002. Variabel dependen yang digunakan adalah *dividend payout ratio* (DPR) dan variabel Independen yang digunakan adalah *free cash flow*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

11. Jurica Lucyanda dan Lilyana (2012)

Jurica Lucyanda dan Lilyana melakukan penelitian yang berjudul “Pengaruh *Free Cash Flow* dan Struktur Kepemilikan terhadap *Dividend Payout Ratio*”. Metode analisis yang digunakan adalah metode regresi linier berganda dengan data yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di BEI selama tahun 2007-2009. Variabel independen pada penelitian ini adalah *free cash flow*, kepemilikan institutional, kepemilikan keluarga, kepemilikan asing, *size*, *leverage* dan *growth*, dengan *dividen payout ratio* sebagai variabel dependen. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *free cash flow*, kepemilikan institutional, dan *size* berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio* sedangkan variabel lainnya tidak berpengaruh secara signifikan. Variabel *free cash flow*, *size*, *leverage*, dan kepemilikan keluarga berpengaruh positif terhadap

dividend payout ratio. Sedangkan variabel kepemilikan institusional, dan *growth* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

12. Maria Andriyani (2008)

Maria Andriyani (2008) meneliti tentang pengaruh *cash ratio*, *debt to equity*, *insider ownership*, *investment opportunity*, *investment opportunity set (IOS)*, dan *Profitability* terhadap Kebijakan Dividen dengan metode analisis regresi linier berganda dan mengambil sampel dari perusahaan otomotif yang terdaftar di BEI periode 2004-2006. Pada penelitian ini variabel *cash ratio*, *debt to equity ratio*, *insider ownership*, *IOS* dan *return in asset* merupakan variabel independen dan variabel *dividend payout ratio* sebagai variabel dependennya. Variabel *cash ratio*, *debt to equity ratio*, *insider ownership*, *IOS* dan *return in asset* secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Variabel *debt to equity ratio* dan *insider ownership* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Sedangkan variabel lainnya berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Secara parsial variabel *insider ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*, sedangkan variabel lainnya berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

13. Ahmad Fauz dan Rosidi (2007)

Penelitian yang dilakukan oleh Ahmad Fauz dan Rosidi berjudul “Pengaruh Aliran Kas Bebas, Kepemilikan Manajerial,

Kepemilikan Institutional, Kebijakan Utang dan *Collateral Asset* terhadap Kebijakan Dividen”. Teknik analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda dengan sampel perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Jakarta. Variabel dependen pada penelitian ini adalah dividen, dan variabel independennya adalah *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institutional, kebijakan utang, dan *collateral asset*. Variabel hutang dan *collateral asset* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel *free cash flow*, kepemilikan manajerial dan kepemilikan institutional berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel *free cash flow*, *insider ownership*, dan *collateral asset* menunjukkan pengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan variabel hutang dan kepemilikan institutional menunjukkan pengaruh yang negatif terhadap kebijakan dividen.

14. Amajrit Gill, Nahum Biger, dan Rajendra Tibrewala (2010)

Amajrit Gill, Nahum Biger, dan Rajendra Tibrewala pada penelitiannya yang berjudul *Determinants of Dividend Payout Ratio : evidence from United States* menggunakan metode *Ordinary Least Square* (OLS) dan pemilihan sampel diambil dari laporan keuangan perusahaan jasa dan manufaktur yang diumumkan perusahaan publik pada tahun 2007. Variabel dependen yang digunakan adalah *Devidend Payout Ratio* dan variabel independennya adalah *profitability*, *cash flow*, *tax*, *growth*, *Market to Book Value*, dan *Debt to Equity Ratio*.

Pada hasil penelitian ini menyatakan bahwa variabel *profitability* dan *debt to equity ratio* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Sedangkan variabel *cash flow*, *tax*, *market to book value*, *tax*, dan *growth* memiliki pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

15. Bram Hadiano dan Herlina (2010)

Penelitian yang dilakukan oleh Hadiano dan Herlina (2010) berjudul “Prediksi Arus Kas Bebas, Kebijakan Utang, dan Profitabilitas Terhadap Kemungkinan Dibayarkannya Dividen”. Teknik analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah model regresi logistik dengan sampel emiten pembentuk indeks Kompas 100 yang tercatat pada tahun 2007. Variabel dependen pada penelitian ini adalah dividen, dan variabel independennya adalah arus kas bebas, kebijakan utang, dan profitabilitas. Variabel *free cash flow*, tidak dapat memprediksi perusahaan dalam membayar dividen atau dengan kata lain variabel arus kas bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap dividen dan memiliki pengaruh negatif. Variabel kebijakan utang dan profitabilitas memiliki hubungan positif terhadap kebijakan dividen.

16. Yeni Yendrawati dan Achmad Friady Dhailami (2006)

Penelitian yang dilakukan oleh Yendrawati dan Dhailami (2006) berjudul “Pengaruh *Insider Ownership* dan Risiko Pasar terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta”. Teknik analisis yang digunakan pada penelitian ini adalah model regresi linier berganda dengan sampel

perusahaan manufaktur yang *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) tahun 2002-2003. Variabel dependen pada penelitian ini adalah *dividend payout ratio*, dan variabel independennya adalah *Insider Ownership*, dan *Risiko* dengan variabel pengontrol yaitu *Market to Book Value*, *Earning Variability*, *Profitability*, dan *Growth*. Variabel *Market to Book Value* dan *Growth* memiliki pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, sedangkan variabel lainnya berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Variabel *market to book value* dan *Earning Variability* berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Variabel *insider ownership*, *risiko*, *size*, *profitability*, dan *growth* tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

17. Muhammad Asril Arilaha (2009)

Arilaha (2009) pada penelitiannya yang berjudul “Pengaruh *Free Cash Flow*, Profitabilitas, Likuiditas, dan *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen”. Teknik analisa yang digunakan adalah regresi linier berganda dengan pemilihan sampel diambil dari laporan keuangan perusahaan jasa dan manufaktur yang diumumkan perusahaan publik pada tahun 2007. Variabel dependen yang digunakan adalah *Devidend Payout Ratio* dan variabel independennya adalah *Free cash flow*, *Profitability*, *Likuiditas* dan *Leverage*. Pada hasil penelitian ini menyatakan bahwa *debt to equity ratio* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Sedangkan

variabel *free cash flow*, *profitability*, dan likuiditas memiliki pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Dari seluruh variabel independen yang digunakan pada penelitian ini, hanya variabel *profitabilitas* yang berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Berikut ini merupakan rangkuman dari penelitian terdahulu yang berhubungan dengan penelitian yang berjudul “**Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Leverage, Profitability, Risk, Growth, dan Firm Size Terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2011)**” terdapat pada Tabel 2.1:

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

| No | Nama | Variabel | Model | Hasil |
|----|---|---|--------------------|--|
| 1. | Georgiana (2012) Judul: “ <i>Determinant Agent Analysis of Dividend Policy Practiced by Companies Listed in Great Britain and France</i> ” | Variabel dependen: <i>Dividend payout ratio</i> Variabel Independen: <i>Earning per share, Return on equity, Dividend distributed in the previous year (DIVt-1), Free cash flow, Firm size, Debt to equity ratio, Tax, dan dummy variabel for ownership structure.</i> | <i>OLS methode</i> | Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel <i>DIVt-1</i> , <i>tax</i> , <i>EPS</i> , <i>free cash flow</i> dan <i>DUM</i> memiliki pengaruh yang signifikan terhadap dividen. Variabel <i>EPS</i> , <i>DER</i> , dan <i>TAX</i> memiliki hubungan negatif terhadap dividen sedangkan variabel lainnya memiliki hubungan positif terhadap dividen. |
| 2. | Juliet D’Souza | Variabel | Regresi | <i>Agency cost</i> |

| | | | | |
|----|---|--|-------------------------|---|
| | (1999) Judul: “Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities And Dividend Policy- An Internasional Perspective” | Dependen: <i>Dividend payout ratio</i> Variabel Independen: <i>Market Risk, IOS, Growth, Market-to-book-value</i> | linier berganda | mempunyai hubungan yang negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel <i>risk</i> (beta) dan <i>investment opportunity</i> memiliki hubungan yang negatif signifikan dengan kebijakan dividen. Sedangkan <i>growth rate</i> dan <i>market took-book value</i> memiliki hubungan negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. |
| 3. | Djumahir (2009) Judul: “Pengaruh Biaya Agensi, Tahap Daur Hidup Perusahaan, dan Regulasi terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia”. | Variabel Dependen: <i>Dividen payout ratio</i> variabel independen: <i>Dispersion of ownership, Institutional ownership, Free cash flow, Tahap daur hidup perusahaan, dan Regulasi.</i> | Regresi linear berganda | Variabel <i>dispersion of ownership, institutional ownership, free cash flow</i> , tahap daur hidup perusahaan, dan regulasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Variabel <i>dispersion of ownership, free cash flow</i> , tahap daur hidup perusahaan, dan regulasi berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, kecuali variabel <i>institutional ownership</i> . |
| 4. | Triani Pujiastuti (2008) Judul : “Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur dan Jasa yang Go Public di Indonesia” | Variabel Dependen: <i>Dividen payout ratio</i> Variabel Independen: <i>Insider ownership, Shareholder dispersion, Collateral asset, Debt, dan Free Cash Flow</i> | Regresi linear berganda | Variabel <i>insider ownership, debt</i> , dan <i>free cash flow</i> berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Variabel <i>shareholder dispersion</i> dan <i>collateral asset</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Variabel <i>insider ownership, shareholder dispersion</i> , dan <i>debt</i> |

| | | | | |
|----|---|--|-------------------------|---|
| | | | | berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan variabel <i>collateral asset</i> dan <i>free cash flow</i> tidak signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen dalam konflik keagenan. |
| 5. | <p>Siti Rahmi Utami dan Eno L Inanga (2011)</p> <p>Judul: “Agency Cost of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia”.</p> | <p>Variabel Dependen: <i>Dividend payout ratio</i></p> <p>Variabel Independen: <i>Free cash flow, Leverage, Growth, Profit, Size, dan Risk</i></p> | Regresi linear berganda | <p>Variabel <i>leverage</i> sebagai proksi <i>agency cost</i> berpengaruh positif terhadap <i>dividend payout ratio</i>. Variabel <i>free cash flow</i> berpengaruh negatif secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Dan variabel <i>profit</i> dan <i>size</i> berpengaruh positif tidak signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Variabel <i>risk</i> berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap <i>dividend payout ratio</i> untuk mengurangi <i>agency cost</i>. Sedangkan variabel <i>growth</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap <i>dividend payout ratio</i> untuk mengurangi <i>agency cost</i>.</p> |
| 6. | <p>Dr Ghassan Al Taleb (2012)</p> <p>Judul: “Measurement of Impact Agency Cost Level of Firms</p> | <p>Variabel Dependen: <i>Dividend payout ratio</i></p> <p>Variabel Independen: <i>Free cash flow,</i></p> | Regresi linear berganda | <p>Variabel <i>free cash flow</i> sebagai proksi <i>agency cost</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>dividend payout ratio</i>. Variabel <i>leverage</i> dan <i>profit</i> berpengaruh positif</p> |

| | | | | |
|----|--|---|-------------------------|--|
| | <i>on Dividend and Leverage Policy : An Emperical Study</i> ". | <i>Leverage, Growth, Profit, Size, dan Risk</i> | | secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Dan variabel <i>size</i> dan <i>risk</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap <i>dividend payout ratio</i> untuk mengurangi <i>agency cost</i> . Sedangkan variabel <i>growth</i> berpengaruh negatif tidak signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen untuk mengurangi <i>agency cost</i> . |
| 7. | Rizki Islamiyah (2012) Judul: "Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> , Profitabilitas, Likuiditas, <i>Leverage</i> dan <i>Growth</i> terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di BEI. Terhadap DPR" | Variabel Dependen: <i>Dividen payout ratio</i> Variabel Independen: <i>Free cash flow</i> , Profitabilita, Likuiditas, <i>Leverage</i> (DER), <i>growth</i> | Regresi linear berganda | Secara parsial variabel variabel <i>Free Cash Flow</i> dan likuiditas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel profitabilitas, <i>leverage</i> , <i>growth</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. |
| 8. | Suwaldiman dan Ahmad Aziz (2006) Judul: "Pengaruh <i>Insider Ownership</i> dan Risiko Pasar terhadap Kebijakan Dividen" | Variabel Dependen : <i>Dividen payout ratio</i> Variabel Independen: <i>Insider ownershi</i> , dan <i>beta</i> Variabel kontrol: <i>Mtbv</i> , <i>Size</i> , <i>Earning</i> | Regresi linear berganda | Variabel <i>growth</i> , <i>MTBV</i> , dan <i>beta</i> menunjukkan hasil yang positif terhadap DPR sedangkan <i>Size</i> , <i>EV</i> , <i>Insider ownership</i> , dan <i>Profitability</i> memiliki pengaruh negatif terhadap DPR. Variabel <i>MTBV</i> , <i>Size</i> , dan <i>EV</i> berpengaruh signifikan terhadap DPR, sedangkan |

| | | | | |
|-----|---|--|-------------------------|---|
| | | <i>variability, Profitability, dan Growth</i> | | variabel lainnya tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR. |
| 9. | Juni Harjono (2002) Judul: "Analisis Faktor Faktor yang Berpengaruh terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> pada Industri Manufaktur di BEJ" | Variabel Dependen: <i>Dividend payout ratio</i> Variabel Independen: <i>Cash position, Debt to equity ratio, Insider ownership, Growth, Size, dan Profitability</i> | regresi linier berganda | Variabel <i>debt to equity ratio, size, dan profitabilitas</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>dividend payout ratio</i> . Variabel <i>size, cash position, dan pofitability</i> memiliki pengaruh positif terhadap rasio pembayaran dividen. Variabel <i>debt, insider ownership, dan growth</i> berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen. |
| 10. | Dini Rosdini (2009) Judul: "Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> terhadap <i>Dividend Policy</i> " | Variabel Dependen: <i>Dividend payout ratio</i> Variabel Independen: <i>Free Cash Flow</i> | Regresi linier | Variabel <i>free cash flow</i> memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap <i>dividend payout ratio</i> |
| 11. | Jurica Lucyanda dan Lilyana (2012) Judul: "Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> dan Struktur Kepemilikan terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> " | Variabel Dependen: <i>Dividen payout ratio</i> Variabel Independen: <i>Free cash flow, Kepemilikan institutional, Kepemilikan keluarga, Kepemilikan asing, Size, Leverage, dan Growth</i> | Regresi linier berganda | Variabel <i>free cash flow</i> , kepemilikan institutional, dan <i>size</i> berpengaruh secara signifikan terhadap <i>dividend payout ratio</i> . Variabel <i>free cash flow, size, kepemilikan keluarga, kepemilikan asing, dan leverage</i> berpengaruh positif terhadap <i>dividend payout ratio</i> . Sedangkan variabel kepemilikan institutional dan <i>growth</i> berpengaruh negatif terhadap <i>dividend</i> |

| | | | | |
|-----|--|---|------------------------------------|---|
| | | | | <i>payout ratio.</i> |
| 12. | <p>Maria Andriyani (2008)</p> <p>Judul: “Analisis Pengaruh <i>Cash Ratio, Debt to Equity, Insider Ownership, Investment Opportunity, Investment Opportunity set (IOS), dan Profitability</i> terhadap Kebijakan Dividen”</p> | <p>Variabel Dependen: <i>Dividend Payout Ratio</i></p> <p>Variabel Independen: <i>Cash ratio, Debt to equity ratio, Insider ownership, IOS, Profitability</i></p> | Regresi linier berganda | <p>Variabel <i>debt to equity ratio</i> dan <i>insider ownership</i> berpengaruh negatif terhadap <i>dividend payout ratio</i>. Sedangkan variabel <i>cash ratio, IOS, dan profitability</i> berpengaruh positif terhadap <i>dividend payout ratio</i>. Variabel <i>insider ownership</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR, dan variabel-variabel lainnya berpengaruh signifikan terhadap DPR.</p> |
| 13. | <p>Ahmad Fauz dan Rosidi (2007)</p> <p>Judul: “Pengaruh Aliran Kas Bebas, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Kebijakan Utang dan <i>Collateral Asset</i> terhadap Kebijakan Dividen”</p> | <p>Variabel Dependen: <i>dividend payout ratio</i></p> <p>Variabel Independen: <i>Free cash flow, Kepemilikan manajerial, Kepemilikan institutional, Kebijakan utang, dan Collateral asset.</i></p> | Regresi linier berganda | <p>Variabel hutang dan kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel <i>free cash flow</i>, kepemilikan manajerial, dan <i>collateral asset</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Variabel kebijakan hutang dan <i>collateral asset</i> berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.</p> |
| 14. | <p>Amajrit Gill, Nahum Biger, dan Rajendra Tibrewala (2010)</p> <p>Judul: “<i>Determinants of Dividend</i>”</p> | <p>Variabel Dependen: <i>Devidend payout ratio</i></p> <p>Variabel Independen: <i>Profitability, Cash flow, Tax, Growth,</i></p> | <i>Ordinary Least Square (OLS)</i> | <p>Variabel <i>cash flow, tax, MTBV, dan growth</i> berpengaruh negatif terhadap <i>dividend payout ratio</i>. Variabel <i>profitability</i> dan <i>debt to equity ratio</i> memiliki pengaruh positif terhadap <i>dividend</i></p> |

| | | | | |
|-----|--|---|-------------------------|--|
| | <i>Payout Ratio : evidence from United States”</i> | <i>Market-to-book-value, dan Debt to equity ratio.</i> | | <i>payout ratio. Variabel profitability, growth, dan debt to equity ratio berpengaruh signifikan terhadap dividend payout ratio.</i> |
| 15. | Bram Hadianto dan Herlina (2010) Judul: “Prediksi Arus Kas Bebas, Kebijakan Utang, dan Profitabilitas Terhadap Kemungkinan Dibayarkannya Dividen”. | Variabel Dependen: <i>Dividen payout ratio</i> Variabel Independen: Arus kas bebas, Kebijakan utang, dan Profitabilitas | Model regresi logistik | Variabel arus kas bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap dividen dan memiliki pengaruh negatif. Variabel kebijakan utang dan profitabilitas memiliki hubungan positif terhadap kebijakan dividen. |
| 16. | Yeni Yendrawati dan Achmad Friady Dhailami (2006) Judul: “Pengaruh <i>Insider Ownership</i> dan Risiko Pasar terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta”. | Variabel Dependen: <i>Dividend payout ratio</i> Variabel Independen: <i>Insider Ownership, dan Risiko</i> Variabel Pengontrol: <i>Market to Book Value, Earning Variability, Profitability, dan Growth.</i> | Regresi linier berganda | Variabel <i>Market to Book Value</i> dan <i>Growth</i> memiliki pengaruh positif terhadap <i>dividend payout ratio</i> , sedangkan variabel lainnya berpengaruh negatif terhadap <i>dividend payout ratio</i> . Variabel <i>market to book value</i> dan <i>Earning Variability</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>dividend payout ratio</i> . Variabel <i>insider ownership, risiko, size, profitability, dan growth</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>dividend payout ratio</i> . |
| 17. | Muhammad Asril Arilaha (2009) Judul: “Pengaruh <i>Free</i> | Variabel Dependen: <i>Devidend Payout Ratio</i> Variabel independen: | Regresi linier berganda | Variabel <i>debt to equity ratio</i> berpengaruh negatif terhadap <i>dividend payout ratio</i> . Variabel <i>free cash flow, profitability, dan</i> |

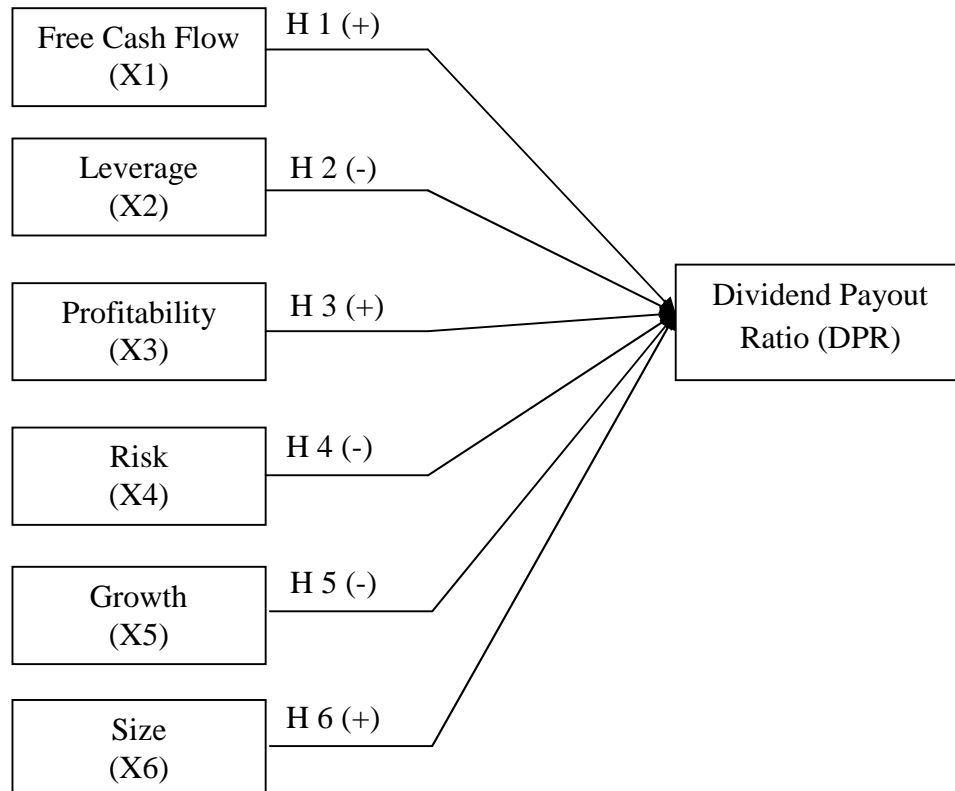
| | | | | |
|--|---|--|--|---|
| | <i>Cash Flow, Profitabilitas, Likuiditas, dan Leverage terhadap Kebijakan Dividen</i> ” | <i>Free cash flow, Profitability, Likuiditas dan Leverage.</i> | | likuiditas memiliki pengaruh positif terhadap <i>dividend payout ratio</i> . Hanya variabel <i>profitabilitas</i> yang berpengaruh signifikan terhadap <i>dividend payout ratio</i> . |
|--|---|--|--|---|

Sumber : berbagai jurnal dan penelitian terdahulu

2.5 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan tujuan penelitian, tinjauan pustaka, dan hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya serta permasalahan yang telah dikemukakan sebagai dasar merumuskan hipotesis, untuk memudahkan dalam melakukan penelitian, dibuat suatu kerangka kerja teoritis yang akan menjadi arahan dalam melakukan pengumpulan data serta analisisnya. Secara sistematis kerangka pemikiran dalam penelitian ini dapat dilihat pada gambar 2.1 berikut ini:

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran



Sumber : dari berbagai jurnal dan penelitian terdahulu

2.6 Hipotesis

Dari perumusan hipotesis dan teori yang sudah dijelaskan diatas, dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

1. H1 : *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen (*Dividend Payout Ratio*)
2. H2 : *Leverage (Debt Equity Ratio)* berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen (*Dividend Payout Ratio*)

3. H3 : *Profitability (Return on Equity)* berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen (*Dividend Payout Ratio*)
4. H4 : *Risk* berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen (*Dividend Payout Ratio*)
5. H5 : *Growth* berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen (*Dividend Payout Ratio*)
6. H6 : *Firm Size* berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen (*Dividend Payout Ratio*)

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Defenisi Operasional

Berdasarkan pada obyek penelitian yang dalam hal ini adalah perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di BEI selama periode 2007-2011. Penelitian ini akan menganalisis secara empiris tentang *agency cost* yang diproksi dengan variabel, yaitu *free cash flow* (FCF), *leverage* (*Debt Equity Ratio/DER*), *pofitability* (*Return On Equity/ROE*), *risk*, *growth*, dan *firm size* yang diduga berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Sehingga perlu dilakukan pengujian atas hipotesis-hipotesis yang telah dikemukakan, dan pengujian hipotesis dilakukan sesuai dengan variabel-variabel yang diteliti dalam penelitian ini agar mendapatkan hasil yang akurat.

3.1.1 Variabel Dependenden

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *dividend payout ratio* (DPR), rasio ini menunjukkan rasio laba yang dibagikan perusahaan kepada para pemegang saham sebagai dividen. DPR didefinisikan sebagai rasio antara *dividend per share* (DPS) terhadap *earning per share* (EPS). *Dividend payout ratio* diperoleh dengan rumusan sebagai berikut : (Weston dan Brigham,1997)

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

3.1.2 Variabel Independen

Variabel independen adalah tipe variabel yang mempengaruhi atau menjelaskan variabel yang lain. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini, antara lain :

3.1.2.1 *Free Cash Flow*

Free cash flow merupakan dana yang tersedia pada perusahaan untuk didistribusikan kepada pemegang saham, namun dana ini dapat disebut pula sebagai aliran kas diskresioner perusahaan yang dapat digunakan untuk tambahan investasi, pembayaran utang, membeli saham kembali, atau untuk menambah likuiditas. Variabel *free cash flow* disini diberi simbol FCF dan dapat diukur dari rasio laba bersih perusahaan tanpa depresiasi dan dividen terhadap total aset, atau dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{FCF} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak} - \text{Dividen} + \text{Penyusutan Aktiva}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

3.1.2.2 *Debt Equity Ratio*

Rasio DER mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang dapat ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri untuk membayar utang. *Debt Equity Ratio* tersebut dapat dirumuskan sebagai berikut (Utami dan Inanga, 2011) :

$$\text{DER} = \frac{\text{Total debt}}{\text{Total equity}}$$

3.1.2.3 *Return On Equity*

Return on equity (ROE) merupakan salah satu rasio untuk mengukur profitabilitas perusahaan. ROE adalah rasio yang digunakan untuk mengetahui tingkat kemampuan perusahaan dalam pengembalian laba atas ekuitas pemegang saham. Secara sistematis *return on equity* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Taleb, 2012) :

$$\text{ROE} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Shareholders Equity}}$$

3.1.2.4 *Risk*

Risiko bisnis yaitu risiko yang berkaitan dengan proyeksi tingkat pengembalian aktiva pada masa mendatang (Brigham dan Houston, 2006). Risiko bisnis dapat diukur dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{Business Risk} = \frac{\text{SDV (EBIT)}}{\text{Rata-rata EBIT}}$$

3.1.2.5 Growth

Pertumbuhan perusahaan disimbolkan dengan *growth*. Pertumbuhan perusahaan dapat dijadikan gambaran tolok ukur keberhasilan perusahaan. *Growth* merupakan rasio pertumbuhan aset perusahaan dan diukur dengan rumus sebagai berikut (Harjono, 2002):

$$\text{Growth} = \frac{\text{Total Assets (t)} - \text{Total Asset (t-1)}}{\text{Total Assets (t-1)}}$$

3.1.2.6 Firm Size

Ukuran perusahaan merupakan skala besar kecilnya perusahaan yang ditentukan oleh beberapa hal, antara lain lain total penjualan, total aktiva, dan rata-rata tingkat penjualan perusahaan. Perusahaan besar dengan akses ke pasar yang lebih baik seharusnya membayar dividen yang tinggi kepada pemegang saham. Ukuran untuk menentukan ukuran perusahaan adalah *log natural* dari total assets. *Size* dapat dirumuskan sebagai berikut (Chrutchley dan Hansen, 1989)

$$\text{Size} = \text{LnOfTotalAssets}$$

Rangkuman dari variabel penelitian dan definisi operasional yang berhubungan dengan penelitian yang berjudul “**Analisis Pengaruh *Free Cash Flow, Leverage, Profitability, Risk, Growth, dan Firm Size Terhadap Dividend Payout Ratio* (Studi Empiris Pada Perusahaan sektor Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2011)** terdapat pada Tabel 3.1 :

Tabel 3.1
Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

| Variabel yang diukur | Definisi Operasional | Skala | Pengukuran |
|-----------------------------|--|--------------|--|
| DPR | Rasio antara <i>dividend per share</i> (DPS) terhadap <i>earning per share</i> (EPS) | Rasio | $\text{Dividen Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}}$ |
| FCF | <i>Free cash flow</i> merupakan rasio laba bersih perusahaan tanpa depresiasi dan dividen terhadap total aset | Rasio | $\text{Free Cash Flow} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak} - \text{Dividen} + \text{Penyusutan Aktiva}}{\text{Total Aktiva}}$ |
| DER | <i>Debt equity ratio</i> merupakan rasio antara total debt terhadap total equity | Rasio | $\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$ |
| ROE | Rasio <i>return on equity</i> ini digunakan untuk mengetahui tingkat kemampuan perusahaan dalam pengembalian laba atas ekuitas pemegang saham | Rasio | $\text{Return on Equity} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Shareholder Equity}}$ |
| Risiko Bisnis | Tingkat risiko yang melekat dalam pengembalian atas modal yang diinvestasikan pada perusahaan | Rasio | $\text{Business Risk} = \frac{\text{SDV (EBIT)}}{\text{Rata-rata EBIT}}$ |
| Growth | <i>Growth</i> merupakan rasio pertumbuhan aset perusahaan dan diukur dengan rumus sebagai berikut | Rasio | $\text{Growth} = \frac{\text{Total Assets (t)} - \text{Total Assets (t-1)}}{\text{Total Assets (t-1)}}$ |
| <i>Firm Size</i> | Rasio besar kecilnya perusahaan yang ditentukan oleh beberapa hal, antara lain total penjualan, total aktiva, dan rata-rata tingkat penjualan perusahaan | Rasio | $\text{Size} = \ln \text{of Total Assets}$ |

Sumber : Berbagai penelitian terdahulu

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini merupakan keseluruhan dari obyek yang diteliti. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang termasuk dalam sektor manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2007 sampai dengan 2011 yang mempublikasikan laporan keuangannya dalam *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*. Perusahaan sektor manufaktur merupakan perusahaan yang paling banyak membagikan dividen. Selanjutnya pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan metode *purposive sampling*, yaitu metode pengumpulan sampel berdasarkan pertimbangan dan kriteria tertentu. Kriteria-kriteria yang diajukan:

1. Perusahaan dari berbagai sektor industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2007-2011 dan membagikan dividen secara berturut-turut dalam periode tersebut.
2. Perusahaan yang memiliki informasi data keuangan yang berkaitan dengan pengukuran perusahaan variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu *dividend payout ratio (DPR)* sebagai variabel dependen dan *free cash flow (FCF)*, *leverage (DER)*, *profitability (ROE)*, *risk*, *growth*, dan *firm size* sebagai variabel independen.

Proses seleksi dalam menentukan kriteria yang telah ditentukan dapat dilihat pada Tabel 3.2 berikut ini :

Tabel 3.2
Proses Seleksi Penentuan Jumlah Sampel

| No | Kualifikasi Sampel | Jumlah Perusahaan |
|----|---|-------------------|
| 1 | Perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia selama periode 2007-2011 | 147 |
| 2 | Perusahaan yang tidak konsisten membagikan dividen selama periode 2007-2011 | 121 |
| 3 | Perusahaan yang konsisten membagi dividen dan memiliki informasi berkaitan dengan pengukuran variabel yang digunakan selama periode 2007-2011 | 26 |

Sumber : *Indonesia Capital Market Directory 2011*

Berdasarkan kriteria tersebut, maka jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian adalah 26 perusahaan, yaitu :

1. PT. Multi Bintang Indonesia Tbk
2. PT Gudang Garam Tbk.
3. PT Colorpak Indonesia Tbk.
4. PT Unggul Indah Cahaya Tbk.
5. PT Semen Gresik Tbk.
6. PT United Tractor Tbk.
7. PT Tempo Scan Pasific Tbk.
8. PT Mandom Indonesia Tbk.
9. PT Metrodata Electronic Tbk.
10. PT Merck Tbk.
11. PT Tunas Ridean Tbk.
12. PT Unilever Indonesia Tbk.
13. PT Sepatu Bata Tbk.

14. PT AKR Corporindo Tbk.
15. PT Budi Acid Jaya Tbk.
16. PT Indocement Tunggul Prakarsa Tbk.
17. PT Astra Graphia Tbk.
18. PT Astra Otoparts Tbk.
19. PT Kimia Farma Tbk.
20. PT Mustika Ratu Tbk.
21. PT Delta Jakarta Tbk.
22. PT Indofood Sukses Makmur Tbk.
23. PT Tunas Baru Lampung Tbk.
24. PT Ekadharma International Tbk.
25. PT Trias Sentosa Tbk
26. PT Surya Toto Indonesia Tbk.

3.3 Jenis dan Sumber Data

Jenis data dalam penelitian ini adalah data sekunder, data ini biasanya dapat diperoleh dari perpustakaan atau laporan-laporan keuangan dan penelitian terdahulu. Adapun data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data keuangan yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* dan *Annual Report*. Pengumpulan data yang diperlukan adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang memenuhi kriteria yang telah ditentukan pada periode pengamatan tahun 2007 sampai 2011 yang dikeluarkan oleh BEI.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan metode dokumentasi. Dokumentasi yang dilakukan adalah dengan mengumpulkan semua data sekunder yang dipublikasikan oleh *IDX Statistic*, *Indonesian Capital Market Directory*, dan *Annual Report* tentang perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011.

3.5 Metode Analisis Data

3.5.1 Analisis Linier Berganda

Dalam penelitian ini mempunyai tujuan untuk melihat pengaruh hubungan antara variabel independen terhadap variabel dependen dengan menggunakan analisis regresi linier berganda yang akan diolah menggunakan SPSS.

Berikut ini merupakan model regresi berganda pada penelitian ini :

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + b_4X_4 + b_5X_5 + b_6X_6 + e$$

Keterangan :

Y = Kebijakan Dividen yang diprosikan dengan DPR

a = Konstanta

b_1 - b_5 = Koefisien regresi dari tiap tiap variabel independen

X1 = *Free Cash Flow*

X2 = *Debt to Equity*

X3 = *Return on Equity*

X4 = *Risk*

X5 = *Growth*

X6 = *Firm Size*

e = Error term

Dalam analisis regresi, tidak hanya mengukur hubungan antara dua variabel atau lebih tetapi juga menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen diasumsikan mempunyai distribusi probabilistik dan variabel independen diasumsikan memiliki nilai tetap (Ghozali, 2006).

3.5.2 Uji Hipotesis

3.5.2.1 Uji f

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel independen yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama (simultan) terhadap variabel dependen. Hipotesis nol (H_0) yang hendak diuji adalah apakah semua parameter dalam model sama dengan nol, atau :

$$H_0 : b_1 = b_2 = \dots = b_k = 0$$

Artinya apakah semua variabel independen bukan merupakan penjelasan yang signifikan terhadap variabel dependen. Hipotesis alternatif (H_A) tidak semua parameter secara simultan sama dengan nol, atau :

$$H_A : b_1 \neq b_2 \neq \dots \neq b_k \neq 0$$

Artinya semua variabel independen secara simultan mempunyai penjelasan yang signifikan terhadap variabel dependen/terikat (Ghozali, 2006)

3.5.2.2 Uji t (Uji signifikansi Parsial)

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel bebas secara individual dalam menerangkan variabel terikat. Hipotesis nol (H_0) yang hendak diuji apakah suatu parameter (b_i) sama dengan nol. Atau :

$$H_0 : b_i = 0$$

Artinya suatu variabel bebas bukan merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel pengikat. Hipotesis alternatif (H_a) parameter suatu variabel tidak sama dengan nol, atau

$$H_a : b_i \neq 0$$

Artinya variabel tersebut merupakan penjelas yang signifikan terhadap variabel dependen/terikat (Ghozali, 2006).

3.5.2.3 Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variabel terikat. Nilai yang mendekati 1 berarti variabel bebas mampu memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel terikat. Kelemahan penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model karena setiap tambahan satu variabel bebas maka nilai R^2 pasti meningkat tidak peduli pengaruh variabel tersebut signifikan atau tidak. Oleh karena itu dianjurkan untuk menggunakan nilai Adjusted R^2 pada saat mengevaluasi model regresi terbaik (Ghozali, 2006)

3.5.3 Pengujian Asumsi Klasik

Penelitian ini menggunakan metode analisis regresi linier berganda untuk pengolahan data. Sebelum melakukan analisis linier berganda, metode ini mensyaratkan untuk melakukan uji asumsi klasik guna mendapatkan hasil regresi yang baik (Ghozali, 2001).

3.5.3.1. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual mempunyai distribusi normal. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Salah satu cara untuk melihat normalitas residual adalah dengan melihat histogram perbandingan antara data observasi dengan distribusi yang mendekati normal. Namun demikian hanya dengan melihat histogram saja dapat menyesatkan khususnya untuk jumlah sampel kecil. Metode yang lebih handal adalah dengan melihat normal *probability plot* yang membandingkan distribusi kumulatif dan distribusi normal. Distribusi normal akan membentuk satu garis lurus diagonal, dan plotting data akan dibandingkan dengan garis diagonal. Jika distribusi data adalah normal, maka garis yang menggambarkan data sesungguhnya akan mengikuti garis diagonalnya. (Ghozali,2006)

Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal pada grafik atau dengan melihat histogram dan

residualnya (Ghozali, 2006). Data tersebut normal, atau tidak, dapat diuraikan sebagai berikut :

- a. Jika data menyebar disekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.
- b. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogram tidak menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Penelitian ini menggunakan juga menggunakan uji *non-parametik* Kolmogorov-Smirnov untuk mendeteksi normalitas data. Menurut Ghozali (2006) Uji statistik untuk menguji normalitas residual dengan uji statistik non parametik Kolmogorov- Smirnov Test (K-S). Uji K-S dilakukan dengan membuat hipotesis terlebih dahulu yaitu :

Hipotesis Nol (H_0) : Data terdistribusi secara normal

Hipotesis Alternatif (H_A) : Data residual tidak terdistribusi secara normal

Jika nilai *Kolmogorov-Sminov* tidak signifikan (varibel memiliki tingkat signifikan diatas 0,05) maka semua data terdistribusi secara normal.

3.5.3.2 Uji Multikolonieritas

Uji multikolinieritas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Model korelasi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel independen. Jika

variabel bebas saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak *orthogonal* (nilai korelasi antar sesama variabel independen sama dengan nol). Untuk mendeteksi ada atau tidaknya multikolonieritas pada model regresi yaitu sebagai berikut : (Ghozali .2006)

1. Nilai R^2 yang dihasilkan oleh suatu estimasi model regresi empiris sangat tinggi, namun secara individual variabel-variabel independen banyak yang tidak signifikan mempengaruhi variabel dependen.
2. Menganalisis matrik korelasi variabel-variabel independen. Apabila antar variabel independen terdapat korelasi yang cukup tinggi (umumnya di atas 0,90), maka terdapat indikasi adanya multikolonieritas. Tidak adanya korelasi yang tinggi antar variabel independen bukan berarti bebas dari multikolonieritas karena multikolonieritas dapat disebabkan karena efek kombinasi dari dua atau lebih variabel independen.
3. Uji multikolinearitas ini dapat dilihat dari nilai (1) *tolerance* dan lawannya (2) *variance inflation factor* (VIF). Tolerance mengukur variabel bebas terpilih yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Jadi nilai tolerance yang rendah sama dengan VIF tinggi ($VIF=1/tolerance$) dan menunjukkan adanya kolinearitas yang tinggi. Nilai *cut off* yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolonieritas adalah nilai tolerance 0,10 atau nilai VIF 10. Jadi harus dapat menentukan tingkat kolinearitas yang masih dapat ditolerir, dan meskipun multikolonieritas dapat dideteksi dengan nilai Tolerance

dan VIF namun tidak dapat menjelaskan variabel-variabel mana saja yang berkorelasi.

3.5.3.3 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah pada model regresi linier terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ atau periode sebelumnya. Masalah autokorelasi ini timbul karena residual tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya, hal ini sering ditemukan pada data runtut waktu karena “gangguan” pada individu/kelompok cenderung mempengaruhi “gangguan” pada individu/kelompok yang sama pada periode berikutnya. Pada data *crosssection*, masalah autokorelasi relatif jarang terjadi karena “gangguan” pada observasi yang berbeda dari individu/kelompok yang berbeda (Ghozali, 2006).

Model regresi yang baik adalah yang bebas dari autokorelasi, untuk mendeteksi ada atau tidaknya autokorelasi adalah uji *Durbin – Watson* (DW test). Uji *Durbin-watson* hanya digunakan untuk autokorelasi tingkat satu dan mensyaratkan adanya intercept (konstanta) dalam model regresi dan tidak ada variabel lag diantara variabel bebas. Hipotesis yang akan diuji yaitu :

H_0 : tidak ada autokorelasi ($\rho=0$)

H_A : ada autokorelasi ($\rho \neq 0$)

Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi :

Tabel 3.3
Tabel Kriteria Keputusan Durbin Watson.

| Hipotesis Nol | Keputusan | Jika |
|--------------------------------|--------------------|-------------------------------|
| Tidak ada autokorelasi positif | Tolak | $0 < d < d_l$ |
| Tidak ada autokorelasi positif | <i>No decision</i> | $d_l \leq d \leq d_u$ |
| Tidak ada autokorelasi negatif | Tolak | $4 - d_l < d < 4$ |
| Tidak ada autokorelasi negatif | <i>No decision</i> | $4 - d_u \leq d \leq 4 - d_l$ |
| Tidak ada autokorelasi positif | Tidak Ditolak | $d_u < d < 4 - d_u$ |

3.5.3.4 Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas ini bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual suatu pengamatan ke pengamatan lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut Homokedastisitas dan jika berbeda disebut Heterokedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang terjadi homokedastisitas atau tidak terjadi heterokedastisitas. (Ghozali, 2006)

Cara untuk mendeteksi adanya heterokedastisitas dilakukan dengan melihat grafik *scatterplot* antara nilai prediksi variabel terikatnya (ZPRED) dengan residualnya (SRESID). Deteksi ada tidaknya heterokedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot* antara SRESID dan ZPRED dimana sumbu Y adalah yang telah diprediksi dan sumbu X

adalah residual (Y prediksi- Y sesungguhnya) yang telah di *studentized* (Ghozali, 2006).

Dasar analisisnya:

1. Jika terdapat pola tertentu, seperti titik yang membentuk suatu pola tertentu, yang teratur (gelombang, melebar, kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heterokedastisitas.
2. Jika tidak terdapat pola tertentu serta titik-titik menyebar di atas dan dibawah angka nol pada sumbu Y , maka tidak terjadi heterokedastisitas.

Menurut Ghozali (2006) analisis dengan grafik plots memiliki kelemahan yang cukup signifikan oleh karena itu jumlah pengamatan mempengaruhi hasil plotting. Sehingga diperlukan uji statistik yang lebih dapat menjamin keakuratan hasil, maka penelitian ini menggunakan Uji Glejser. Uji Glejser mengusulkan untuk meregres nilai absolut residual terhadap variabel independen (Gujarati, 2003 dalam Ghozali, 2006) dengan persamaan regresi :

$$U_t = \beta_0 + \beta_1 X_t + v_t$$

Jika variabel independen signifikan (signifikansi 0,05) secara statistik mempengaruhi variabel dependen (nilai Absolut U_t) maka ada indikasi terjadi heterokedastisitas.