

**PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN LEVERAGE
TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN FREE CASH
FLOW SEBAGAI VARIABEL MODERASI PADA
PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BEI
PERIODE 2011-2015**

**Oleh :
Hairun Nisa
Pembimbing : Edyanus Herman Halim dan Haryetti**

*Faculty of Economic Riau University, Pekanbaru, Indonesia
Email : nisahairun044@gmail.com*

*Effect Of Institutional Ownership And Leverage On Dividend Policy To
Free Cash Flow As A Moderating Variable In Manufacturing
Company In BEI Period 2011-2015*

ABSTRACT

This study aims to determine the effect of Institutional Ownership and Leverage (DER) of the Dividend Policy (DPR) by the Free Cash Flow as a moderating variable. The population in this research is manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange (BEI) in the period 2011-2015. The dependent variable in this study is the dividend policy (DPR), while the independent variable is institutional ownership and leverage (DER). This study has a population of 137 companies in the manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange 2011-2015 period. This study using purposive sampling techniques and sample that meets as many as 44 companies. Data processing method using multiple regression analysis and regression moderation. 21:00 SPSS software version. The results showed that the variables Institutional Ownership, Leverage, and Free Cash Flow simultaneously significant effect on Dividend Policy. While partially, variable Institutional Ownership significant negative effect on Dividend Policy, Leverage has no effect and no significant effect on Dividend Policy, Free Cash Flow to moderate the relationship Institutional Ownership Dividend Policy and Free Cash Flow are not moderate the relationship Leverage the Dividend Policy.

Keywords: Dividend Policy (DPR), Institutional Ownership, Leverage (DER), and Free Cash Flow.

PENDAHULUAN

Perusahaan manufaktur adalah perusahaan yang mengolah barang mentah menjadi barang setengah jadi atau barang jadi sehingga

menambah nilai dari barang tersebut. Menteri perindustrian (Menperin) MS Hidayat memaparkan tahun 2012 industri manufaktur nasional mencapai pertumbuhan sebesar 6,40%, angka itu lebih tinggi dibandingkan dengan

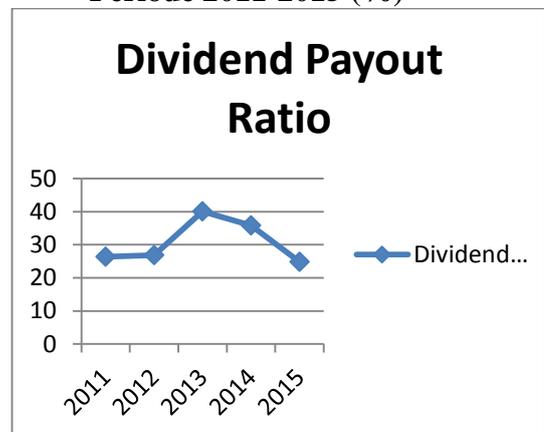
pertumbuhan ekonomi (PDB) tahun 2012 yang sebesar 6,23%. Cabang-cabang industri yang mengalami pertumbuhan tinggi dinikmati oleh sektor pupuk, kimia dan barang dari karet yang sebesar 10,25%, sektor semen dan barang galian bukan logam dengan 7,85%, sektor makanan minuman dan tembakau sebesar 7,74% serta sektor alat angkut, mesin dan peralatan sebesar 6,94% (majalah industri edisi 1 tahun 2013).

Untuk mencapai tujuan perusahaan yakni meningkatkan nilai perusahaan secara optimal, memperoleh keuntungan, meningkatkan kemakmuran pemegang saham, serta meminimalkan risiko akibat krisis, maka manajer keuangan perlu menitikberatkan pada tiga fungsi keuangan, yaitu: kebijakan pendanaan (*financial policy*), keputusan investasi (*investment policy*), dan kebijakan dividen (*dividend policy*). Salah satu dari sekian banyak keputusan keuangan dalam suatu perusahaan adalah menentukan persentase laba bersih yang dibagikan sebagai dividen kepada investor atau pemilik modal perusahaan tersebut.

Kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan publik sangat diperhatikan oleh para investor. Kebijakan tersebut dapat mengundang investor untuk membeli atau mempertahankan saham perusahaan dan atau sebaliknya mereka akan memutuskan untuk tidak membeli atau menjual saham perusahaan. Pertimbangannya adalah tingkat pengembalian atas dana yang mereka investasikan dalam bentuk saham berupa dividen ataupun

dalam bentuk *capital gain* harus lebih menguntungkan dibandingkan dengan obligasi pemerintah, tingkat bunga deposito ataupun lebih tinggi dari tingkat inflasi. Berdasarkan data yang di peroleh peneliti, maka dapat dibuat grafik dari *dividend payout ratio* perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI sebagai berikut.

Grafik 1
Rata-rata Dividend Payout Ratio (DPR) Perusahaan Manufaktur Periode 2011-2015 (%)



Sumber: Data Olahan, 2016

Grafik 1 memperlihatkan pembagian dividen yang didapatkan para pemegang saham pada perusahaan manufaktur. Pada tahun 2011 rata-rata pembagian dividen perusahaan manufaktur adalah 26,38%. Pada tahun 2012 rata-rata DPR perusahaan manufaktur sebesar 26,85%, tahun 2013 mengalami kenaikan yang signifikan sebesar 40,09% dan pada tahun 2014 mengalami penurunan sebesar 35,79% serta pada tahun 2015 mengalami penurunan yang signifikan sebesar 24,83%. Semakin tinggi *DPR* maka semakin tinggi pengembalian yang diberikan kepada pemegang saham, dan sebaliknya.

Sama halnya dengan perusahaan manufaktur tahun 2015, setoran dividen BUMN tahun 2015 menurun sekitar 15,7%. Karena Perlambatan ekonomi nasional dan lemahnya harga komoditas yang berdampak pada turunnya laba beberapa perusahaan pelat merah. Bahkan salah satu perusahaan dari sektor jasa tidak membagikan dividen kepada para pemegang saham, sebab perusahaan membukukan penurunan laba bersih.

Menurut Pasal 71 ayat (1) UUPM menjelaskan bahwa sebagian atau seluruh laba bersih dapat ditetapkan oleh RUPS untuk pembagian dividen terhadap pemegang saham, cadangan, dan/atau pembagian lain seperti tantiem bagi direksi dan komisaris serta bonus bagi karyawan. Pemberian tantiem dan bonus yang dikaitkan dengan kinerja perseroan telah dianggarkan dan diperhitungkan sebagai biaya.

Dalam keputusan pembagian dividen perlu dipertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Dengan demikian laba tidak seluruhnya dibagikan ke dalam bentuk dividen namun perlu disisihkan untuk diinvestasikan kembali. Besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan perusahaan tergantung pada kebijakan dividen dari masing-masing perusahaan. Walaupun para pemilik modal mengharapkan pembayaran dividen yang tinggi, namun terkadang pengelola perusahaan atau manajer memiliki kepentingan lain yang berbeda tentang pembayaran dividen. Dari perbedaan itulah dapat timbul konflik kepentingan yang akan menimbulkan permasalahan antara

pihak pemegang saham dengan manajerial perusahaan. Oleh sebab itu salah satu cara untuk menekan permasalahan yang mungkin timbul adalah perusahaan harus membagikan dividen, walaupun tidak semua laba bersih dibagikan sebagai dividen.

Berdasarkan latar belakang di atas, maka dapat dirumuskan permasalahan penelitian sebagai berikut. 1) Apakah terdapat pengaruh signifikan kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen? 2) Apakah terdapat pengaruh signifikan *leverage* terhadap kebijakan dividen? 3) Apakah *free cash flow* memoderasi pengaruh signifikan kepemilikan institusional terhadap dividen? 4) Apakah *free cash flow* memoderasi pengaruh signifikan *leverage* terhadap kebijakan dividen?

Adapun tujuan penelitian ini yaitu, 1) Untuk menguji pengaruh signifikan kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. 2) Untuk menguji pengaruh signifikan *leverage* terhadap kebijakan dividen. 3) Untuk menguji *free cash flow* memoderasi pengaruh signifikan kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. 4) Untuk menguji *free cash flow* memoderasi pengaruh signifikan *leverage* terhadap kebijakan dividen.

TINJAUAN PUSTAKA

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan tentang seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen daripada laba yang akan ditahan untuk kemudian diinvestasikan kembali dalam

perusahaan (Brigham, E.F. dan Houston, J.F., 2011). Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak terpisahkan dalam keputusan pendanaan perusahaan. Aspek utama dari kebijakan dividen adalah menentukan alokasi laba yang tepat antara pembayaran dividen dengan penambahan laba untuk ditahan perusahaan (Horne, *et al*, 2007).

Berdasarkan berbagai pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen merupakan keputusan untuk menentukan seberapa besar laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham daripada laba yang akan ditahan. Setiap keputusan dalam menentukan kebijakan dividen akan berdampak pada tingkat, penetapan waktu, serta arus kas perusahaan dan akhirnya akan berpengaruh pada harga saham perusahaan. Hal tersebut mendorong manajemen untuk membuat suatu keputusan yang dapat memaksimalkan harga saham.

Teori Kebijakan Dividen

Atmaja (2008) menyebutkan beberapa teori kebijakan dividen sebagai berikut:

1) Dividen tidak Relevan dari Modigliani dan Miller (MM), menyatakan nilai perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *Dividen Payout Ratio/DPR* (sebagai proksi dari kebijakan dividen) namun ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak dan kelas risiko perusahaan.

2) Teori *Bird In The Hand*, Menurut Gordon dan Lintner, biaya modal sendiri akan naik jika *Dividend Payout Ratio (DPR)* rendah. Investor lebih menyukai untuk menerima dividen dibanding *capital gains*. Hal tersebut

dikarenakan dividen merupakan faktor yang dapat dikendalikan oleh perusahaan sedangkan *capital gains* merupakan faktor yang dikendalikan oleh pasar melalui mekanisme penentuan harga saham (Sari, 2010).

3) Teori Perbedaan Pajak, Menurut Litzenberger dan Ramaswamy, adanya pajak yang dikenakan pada dividen dan *capital gains* membuat investor lebih menyukai *capital gains* daripada dividen agar mereka dapat menunda pembayaran pajak. Oleh sebab itu, investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan *dividend yield* yang tinggi dengan *capital gains* yang rendah.

4) Teori *Signaling Hypothesis*, menyatakan investor lebih menyukai dividen daripada *capital gains* dapat dibuktikan dengan adanya fakta empiris bahwa jika ada kenaikan dividen maka akan diikuti dengan kenaikan harga saham dan begitupula sebaliknya.

5) Teori "*Clientele Effect*", Teori ini menyatakan bahwa *clientele* (kelompok) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda pula terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada waktu dekat akan lebih menyukai tingkat DPR yang tinggi begitu pula sebaliknya.

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan kondisi dimana institusi memiliki saham dalam suatu perusahaan. Institusi tersebut dapat berupa institusi pemerintah, institusi swasta, domestik maupun asing (Widarjo, 2010). Menurut

Widiastuti, dkk (2013), kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh lembaga dari eksternal. Investor institusional tidak jarang menjadi mayoritas dalam kepemilikan saham. Hal tersebut dikarenakan para investor institusional memiliki sumber daya yang lebih besar daripada pemegang saham lainnya sehingga dianggap mampu melaksanakan mekanisme pengawasan yang baik.

Leverage

Menurut Kasmir (2009) *leverage* merupakan rasio yang digunakan untuk mengetahui seberapa besar kemampuan perusahaan dalam membayarkan seluruh kewajibannya (baik kewajiban jangka pendek maupun jangka panjang). Jenis rasio hutang (*leverage ratio*) dalam penelitian ini adalah *debt to equity ratio*. *Debt to equity ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk menilai hutang dengan ekuitas. Rasio ini menggambarkan perbandingan hutang dan ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan tersebut untuk memenuhi seluruh kewajibannya.

Free Cash Flow

Menurut Jensen (1986), aliran kas bebas atau *free cash flow* adalah aliran kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *Net Present Value* (NPV) positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. *Free cash flow* merupakan gambaran perusahaan dari arus kas yang tersedia untuk perusahaan dalam suatu periode akuntansi, setelah dikurangi dengan

biaya operasional dan pengeluaran lainnya. Kas bebas inilah yang sering menjadi pemicu konflik karena perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham.

Jensen (1986) mengatakan pemegang saham mengharapkan dana tersebut dibagikan sebagai dividen sehingga menambah kesejahteraan mereka. Di sisi lain, manajer lebih menginginkan dana ditahan sebagai persediaan dana internal perusahaan yang dapat digunakan untuk membiayai investasi. Manajer dapat meningkatkan kesejahteraan mereka dengan investasi pada perusahaan dengan *free cash flow* pada kesempatan investasi yang *unprofitable* daripada membayar dividen ke pemegang saham.

Hipotesis

Berdasarkan penelitian terdahulu dan kerangka pemikiran diatas dapat disimpulkan hipotesis yang dikembangkan sebagai berikut:

H1: Diduga kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

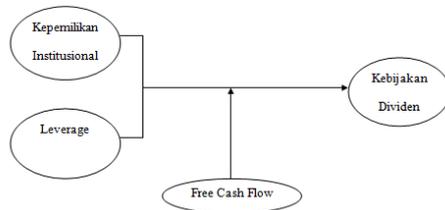
H2: Diduga *leverage* yang diproksi oleh *debt to equity ratio* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

H3: Diduga *free cash flow* memperkuat pengaruh signifikan kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen.

H4: Diduga *free cash flow* memperkuat pengaruh signifikan *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Model Penelitian

Gambar 1
Model Penelitian



METODOLOGI PENELITIAN

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder umumnya berupa bukti, catatan, atau laporan historis yang telah tersusun dalam arsip (data dokumenter) baik yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan. Data sekunder dalam penelitian ini berupa kepemilikan institusional, *leverage*, *free cash flow*, dan kebijakan dividen dimana data-data tersebut bersumber dari laporan keuangan perusahaan manufaktur di BEI periode tahun 2011-2015.

Adapun Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yakni sebanyak 44 perusahaan. Sampel penelitian dipilih melalui metode *purposive sampling*.

Kriteria-kriteria yang digunakan dalam penelitian ini yaitu:

1. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
2. Perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan dari tahun 2011-2015.
3. Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen dengan konsisten selama periode penelitian tahun 2011-2015.

4. Perusahaan manufaktur yang memiliki data kepemilikan institusional dengan konsisten selama periode penelitian tahun 2011-2015.

Operasional Variabel

Variabel Dependen Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen diukur dengan menggunakan indikator *dividend payout ratio* yang merupakan rasio laba yang dibayarkan perusahaan sebagai dividen kepada investor pada periode tertentu.

$$DPR = \frac{\text{Dividen per share}}{\text{Earning per share}}$$

Variabel Independen Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional (*Institutional ownership*) adalah jumlah kepemilikan saham oleh investor institusi dari luar perusahaan. Variabel ini di beri simbol INSH.

$$INSH = \frac{\text{Saham yang dimiliki oleh institusi}}{\text{Saham yang beredar}}$$

Leverage

Jenis rasio hutang (*leverage ratio*) dalam penelitian ini adalah *debt to equity ratio*. *Debt to equity ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk menilai hutang dengan ekuitas.

$$DER = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Variabel Moderasi

Free Cash Flow

Free Cash Flow (FCF) atau Aliran Kas Bebas adalah dana aliran kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *Net Present Value* (NPV) positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan

$$FCF = \frac{\text{Arus Kas setelah Pajak}}{\text{dari Operasi} - \text{Investasi}} \text{ pada Aktiva}$$

Metode Analisis Data

Analisis Regresi Moderasi

Penelitian ini menggunakan metode *Moderate Regression Analysis*. Metode ini dilakukan dengan menambahkan variabel perkalian antara variabel bebas dengan variabel moderatingnya (Ghozali, 2005). Sehubungan dengan hal diatas model yang dimaksud adalah sebagai berikut:

$$Y_{it} = a + b_{1it}X_{1it} + b_{2it}X_{2it} + b_{3it}Z_{1it} + b_{4it}X_{1it}.Z_{1it} + b_{5it}X_{2it}.Z_{1it} + e_{it}$$

Dimana:

Y_{it} = kebijakan dividen

a = intercept atau konstanta

$b_{1it}, b_{2it}, b_{3it}, b_{4it}, b_{5it}$, = koefisien regresi variabel X dan Z

X_{1it} = kepemilikan institusional

X_{2it} = *leverage*

Z_{1it} = *free cash flow*

e_{it} = error

Analisis Statistik Deskriptif

Menurut Ghozali (2005) statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian,

maksimum, minimum, *sum*, *range*, *kurtosis*, dan *skewness* (kemencengan distribusi).

Uji Normalitas Data

Uji normalitas bertujuan untuk menguji variabel masing-masing apakah data terdistribusi normal dengan taraf signifikansi 0,05.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas Residual

Uji normalitas adalah untuk melihat apakah nilai residual terdistribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki nilai residual yang terdistribusi normal. Jadi uji normalitas bukan dilakukan pada masing-masing variabel tetapi pada nilai residualnya. Uji normalitas dapat dilakukan dengan uji histogram, uji normal P Plot, uji Chi Square, Skewness dan Kurtosis atau uji Kolmogorov Smirnov.

Uji Multikolinearitas

Pengujian multikolinearitas dilakukan untuk menjelaskan kemungkinan terdapatnya hubungan antara variabel independen yang satu dengan variabel independen yang lain. Untuk mendeteksinya, dalam penelitian ini dilakukan dengan melihat nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) untuk tiap-tiap variabel independen yang biasanya juga dengan *tolerance* atau dengan *condition index* dan *eigenvalue*. Jika nilai VIF kurang dari 10 atau nilai *tolerance* lebih dari 0,1 maka dapat disimpulkan bahwa model tersebut tidak memiliki gejala multikolinearitas.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, disebut dengan Homokedastisitas dan jika berbeda disebut Heterokedastisitas. Model regresi yang baik adalah homokedastisitas. Untuk mendeteksi heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan metode *Scatter Plot*.

Uji Autokorelasi

Pengujian ini dilakukan untuk menguji apakah dalam sebuah model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ dan serangkaian pengamatan tersusun dalam rangkaian waktu.

Cara menentukan atau kriteria pengujian autokorelasi adalah sebagai berikut:

Deteksi Autokorelasi Positif:

Jika $d < dL$ maka terdapat autokorelasi positif,

Jika $d > dU$ maka tidak terdapat autokorelasi positif,

Jika $dL < d < dU$ maka pengujian tidak meyakinkan atau tidak dapat disimpulkan.

Deteksi Autokorelasi Negatif:

Jika $(4 - d) < dL$ maka terdapat autokorelasi negatif,

Jika $(4 - d) > dU$ maka tidak terdapat autokorelasi negatif,

Jika $dL < (4 - d) < dU$ maka pengujian tidak meyakinkan atau tidak dapat disimpulkan.

Keterangan:

d = Durbin Watson

dL = Batas Bawah Durbin Watson

dU = Batas Atas Durbin Watson

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien Determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara 0 (nol) dan 1 (satu). Nilai R^2 yang kecil, berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen sangat terbatas. Nilai yang mendekati 1 (satu) berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen.

Uji Hipotesis

Uji F

Uji F digunakan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Derajat kepercayaan yang digunakan adalah 0,05. Apabila nilai F hasil perhitungan lebih besar daripada nilai F menurut tabel maka hipotesis alternatif, yang menyatakan bahwa semua variabel independen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Uji t (Parsial)

Uji parsial dilakukan untuk mengetahui apakah semua variabel independen secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Penelitian ini menggunakan tingkat keyakinan 95% dan dilakukan uji tingkat signifikansi pengaruh hubungan

variabel independen secara individual terhadap variabel dependen, dimana tingkat signifikansi ditentukan sebesar 5% dengan *degree of freedom* (df) = $n-k$.

- a. Jika $T_{hitung} < T_{tabel}$ atau $P \text{ value} > \alpha$ dikatakan signifikan, karena itu H_0 diterima dan H_a ditolak.
- b. Jika $T_{hitung} > T_{tabel}$ dikatakan signifikan, maka H_0 ditolak dan H_a diterima. Hal ini berarti variabel independen secara parsial mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Analisis Regresi Moderasi

Tabel 1
Analisis Regresi Moderasi

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-1,346	,681		-1,978	,060
INST	-,004	,002	-,654	-2,315	,022
DER	,012	,032	,044	,361	,719
FCF	-,452	,212	-,4592	-2,131	,035
Mod1	2,688	1,241	4,817	2,166	,032
Mod2	-1,652	1,753	-,201	-,943	,347

Sumber: Data Olahan, 2016

Dari tabel 1 dapat dirumuskan suatu persamaan regresi untuk nilai perusahaan sebagai berikut :

$$Y_{it} = -1,346 - 0,004X_{1it} + 0,012X_{2it} - 0,452Z_{1it} + 2,688X_{1it} \cdot Z_{1it} - 1,652X_{2it} \cdot Z_{1it} + e_{it}$$

Koefisien-koefisien persamaan regresi moderasi diatas dapat diartikan sebagai berikut :

1. Nilai konstanta (a) sebesar -1,346. Artinya adalah apabila kepemilikan institusional, *leverage*, *free cash flow* dan interaksi antara kepemilikan institusional dan *leverage*

dengan *free cash flow* sama dengan nol (0), maka nilai perusahaan bernilai negatif sebesar 1,346.

2. Nilai koefisien regresi variabel kepemilikan institusional sebesar -0,004. Artinya adalah bahwa setiap kenaikan rasio kepemilikan institusional sebesar 1 satuan akan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan sebesar 0,004 satuan.
3. Nilai koefisien regresi variabel *leverage* sebesar 0,012. Artinya adalah bahwa setiap kenaikan rasio *leverage* sebesar 1 satuan akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 0,012 satuan.
4. Nilai koefisien regresi variabel *free cash flow* sebesar -0,452. Artinya adalah bahwa setiap kenaikan rasio *free cash flow* sebesar 1 satuan akan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan sebesar 0,452 satuan.
5. Nilai koefisien interaksi variabel kepemilikan institusional dengan *free cash flow* sebesar 2,688. Artinya adalah bahwa setiap kenaikan rasio interaksi variabel kepemilikan institusional dengan *free cash flow* sebesar 1 satuan akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 2,688 satuan.
6. Nilai koefisien interaksi variabel *leverage* dengan *free cash flow* sebesar -1,652. Artinya adalah bahwa setiap kenaikan rasio interaksi variabel *leverage* dengan *free cash flow* sebesar 1 satuan akan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan

sebesar 1,652 satuan.

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 2
Analisis Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INST	170	34,07	97,23	73,8666	16,23133
DER	170	,11	5,15	,9934	,88013
FCF	170	-7473,04	5455,78	284,9635	1358,63002
DPR	170	-71,96	122,49	34,3533	28,49651
Valid N (listwise)	170				

Sumber: Data Olahan, 2016

Dari tabel 2 dapat dilihat bahwa jumlah observasi (N) dari penelitian ini ada 170. Dari 170 observasi terhadap sampel diketahui bahwa nilai variabel Kebijakan Dividen (DPR) yang terkecil (minimum) adalah -71,96% dan yang terbesar (maximum) adalah 122,49% dengan rata-rata 34,3533% dan standar deviasi 28,49651%. Semakin tinggi nilai DPR, maka semakin besar dividen yang diterima oleh pemegang saham.

Kepemilikan Institusional (INST) memiliki nilai terkecil minimum adalah 34,07% dan nilai yang terbesar (maximum) 97,23% dengan rata-rata 73,8666% dan standar deviasi 16,23133%. Semakin besar kepemilikan institusi maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan dari institusi tersebut untuk mengawasi manajemen. Akibatnya, akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan nilai perusahaan sehingga kinerja perusahaan akan meningkat.

Leverage diukur menggunakan *debt to equity ratio* (DER). DER memiliki nilai terkecil minimum adalah 0,11 dan nilai yang terbesar (maximum) 5,15 dengan rata-rata

0,9934 dan standar deviasi 0,88013. DER merupakan rasio yang digunakan untuk menilai hutang dengan ekuitas. Rasio ini menggambarkan perbandingan hutang dan ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan tersebut untuk memenuhi seluruh kewajibannya.

Free Cash Flow (FCF) memiliki nilai terkecil (minimum) adalah -7473,04 dan nilai yang terbesar (maximum) 5455,78 dengan rata-rata 284,9635 dan standar deviasi 1358,63002. Semakin besar aliran dana bebas atau *Free Cash Flow* suatu perusahaan maka menunjukkan bahwa keuangan perusahaan tersebut semakin bagus, karena perusahaan memiliki dana untuk pertumbuhan perusahaan, pembayaran utang, dan dividen.

Uji Normalitas Data

Tabel 3

Uji Normalitas Data

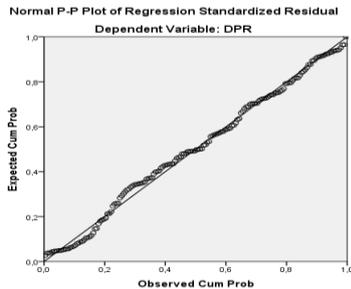
	DPR	INST	DER	FCF	Mod1	Mod2
N	170	170	170	170	170	170
Mean	,1701	73,8666	-,1368	11,0941	2,5434	,0194
Normal Parameters ^{a,b}	Std.	,09069	16,23133	3,4057	,92111	,16255
Deviation	Absolute	,065	,093	,062	,098	,102
Most Extreme	Positive	,065	,075	,062	,062	,067
Differences	Negative	-,054	-,093	-,037	-,098	-,102
Kolmogorov-Smirnov Z		,711	1,210	,804	1,273	1,333
Asymp. Sig. (2-tailed)		,693	,107	,537	,078	,057

Sumber: Data Olahan, 2016

Dari tabel 3 dari uji *One Sample Kolmogorov Smirnov* diketahui bahwa distribusi data telah normal, buktinya dapat dilihat dari nilai Asymp. Sig pada masing-masing variabel lebih besar dari 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa variabel-variabel yang digunakan memenuhi asumsi normalitas.

Uji Asumsi Klasik
Uji Normalitas Residual

Gambar 2
Grafik Normal P-P Plot.



Sumber: Data Olahan, 2016

Pada gambar 2, dapat dilihat bahwa pada grafik normal probability plot titik-titik menyebar berhimpit disekitar garis diagonal atau tidak terpencar jauh dari garis diagonal, maka dapat disimpulkan bahwa syarat dari uji normalitas terpenuhi.

Uji Multikolinearitas

Tabel 4
Uji Multikolinearitas

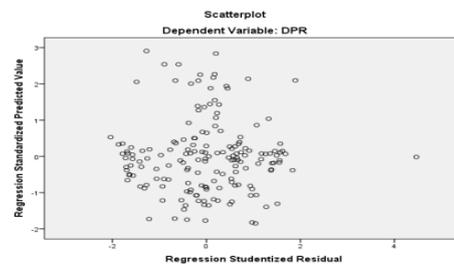
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1	(Constant)	,002	,101		,024	,981		
	INST	,000	,000		-.897	,371	,922	1,084
	DER	-.004	,021		-.013	,168	,866	,943
	FCF	,018	,008		2,243	,026	,896	1,117

Sumber: Data Olahan, 2016

Dari tabel 4 tentang pengujian multikolinearitas, diketahui bahwa nilai VIF dari variabel kepemilikan institusional sebesar 1,084; *leverage* sebesar 1,061; dan *free cash flow* sebesar 1,117. Kemudian nilai tolerance dari kepemilikan institusional sebesar 0,922; *leverage* sebesar 0,943; dan *free cash flow* sebesar 0,896. Berdasarkan hasil perhitungan diatas dapat dilihat bahwa nilai VIF semua variabel < 10

dan nilai tolerance > 0,10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala korelasi antar variabel ataupun bebas multikolinearitas.

Uji Heteroskedastisitas
Gambar 3
Scatter Plot



Sumber: Data Olahan, 2016

Dari gambar pola *scatter plot* di atas dapat dilihat titik terpencar dan tidak membentuk suatu pola atau trend garis tertentu. Oleh karena itu dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas pada model analisis penelitian ini, yang artinya tidak terjadi ketidaksamaan varian dari suatu variabel bebas ke variabel bebas lain.

Uji Autokorelasi

Tabel 5
Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,211*	,044	,027	,08945	1,686

Sumber: Data Olahan, 2016

Dari tabel 5 diperoleh nilai *Durbin Watson* sebesar 1,686 yakni nilai DW terletak diantara batas atas atau *upper bound* (du) dan (4-du), maka koefisien autokorelasi sama dengan nol berarti tidak ada *autokorelasi* positif atau negatif. Dapat disimpulkan bahwa model regresi yang terbentuk dari nilai

variabel terikat hanya dijelaskan oleh variabel bebas.

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Tabel 6

Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,278 ^a	,077	,049	,08843	1,676

Sumber: Data Olahan, 2016

Hasil koefisien determinasi nilai R^2 merupakan nilai R square dalam tabel 6 sebesar 0,077. Artinya adalah bahwa terdapat pengaruh variabel bebas (kepemilikan institusional, *leverage* dan *free cash flow*, serta interaksi kepemilikan institusional dan *leverage* dengan *free cash flow*) terhadap variabel terikat (kebijakan dividen) adalah sebesar 7,7% sedangkan sisanya sebesar 92,3% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam penelitian ini.

Uji Hipotesis

Uji F

Tabel 7

Uji F

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	,108	5	,022	2,751	,020 ^a
Residual	1,283	164	,008		
Total	1,390	169			

Sumber: Data Olahan, 2016

Berdasarkan analisis data diketahui nilai F_{hitung} sebesar 2,751, sedangkan nilai F_{tabel} 2,66. Dengan demikian diketahui F_{hitung} (2,751) > F_{tabel} (2,66) dengan Sig. (0,020) < 0,05. Artinya adalah bahwa variabel bebas secara bersama-sama (simultan) berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat.

Uji t (Parsial)

Tabel 8

Uji t (Parsial)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-1,346	,681		-1,978	,050
1 INST	-,004	,002	-,654	-2,315	,022
DER	,012	,032	,044	,361	,719
FCF	-,462	,212	-,4592	-2,131	,035
Mod1	2,688	1,241	4,817	2,166	,032
Mod2	-1,652	1,753	-,201	-,943	,347

Sumber: Data Olahan, 2016

1. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen

Dari hasil uji t pada tabel 8, diperoleh nilai t_{hitung} sebesar -2,315 dan t_{tabel} yaitu 1,97427, sementara itu tingkat signifikansi 0,022 dengan nilai variabelnya bertanda negatif. Dapat diambil kesimpulan $t_{hitung} > t_{tabel}$ dan $P_{value} < \alpha$ maka H_a diterima H_o ditolak. Hal ini berarti bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

2. Pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen

Dari hasil uji t pada tabel 8, diperoleh nilai t_{hitung} sebesar 0,361 dan t_{tabel} yaitu 1,97427, sementara itu tingkat signifikansi 0,719. Dapat diambil kesimpulan $t_{hitung} < t_{tabel}$ dan $P_{value} > \alpha$ maka H_o diterima H_a ditolak. Hal ini berarti bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan namun variabel bernilai positif.

3. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen dimoderasi oleh *free cash flow*

Dari hasil uji t pada tabel 8, diperoleh nilai t_{hitung} sebesar 2,166 dan t_{tabel} yaitu 1,97427, sementara itu

tingkat signifikansi 0,032 dengan nilai variabelnya bertanda positif. Dapat diambil kesimpulan $t_{hitung} > t_{tabel}$ dan $P_{value} < \alpha$ maka H_0 ditolak H_a diterima. Hal ini berarti bahwa *free cash flow* memoderasi hubungan kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen dan sifatnya signifikan serta dengan nilai variabelnya positif.

4. Pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen dimoderasi oleh *free cash flow*

Dari hasil uji t pada tabel 8, diperoleh nilai t_{hitung} sebesar -0,943 dan t_{tabel} yaitu 1,97427, sementara itu tingkat signifikansi 0,347 dengan nilai variabelnya bertanda negatif. Dapat diambil kesimpulan $t_{hitung} > t_{tabel}$ dan $P_{value} < \alpha$ maka H_a diterima H_0 ditolak. Hal ini berarti bahwa *free cash flow* tidak memoderasi hubungan *leverage* terhadap kebijakan dividen, dan sifatnya tidak signifikan.

Pembahasan

1. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan hasil penelitian kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan institusional dianggap dapat memonitor kinerja manajemen. Kepemilikan institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistic* manajer, yaitu manajer melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan kepentingan

pribadinya Jensen dan Meckling (1976).

Hal ini sejalan dengan penelitian Dewi (2008) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi biaya keagenan.

2. Pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan hasil penelitian bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan namun variabel bernilai positif. *Leverage* di proksi oleh *debt to equity ratio* (DER). Sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Brigham dan Houston (2007), menyatakan bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, *leverage* dan ukuran tidak termasuk faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut disebabkan karena jika perusahaan walaupun memiliki *leverage* yang rendah dan ukuran perusahaan yang besar belum tentu membagikan dividen kepada para pemegang saham.

Hal ini berbeda dengan hasil penelitian Karami (2013) dan Asif, *et al* (2011) yang menyatakan bahwa rasio hutang dengan modal (*debt to equity ratio*) memiliki hubungan yang signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

3. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen dimoderasi oleh *free cash flow*

Berdasarkan hasil penelitian *free cash flow* memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen dan juga signifikan. *Free Cash Flow* (aliran kas bebas) menggambarkan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan. Perusahaan dengan aliran kas bebas berlebih akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya karena mereka dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak dapat diperoleh perusahaan lain.

Sesuai dengan teori *agency* yang menyebutkan bahwa peningkatan kepemilikan oleh investor institusional akan mampu meningkatkan mekanisme pengawasan terhadap manajemen yang mengelola penggunaan *Free Cash Flow*. Dengan peningkatan mekanisme pengawasan oleh investor institusional maka para manajer akan lebih selektif dalam memilih alternatif investasi dan tidak hanya bertindak untuk mengejar keuntungan pribadi tetapi untuk meningkatkan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham.

4. Pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen dimoderasi oleh *free cash flow*

Berdasarkan penelitian *free cash flow* tidak memoderasi hubungan *leverage* terhadap kebijakan dividen, dan sifatnya tidak signifikan. Jensen (1995) menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung mempunyai level hutang yang lebih tinggi khususnya saat

perusahaan mempunyai kesempatan investasi yang rendah.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil pembahasan yang dilakukan, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

1. Kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.
2. *Leverage* tidak berpengaruh dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.
3. *Free cash flow* memperkuat pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen dan signifikan.
4. *Free cash flow* memperlemah pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen tetapi tidak signifikan.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki sejumlah keterbatasan, sebagai berikut:

1. Nilai dari data variabel terbilang sangat esktrim, dan tidak representatif. Oleh karena itu dilakukan transformasi data untuk menormalkan data.
2. Penelitian ini terbatas hanya menggunakan variabel, yaitu: kepemilikan institusional, *leverage*, *free cash flow* dan kebijakan dividen.
3. Sampel dalam penelitian ini terbatas pada sektor manufaktur yang terdaftar di BEI. Sehingga hasil penelitian ini sebaiknya dapat digunakan untuk menginterpretasikan pengaruh kepemilikan institusional dan *leverage* terhadap kebijakan dividen dengan *free cash flow* sebagai variabel pemoderasi

yang bergerak pada sektor industri lain.

Saran

Berkaitan dengan penelitian ini, penulis menyarankan beberapa hal sebagai berikut:

1. Dianjurkan untuk menambah jumlah sampel dengan cara menambah periode tahun dan jumlah perusahaan dalam pengamatan penelitian, agar menghasilkan kesimpulan lebih *general*.
2. Memasukkan variabel lain yang dapat memoderasi pengaruh kepemilikan institusional dan *leverage* terhadap kebijakan dividen.
3. Memiliki objek penelitian dengan sektor lain yang dirasa bisa memenuhi kriteria sampel.

DAFTAR PUSTAKA

- Atmaja, Lukas Setia. 2008. *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan*. Yogyakarta. Andi Offset.
- Brigham, F Eugene dan Joel F Houston. 2012. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Buku 1 Edisi Kesebelas. Jakarta: Salemba Empat.
- Dewi, Sisca Christianty. 2008. *Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen*. Jurnal Bisnis dan Akuntansi.
- Ghozali, Imam. 2005. *Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro: Semarang.
- Jensen, Michael. C., & W, H. Meckling. 1976. *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*. Journal of Financial Economics.
- Karami, Lalu Candra. 2013. *The Influence Of Liquidity and Leverage on Dividend Policy (Empirical Study on Listed Companies in Indonesia Stock Exchange of LQ45 in 2008-2010)*. Jurnal Ilmiah Universitas Brawijaya
- Sari, Ratih Fitria. 2010. *Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen*. Skripsi. Universitas Sebelas Maret.
- Van Horne, James C dan Wachowicz, John M. 2007. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan Edisi 12*. Jakarta. Salemba Empat.
- Widarjo, Wahyu. 2010. *Pengaruh Ownership Retention, Investasi dari Proceeds dan Reputasi Auditor terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Manajerial dan Institusional sebagai Variabel Pemoderasi*. Tesis. Universitas Sebelas Maret.
- Widiastuti, et al. 2013. *Dividend Policy and Foreign Ownership*. Simposium Nasional Akuntansi XVI.