

PENGARUH STRUKTUR MODAL DAN STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP *FREE CASH FLOW* SERTA DAMPAKNYA TERHADAP DIVIDEN

(Studi Empiris Pada Perusahaan-Perusahaan Yang *Go Public* Di Bursa Efek Indonesia)

Iseu Anggraeni, S.Ak., M.Ak., Ak., CA.
Universitas Widyatama

ABSTRACT

Dividend payout is a very interesting phenomenon to study, in addition to the reasons stock dividend indicates that the company is expressing confidence (confidants) towards its shareholders, but on the other hand the company does not pay dividends because the company is experiencing the benefit of cash or reason businesses gain retained earnings to do reinvestment. This study aims to determine how much influence the capital structure, the ownership structure of the free cash flow and its impact on the payment of dividends to companies that go public in Indonesia Stock Exchange.

Samples were selected based on purposive sampling at companies that go public in Indonesia Stock Exchange 2000-2014 period which initiated the dividend year after an IPO to come by as many as 54 companies. This study used path analysis techniques.

The result show that: 1) Capital Structure no effect on the Free Cash Flow; 2) Ownership structure significantly related to Free Cash Flow; 3) Capital Structure significant effect on dividend; 4) Ownership structure no effect on the dividend; 5) Free Cash Flow not effect on the dividend. Variable of free cash flow has reduced by dividends weakness in its calculations, it is suggested for further research, free cash flow is more relevant in this study are used for investment decisions.

Keywords: Capital Structure, Ownership Structure, Free Cash Flow, and Dividends

1. PENDAHULUAN

Investor mempunyai tujuan utama dalam menanamkan dananya ke dalam perusahaan yaitu untuk mencari pendapatan atau tingkat kembalian investasi (*return*) baik berupa pendapatan dividen (*dividend yield*) maupun pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga belinya (*capital gain*). Hubungannya dengan pendapatan dividen, para investor umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil, karena dengan stabilitas dividen dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan sehingga mengurangi ketidakpastian investor dalam menanamkan dananya ke dalam perusahaan.

Perusahaan yang akan membagikan dividen dihadapkan pada berbagai macam pertimbangan antara lain: perlunya menahan sebagian laba untuk reinvestasi yang mungkin lebih menguntungkan, kebutuhan dana perusahaan, likuiditas perusahaan, sifat pemegang saham, target tertentu yang berhubungan dengan rasio pembayaran dividen dan faktor lain yang berhubungan dengan kebijakan dividen (Brigham, 2005).

Perusahaan harus berupaya untuk membuat kebijakan dividen yang akan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (Miller dan Modigliani, 1961). Kebijakan pembayaran dividen yang diukur dengan menggunakan *dividend payout ratio* merupakan hanya salah satu dari sekian banyak kebijakan yang dimiliki perusahaan yang harus dilaksanakan dan direalisasikan kepada para pemegang saham, hal ini karena tanpa ada pembagian dividen, maka dikhawatirkan para pemegang saham akan beralih ke perusahaan yang lain yang sudah jelas pembagiannya.

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

Kebijakan inisiasi dividen merupakan salah satu bentuk kebijakan pembayaran dividen perusahaan, di samping bentuk-bentuk kebijakan dividen lainnya seperti kebijakan tentang kenaikan (*dividend increase*), penurunan (*dividend cut/decrease*), penghentian (*dividend termination*), dan pembayaran kembali dividen (*dividend resumption*). Kebijakan inisiasi dividen (*initiation dividend policy*) merupakan kebijakan yang terkait dengan keputusan manajer perusahaan untuk mengawali atau memulai melakukan pembayaran dividen reguler secara berkala (rutin). Inisiasi dividen merupakan pembayaran dividen pertama yang dilakukan oleh perusahaan setelah IPO, sebagaimana disebutkan oleh Bullan *et al.* (2003) "*A dividend initiation is defined as the first cash dividend payment that a firm makes since its IPO*". Sharma (2001) menyatakan bahwa inisiasi dividen merupakan indikasi pertama yang bersifat publik tentang kesediaan manajer perusahaan untuk mendistribusikan kelebihan kas kepada para pemegang saham dibandingkan menginvestasikannya ke dalam proyek-proyek baru. Bursa Efek Indonesia mencatat perusahaan yang melakukan inisiasi dividen setahun setelah IPO periode 2005-2014 yaitu perusahaan yang memiliki DPR tertinggi adalah PT Elang Mahkota Teknologi Tbk sebesar 114%. Sedangkan DPR terendah adalah 10% oleh PT Electronic City Indonesia Tbk. Perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2007 yaitu PT Indo Tambangraya Megah Tbk melaporkan DPR terkecil tercatat pada tahun 2011 sebesar 26% dan DPR tertinggi pada tahun 2013 sebesar 210%. Selanjutnya Perusahaan lain yang melakukan IPO pada tahun 2008 yaitu PT Adaro Energy Tbk melaporkan DPR periode 2011-2015 berturut-turut adalah 48%, 30%, 32%, 43%, dan 23%.

Fenomena yang ada, banyak perusahaan-perusahaan di Indonesia yang mengalami peningkatan laba bersih namun dividen kas yang diberikan cenderung diturunkan. Perusahaan property dan real estate PT. Bumi Citra Permai Tbk yang melakukan *listing date* pada tahun 2009 tapi selama kurun waktu 5 tahun yaitu dari tahun 2010 sampai tahun 2014 tidak memberikan dividen padahal perusahaan meraup keuntungan senilai Rp 33 miliar ditahun buku 2013 atau naik tiga kali lipat dibandingkan tahun sebelumnya yakni Rp 9,5 miliar.

Perilaku kebijakan inisiasi dividen pada perusahaan-perusahaan yang *go public* menurut pendapat yang dikemukakan Sharma (2001) menimbulkan beberapa pertanyaan yang akan menjadi fokus penelitian ini. Pertama, apakah kebijakan inisiasi dividen yang diambil oleh perusahaan-perusahaan *go public* dengan *payout* yang ditetapkan sebagai dividen pertama (*initial dividend payout*) bisa dipertahankan pada periode-periode selanjutnya?. Mengingat aspek *sustainability* dan *stability* dalam pembayaran dividen merupakan taruhan atas reputasi manajer perusahaan.

Kedua, apakah kebijakan inisiasi dividen yang diambil oleh kalangan perusahaan *go public* mempunyai konsekuensi terhadap kinerja saham perusahaan? *Signaling* model dinyatakan bahwa keputusan pembayaran dividen yang diambil perusahaan memberikan sinyal kepada pasar tentang kinerja perusahaan.

Ketiga, apakah perilaku kebijakan inisiasi dividen di lingkungan perusahaan-perusahaan *go public* baru terkait pula dengan mekanisme monitoring terhadap manajemen dalam konteks *agency theory* yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976), kebijakan dividen digunakan untuk meminimalisasi *agency cost* yang timbul dari potensi *conflict of interests* antara *agent* (manajer) dengan *principal* (pemilik perusahaan) akibat adanya pemisahan kewenangan diantara kedua belah pihak tersebut.

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham dimana pemegang sahamnya berasal dari pihak manajemen perusahaan itu sendiri (*insiders*). Proporsi kepemilikan saham yang dimiliki manajer dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan, selain itu kepemilikan manajerial mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan (Jensen dan Meckling, 1976).

Ross *et al.* (2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada *asset* tetap) karena sebagian besar *free cash flow* untuk membayar hutang, sehingga tidak ada *free cash flow* dalam perusahaan yang dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan demi kepentingan manajemen yang merugikan pemegang saham. *Free cash flow* disamping dengan meningkatkan hutang juga dapat dikurangi dengan meningkatkan dividen karena peningkatan dividen akan meningkatkan kemungkinan perusahaan mengambil dana dari luar sehingga perusahaan semakin sering dimonitor oleh investor baru (Sugiarto, 2009). Pembayaran dividen merupakan informasi yang akan mempengaruhi permintaan dan penawaran saham perusahaan di pasar modal, yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan. Pembayaran dividen akan membuat pemegang saham mempunyai tambahan *return* selain dari *capital gain*.

2. KAJIAN PUSTAKA

2.1 Dividen Payout Ratio (DPR)

Menurut Standar Akuntansi keuangan (2012) No 2 :

“Dividen yang dibayarkan dapat diklasifikasikan sebagai arus kas pendanaan karena merupakan biaya perolehan sumber daya keuangan. Sebagai alternatif, dividen yang dibayarkan dapat diklasifikasikan sebagai komponen arus kas dari aktivitas pendanaan dengan maksud membantu para pengguna laporan arus kas dalam menilai kemampuan perusahaan yang membayar dividen arus kas pendanaan”.

Penelitian ini yang menggunakan variabel dividen diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio*. Alasan penelitian ini menggunakan *dividend payout ratio* (DPR) sebagai variabel dependen dikarenakan DPR pada hakikatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan. Menurut Subramanyan dan Wild (2010) bahwa rata-rata tingkat pengembalian kepada pemegang saham industri sebesar 15 persen. Handoko (2002) menggunakan perbandingan dividen per lembar saham dengan *earning* per lembar saham untuk mengukur *Dividend Payout Ratio*.

2.2 Teori Pengisyratan (*Signaling Theory*)

Miller-Modigliani (MM) mengasumsikan bahwa investor memiliki informasi yang sama mengenai (*Signaling Theory*) prospek perusahaan seperti yang dimiliki para manajer ini disebut kesamaan informasi (*symmetric information*). Kenyataannya manajer mempunyai informasi yang lebih daripada investor luar, hal ini disebut ketidaksamaan informasi (*asymmetric information*).

Menurut Ross (1977), terdapat 3 syarat yang perlu diperhatikan dalam mengoptimalkan kebijakan dividen sebagai sinyal, yaitu : (1) Manajemen harus selalu memiliki insentif yang sesuai untuk mengirimkan sinyal yang jujur, meskipun beritanya buruk, (2) Sinyal dari perusahaan yang sukses tidak mudah diikuti oleh pesaingnya yaitu perusahaan yang kurang sukses, dan (3) Sinyal itu harus memiliki hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang diamati (misalnya pembagian dividen yang tinggi pada

masa sekarang akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi pula di masa mendatang).

2.3 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan teori keagenan pada awalnya berkaitan dengan masalah kepemilikan perusahaan melalui pembelian saham. Pada perkembangannya, teori ini digunakan menjelaskan hubungan antara dua pihak yang bersifat kontraktual (Einsenhardt, 1988). Teori keagenan dalam manajemen keuangan membahas adanya hubungan *agency* (Jensen dan Meckling, 1976), yaitu hubungan mengenai adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan yang dilakukan oleh manajer.

Brigham dan Houston (2010), telah lama diketahui bahwa manajer memiliki tujuan pribadi yang bersaing dengan tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Manajer diberi kekuasaan oleh pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham, untuk membuat keputusan, dan hal ini menciptakan konflik potensial atas kepentingan yang disebut teori keagenan (*agency theory*).

2.4 Biaya Keagenan (*Agency Cost*)

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan biaya keagenan (*agency cost*) sebagai jumlah pengeluaran untuk pengawasan yang dilakukan oleh pemegang saham, pengeluaran karena penggunaan hutang oleh agen serta pengeluaran karena *residual loss* yaitu pengeluaran biaya oleh pemegang saham eksternal untuk mempengaruhi keputusan manajer dalam memaksimalkan kemakmuran pemegang saham.

Keown *et al.* (2010) menyatakan biaya keagenan (*agency cost*) yaitu perbedaan dalam harga adalah biaya konflik pada pemilik, tindakan untuk meminimumkan biaya pemisahan kepemilikan dan kontrol manajemen pada dasarnya mahal, termasuk auditing oleh akuntan *independent*, menugaskan fungsi penyeliaan pada dewan direksi perusahaan, menciptakan batasan dalam perjanjian penyewaan yang membatasi kekuasaan manajemen, dan memberikan rencana kompensasi intensif untuk manajemen yang membantu "mengikat" manajemen dengan pemilik.

2.5 Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Arus kas bebas (*free cash flow-FCF*) yang berarti arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik hutang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan (Brigham dan Houston, 2010).

Nilai dari operasi sebuah perusahaan akan bergantung pada seluruh arus kas bebas yang diharapkan di masa mendatang, yang didefinisikan sebagai laba operasi setelah pajak minus jumlah investasi pada modal kerja dan aktiva tetap yang dibutuhkan untuk dapat mempertahankan bisnis. Jadi, arus kas bebas akan mencerminkan kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada para investor. Karenanya, salah satu cara bagi para manajer untuk membuat perusahaan menjadi lebih bernilai adalah dengan meningkatkan arus kas bebas.

Perusahaan yang memiliki *free cash flow* dalam jumlah yang memadai akan lebih baik dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen untuk menghindari *agency problem*, hal ini dimaksudkan agar *free cash flow* yang ada tidak digunakan untuk sesuatu atau proyek-proyek yang tidak menguntungkan (*wasted on unprofitable*) dengan demikian ketersediaan dana dapat dipakai untuk pemegang saham (Mollah *et al.*, 2000) dalam Maqsudi dan Ambon (2004).

2.6 Struktur Modal

Struktur modal adalah merupakan perimbangan jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Sementara itu struktur keuangan adalah perimbangan antara total hutang dengan modal sendiri. Dengan kata lain struktur modal adalah merupakan bagian dari struktur keuangan (Sartono, 2001). Menentukan struktur modal yang optimal, para manajer keuangan perlu mempertimbangkan beberapa faktor penting sebagai berikut (Sartono, 2001): Tingkat penjualan, Struktur asset, Tingkat pertumbuhan perusahaan, *Profitabilitas*, Variabel laba dan perlindungan pajak, Skala perusahaan, dan Kondisi intern perusahaan dan Ekonomi makro.

Tujuan struktur modal adalah memadukan sumber pendanaan yang digunakan oleh perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan cara memaksimalkan harga saham, meminimumkan biaya modal (*cost of capital*), dan menyeimbangkan antara risiko dan tingkat pengembalian.

Rasio hutang atau *Debt Ratio (Debt to Total Asset Ratio)* digunakan untuk mencerminkan variabel struktur modal perusahaan. Rasio ini digunakan dengan pertimbangan bahwa kecenderungan penggunaan hutang pada umumnya didasarkan pada besarnya aktiva yang dapat dijadikan jaminan (*collateralizable assets*). Rasio ini menunjukkan besarnya hutang yang akan digunakan untuk membiayai aktiva yang digunakan oleh perusahaan dalam rangka menjalankan aktivitas operasionalnya.

2.7 Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan terdiri dari kepemilikan saham oleh manajer dan direksi, kepemilikan saham oleh pihak institusi dan kepemilikan saham oleh pihak investor individual. Penelitian Moh'd, Pery dan Rimbey (1995-1998) menemukan bahwa variabel struktur kepemilikan sangat efektif dalam mengendalikan penggunaan hutang dan dividen. Berdasarkan hasil tersebut maka struktur kepemilikan secara signifikan berpengaruh terhadap keberhasilan perusahaan.

Berdasarkan berbagai penelitian keterlibatan manajer pada kepemilikan saham efektif untuk meningkatkan kinerja manajer. Dengan strategi ini manajer berhati-hati mengambil keputusan. Posisi manajer sangat rentan karena modal yang dimiliki berupa *human capital*, sehingga apabila terjadi kemerosotan kinerja berisiko dicopot dari perusahaan. Di samping itu manajer juga berorientasi pada minimalisasi risiko sehingga dalam prakteknya apabila mendapat kesempatan cenderung melakukan kegiatan yang menguntungkan kepentingan pribadi. Dengan adanya peluang yang merugikan perusahaan perlu dilibatkan dalam kepemilikan saham yang dikenal sebagai *insider ownership*.

Insider Ownership adalah pemilik sekaligus pengelola perusahaan atau semua pihak yang mempunyai kesempatan untuk terlibat dalam pengambilan kebijaksanaan dan mempunyai akses langsung terhadap informasi dalam perusahaannya. Berdasarkan penjelasan Undang-Undang Republik Indonesia No. 8 Tahun 1995 Pasal 95, tentang pasar modal mendefinisikan *insider* sebagai berikut: (a) Seorang Komisaris, Direktur, Pegawai perusahaan atau Perusahaan afiliasinya, (b) Pemegang saham utama di dalam perusahaan atau perusahaan afiliasi, dan (c) Orang perorangan yang oleh kedudukannya atau hubungan pada perusahaan atau perusahaan afiliasinya mengetahui informasi orang dalam.

2.8 KERANGKA PEMIKIRAN

Menurut pendekatan teori keagenan, struktur modal disusun untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Konflik antara pemegang saham dengan manajer adalah konsep *free cash flow* (Jensen, 1986). *Free cash flow* dalam konteks ini didefinisikan sebagai aliran kas yang tersisa sesudah semua usulan investasi dengan *NPV* positif didanai. Kecenderungan manajer ingin menahan sumber daya (termasuk *free cash flow*) sehingga mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut. Hutang bisa

dianggap sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan *free cash flow*. Jika perusahaan menggunakan hutang, maka manajer akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan (untuk membayar bunga).

H1 : Struktur Modal berpengaruh negatif terhadap *Free Cash Flow*.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa jumlah kepemilikan saham manajemen akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham. Adanya kesamaan kepentingan antara pihak manajemen dengan pihak pemegang saham maka dapat menurunkan potensi konflik. Potensi konflik keagenan yang kecil ini dapat berpengaruh terhadap rendahnya *agency cost* yang dikeluarkan oleh pemegang saham. Dengan adanya kepemilikan manajerial yang tinggi maka *free cash flow* yang menimbulkan konflik *agency* akan semakin rendah.

H2 : Struktur Kepemilikan berpengaruh negatif terhadap *Free Cash Flow*.

Rasio *Debt Ratio* menunjukkan besarnya hutang yang akan digunakan untuk membiayai aktiva yang digunakan oleh perusahaan dalam rangka menjalankan aktivitas operasionalnya. *Debt Ratio* merupakan rasio antara total hutang (*total debts*) baik utang jangka pendek (*current liability*) maupun utang jangka panjang (*long term debt*) terhadap total aktiva (*total assets*) baik aktiva lancar maupun aktiva tetap dan aktiva lainnya. Semakin besar rasio DR menunjukkan semakin besarnya tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditur) dan semakin besar pula beban biaya hutang (biaya bunga) yang harus dibayar oleh perusahaan. Dengan semakin meningkatnya rasio DR, maka hal tersebut berdampak terhadap profitabilitas yang diperoleh perusahaan, karena sebagian digunakan untuk membayar bunga pinjaman. Dengan biaya bunga yang semakin besar, maka profitabilitas (*earnings after tax*) semakin berkurang (karena sebagian digunakan untuk membayar bunga), maka hak para pemegang saham (dividen) juga semakin berkurang.

H3 : Struktur Modal berpengaruh negatif terhadap Dividen.

Variabel ini mempunyai hubungan yang negatif terhadap *Dividen Payout Ratio* menurut Handoko (2002), karena semakin banyak saham yang dimiliki *Insider Ownership*, maka pihak manajemen cenderung menahan pembayaran dividen, sebagai gantinya pihak manajemen akan berusaha meningkatkan keuntungan sendiri berupa kenaikan gaji direksi, gaji dan bonus karyawan, dan sebagainya.

H4 : Struktur Kepemilikan berpengaruh negatif terhadap Dividen.

Mollah (2000) dalam Almilia dan Silvy (2006) yang menyatakan bahwa arus kas mempengaruhi rasio pembayaran dividen secara signifikan hubungannya positif, jadi apabila posisi kasnya tinggi biasanya perusahaan akan membayar dividen dengan jumlah yang besar. Studi ini dikembangkan dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Jensen (1986) yang mengemukakan bahwa jika perusahaan mempunyai arus kas yang berlebihan maka lebih baik dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham dengan tujuan mengurangi kemungkinan kerugian pada proyek-proyek investasi yang tidak menguntungkan.

H5 : *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap Dividen.

3 METODE PENELITIAN

Definisi operasional variabel-variabel :

- 1) Dividen (Z) dalam penelitian ini adalah rasio pembayaran dividen pertama yang dilakukan perusahaan setelah penawaran saham perdana (*Initial Public Offering / IPO*). Rumusan DPR dinyatakan sebagai berikut (dalam persentase):

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba bersih per lembar saham}} \times 100\% \quad \dots(3.1)$$

- 2) Struktur Modal (X_1) dalam penelitian ini adalah komposisi modal yang menunjukkan porsi modal perusahaan yang bersumber dari modal hutang pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2000-2014. Variabel ini diukur dengan *Debt Ratio (Debt to Total Asset)*. Rumus *Debt Ratio* adalah sebagai berikut (dalam persentase):

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}} \times 100\% \quad \dots(3.2)$$

- 3) Struktur Kepemilikan (X_2) dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan saham yang diukur dengan *Insider Ownership* yaitu kepemilikan saham oleh pihak dalam perusahaan atau manajemen pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2000-2014. Rumusan *Insider Ownership* dinyatakan sebagai berikut (dalam persentase):

$$\text{Insider} = \frac{\text{Jumlah saham dimiliki komisaris dan Direktur}}{\text{Total saham}} \times 100\% \quad \dots(3.3)$$

- 4) *Free Cash Flow (Y)* dalam penelitian ini adalah aliran kas perusahaan yang tidak terikat pada pemanfaatan untuk mendanai proyek-proyek investasi dalam periode ditetapkan pembayaran dividen pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2000 -2014. Variabel ini diukur dengan menggunakan ratio *Free Cash Flow (FCF)*. Rumusan adalah sebagai berikut (dalam persentase):

$$\text{FCF} = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak} - \text{Dividen} + \text{Beban penyusutan}}{\text{Total aktiva}} \times 100\% \quad \dots(3.4)$$

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2014. Sedangkan sampel penelitian menggunakan perusahaan-perusahaan *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2014 yang mengeluarkan kebijakan inisiasi dividen setahun setelah melakukan *IPO* yang dipilih berdasarkan *purposive sampling*. Sampel dipilih atas dasar kesesuaian karakteristik sampel dengan kriteria sampel yang ditentukan. Kriterianya adalah melakukan Kebijakan Inisiasi Dividen pada tahun pertama setelah *go public* atau *IPO* berjumlah 272 perusahaan, perusahaan yang memiliki data tentang persentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris (*Insider Ownership*) sebanyak 144 perusahaan, dan perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan setiap periode selama pengamatan jumlahnya ada 54 perusahaan.

Sesuai dengan tujuan dan hipotesis penelitian yang diajukan yaitu untuk menganalisis pengaruh struktur modal dan struktur kepemilikan terhadap *free cash flow* dan dampaknya terhadap dividen pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia maka teknik analisis yang digunakan adalah Statistik Deskriptif, Uji Asumsi Klasik, Uji Kesesuaian model dengan metode Trimming Dan Uji Hipotesis dengan menggunakan analisis jalur (*path analysis*).

4. PEMBAHASAN

Beberapa perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2014 yang memiliki *liabilities* yang tinggi tetapi *free cash flow* yang tersedia juga tinggi. Hal ini bertentangan dengan pendapat Jensen (1986) yang mengungkapkan bahwa peningkatan hutang akan mengurangi *free cash flow* karena sebagian besar *free cash flow* digunakan untuk membayar hutang, sehingga tidak ada *free cash flow* dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan demi kepentingan manajemen yang merugikan pemegang saham.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal (*debt to total assets*) tidak berpengaruh terhadap *free cash flow* perusahaan. Hal ini berarti tingginya penggunaan hutang didalam struktur modal perusahaan tidak memiliki pengaruh yang berarti terhadap ketersediaan *free cash flow* di dalam perusahaan.

Hasil penelitian ini yang menunjukkan tidak adanya pengaruh struktur modal (*debt to total asset*) terhadap *free cash flow* disebabkan karena perusahaan-perusahaan yang melakukan inisiasi dividen pada tahun pertama setelah *go public* tentu saja membutuhkan sumber pendanaan untuk melakukan seluruh kegiatan operasional

perusahaan. Manajer umumnya lebih senang menggunakan pembiayaan dengan urutan, laba ditahan, kemudian hutang, dan terakhir penjualan saham baru sesuai dengan *pecking order theory*. Secara teoritis sumber modal yang biayanya paling murah adalah hutang, sehingga perusahaan lebih senang menggunakan hutang dalam struktur modalnya. Penggunaan hutang yang tinggi dalam struktur modal dapat dibenarkan selama rentabilitas ekonomi lebih besar dari tingkat bunga.

Beberapa perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2014 yang memiliki *insider ownership* yang rendah tetapi *free cash flow* yang tersedia tinggi. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Almilia dan Silvy (2006) menemukan bahwa kepemilikan manajerial dijelaskan melalui hipotesis aliran kas bebas (Jensen : 1986). Melalui hipotesis ini dividen digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial sehingga mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan *free cash flow*. Mekanisme pengurangan masalah keagenan ini dilakukan dengan cara menggunakan *free cash flow* untuk membayar dividen kas sehingga menghindari alokasi pada tindakan yang tidak menguntungkan.

Hasil penelitian menunjukkan struktur kepemilikan (*insider ownership*) berpengaruh terhadap *free cash flow*. Hal ini berarti bahwa semakin rendah tingkat kepemilikan insider di dalam perusahaan maka *free cash flow* yang tersedia akan semakin tinggi. Atau apabila semakin tinggi tingkat kepemilikan insider didalam perusahaan maka *free cash flow* yang tersedia akan semakin rendah.

Beberapa perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2014 yang memiliki *liabilities* yang tinggi tetapi tetap membagikan dividen. Hal ini tidak sesuai dengan pendapat dari Noronha (1996), Sharma (2001), dan Jain et al. (2003) yang menyatakan semakin besar ketergantungan perusahaan terhadap dana eksternal (hutang) semakin intensif pengawasan oleh penyedia dana eksternal (kreditur) terhadap kinerja manajemen, sehingga memperkecil potensi masalah keagenan (*agency problem*) antara manajer dengan pemegang saham. Dengan semakin kecilnya *agency problem* tersebut maka ketergantungan perusahaan kepada dividen sebagai sarana monitoring semakin kecil.

Hasil penelitian menunjukkan struktur modal (*debt to total assets*) berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen oleh perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan maka semakin tinggi pembagian dividen yang dibagikan kepada emiten. Atau apabila semakin rendah penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan maka semakin rendah pembayaran dividen yang dibagikan kepada emiten. .

Temuan tentang adanya pengaruh positif struktur modal terhadap kebijakan inisiasi dividen ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan porsi utang yang lebih besar dalam struktur modal mereka akan membayar dividen pertama yang lebih besar dibanding perusahaan dengan porsi utang yang lebih kecil dalam struktur modalnya, dan sebaliknya. Dengan demikian, logika teori yang dikemukakan dalam pengembangan hipotesis terutama dari Easterbrook (1984), Rozeff (1992), Taranto (2002), dan Noronha (1996) di atas adalah tidak terbukti, karena mereka memprediksikan hubungan negatif.

Penjelasan mengenai peranan yang mungkin diberikan oleh keberadaan *collateralizable assets* (asset perusahaan yang bisa dijaminkan) berupa asset-asset tetap (*fixed assets*). Mollah, et al. (2000) berargumen bahwa perusahaan dengan *collateralizable assets* yang tinggi memiliki *agency problem* yang kecil antara manajemen dengan pihak kreditor, karena dengan *collateralizable assets* yang tinggi mereka lebih terjamin dan tidak perlu pembatasan yang lebih ketat terhadap pembayaran dividen perusahaan sehingga perusahaan bisa membayarkan dividen lebih besar. Interpretasi ini mungkin yang menjadi pemicu mengapa argumen dari Sprenmann & Gantenbein (2001), Easterbrook (1984), dan Taranto (2002) sebagaimana disebutkan di atas tidak terbukti.

Beberapa perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2014 yang memiliki Struktur kepemilikan (*insider ownership*) yang tinggi tetapi membagikan dividen dalam jumlah yang besar. Tidak adanya bukti kuat tentang pengaruh dari struktur kepemilikan dengan inisiasi dividen memberikan indikasi bahwa perusahaan dengan struktur kepemilikan dengan porsi *insider ownership* yang lebih

tinggi tidak terbukti menyakinkan berdampak pada pembayaran dividen yang lebih kecil karena keberadaan mereka dianggap mampu menekan *agency problem*.

Hasil penelitian menunjukkan struktur kepemilikan (*insider ownership*) tidak berpengaruh terhadap dividen yang dibayarkan oleh perusahaan. Hal ini berarti tingginya tingkat kepemilikan *insider* di dalam perusahaan tidak memiliki pengaruh yang berarti terhadap keputusan pembayaran dividen yang diambil oleh perusahaan.

Variabel struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap dividen dalam penelitian ini disebabkan karena sebagian besar perusahaan yang digunakan sebagai sampel merupakan perusahaan yang sebagian besar sahamnya (lebih dari 50 persen) tidak dimiliki oleh *insider ownership*. Nilai rata-rata struktur kepemilikan dalam penelitian ini adalah sebesar 9,22 persen. Keadaan ini menyebabkan potensi *agency problem* antara pihak manajemen dengan pemegang saham menjadi tidak signifikan sehingga mekanisme monitoring sebagaimana yang diargumentasikan oleh Easterbrook (1984) tidak berjalan sebagaimana mestinya, dari sisi *agency cost model*, tidak berpengaruh signifikan terhadap dividen perusahaan.

Struktur kepemilikan yang relatif rendah akan mengindikasikan perilaku manajer dengan tingkat kepemilikan manajerial yang rendah cenderung melakukan pembayaran dividen yang tinggi, hal ini disebabkan jika perusahaan membayar dividen yang tinggi akan memberikan sinyal yang bagus tentang kinerja perusahaan dimasa mendatang. Hal ini mendukung *signaling theory* menyatakan bahwa jika ada kenaikan dividen sering diikuti dengan kenaikan harga saham, sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun (Atmaja, 2008).

Variabel *insider ownership* tidak berpengaruh terhadap dividen dalam penelitian ini disebabkan banyak perusahaan publik di Indonesia yang belum benar-benar publik. Banyak perusahaan publik di Indonesia dikelola oleh pihak yang memiliki kekerabatan. Adanya hubungan kekerabatan ini menyebabkan tidak ada pemisahan antara pemilik dan pengelola sehingga konflik keagenan antara pemilik dan pengelola jarang terjadi.

Beberapa perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2014 yang memiliki *free cash flow* yang rendah tetapi membagikan dividen dalam jumlah yang besar. Hal ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mollah (2000) dan Herry (2009) yang menyatakan bahwa arus kas mempengaruhi rasio pembayaran dividen secara signifikan hubungannya positif, jadi apabila posisi kasnya tinggi biasanya perusahaan akan membayar dividen dengan jumlah yang besar.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *Free cash flow* tidak berpengaruh terhadap pembayaran dividen perusahaan. Hal ini berarti bahwa naik turunnya *free cash flow* yang tersedia dip perusahaan tidak berpengaruh terhadap pembagian dividen yang dibagikan kepada emiten.

Penelitian ini mendapatkan hasil bahwa *free cash flow* berhubungan negatif dengan pembayaran insiasi dividen yang diambil oleh perusahaan. Pembayaran insiasi dividen di perusahaan yang *go public* di pasar modal Indonesia tidak berbasis pada kinerja perusahaan. Sebagian perusahaan melakukan insiasi dividen hanya berusaha untuk meniru perusahaan lainnya yang memang memiliki kinerja finansial yang memungkinkan untuk melakukan insiasi dividen (Sugeng, 2005) dengan tujuan agar memperoleh apresiasi pasar yang sama.

Fenomena demikian timbul sebagai akibat dari sikap manajer perusahaan yang terkesan memaksakan kebijakannya untuk membayar dividen pertamanya segera (umumnya satu tahun) setelah mereka melakukan IPO. Jika manajer lebih realistis, maka insiasi dividen seharusnya tidak dilakukan segera pasca IPO karena perusahaan tidak dalam posisi siap memulai membayarkan dividen. Pada periode-periode awal pasca IPO perusahaan umumnya masih dihadapkan kepada kebutuhan dana yang relatif besar untuk merealisasikan peluang-peluang investasinya yang sebenarnya atas dasar alasan tersebut mereka memutuskan *go public*.

Perilaku manajer demikian sangat kontradiktif dengan kebiasaan/perilaku para manajer perusahaan-perusahaan di lingkungan pasar modal yang sudah maju (*advanced market*) seperti di Amerika, di mana mereka memutuskan untuk membayar dividen pertamanya jauh setelah IPO mereka. Mereka menunggu saat yang tepat, yaitu ketika

perusahaan dianggap sudah tidak lagi membutuhkan dana besar untuk merelisasikan peluang-peluang investasi mereka.

5. Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan maka secara umum dapat disimpulkan bahwa:

- 1) Struktur modal tidak berpengaruh terhadap *free cash flow* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2014.
- 2) Struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap *free cash flow* pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2014.
- 3) Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2014.
- 4) Struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2014.
- 5) *Free cash flow* tidak berpengaruh terhadap dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2014.

5.2 Saran

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan maka terdapat beberapa saran yang ingin disampaikan, antara lain :

- 1) Bagi Emiten dan Perusahaan
 - a. Untuk meningkatkan kinerja manajerial dalam memaksimalkan kepentingan pemegang saham dan kepercayaan untuk memonitor perusahaan juga meningkat maka jumlah kepemilikan manajerial (*insider ownership*) dalam perusahaan harus ditingkatkan minimal sesuai rata-rata industrinya.
 - b. Tingkat *free cash flow* yang rendah tidak selalu mengindikasikan bahwa perusahaan dalam kondisi buruk karena ini dapat diakibatkan oleh keputusan yang disengaja untuk menggunakan hutang dalam jumlah besar, beban bunga yang tinggi menyebabkan laba bersih menjadi relatif rendah..
- 2) Bagi Peneliti Selanjutnya
 - a. Penggunaan *free cash flow* memiliki kelemahan dikurangi oleh dividen dalam perhitungannya, maka disarankan untuk peneliti selanjutnya untuk menambahkan variabel keputusan investasi. Karena *free cash flow* dalam penelitian ini lebih relevan digunakan untuk keputusan investasi.
 - b. Perluasan sampel sangat dimungkinkan untuk penelitian yang akan datang untuk memperoleh hasil yang dapat menguatkan kesimpulan dari penelitian ini dan penelitian sebelumnya.

DAFTAR PUSTAKA

A. BUKU

- Brigham, E F., 2005. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan. Buku Pertama. Jakarta : Penerbit Erlangga.
- Brigham, E F, dan Houston, J F,. 2010. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Ke-11. Jakarta : Penerbit Salemba Empat.
- Ikatan Akuntan Indonesia, 2012. *Standar Akuntansi Keuangan*. Jakarta : Salemba.

- Keown J, Arthur, Scott Jr, David F, Martin D John, Petty William J. 2010. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Buku II. Edisi Pertama. Jakarta : Penerbit Salemba Empat. Anggota IKAPI.
- K.R. Subramanyan dan John J, Wild (2010). *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi 10. Jakarta, (2010).
- Ross, S.A., Westerfield, R.W., & Jordan, B.D. 2000. *Fundamentals Of Corporate Finance*. New York : Mc Graw-Hill.
- Sugiarto. 2009. Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Perusahaan, Permasalahan Keagenan dan Informasi Asimetri. Edisi Permata .Yogyakarta : Graha Ilmu.
- Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal.

B. JURNAL

- Amilia, Luciana Spica, SE., M.Si, dan Silvy, Meliza, SE., M.Si,. 2006. Analisis Kebijakan *Dividend* dan Kebijakan *Leverage* terhadap Prediksi Kepemilikan Manajerial dengan Teknik Analisis Multinomial Logit. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. Vol 6, No. 1, Februari 2006.
- Bullan, L; Subramanian, N; dan Tanlu, L,. 2003. *On The Timing Of Dividend Initiation*. *Journal of Finance* 31. pp. 213-293.
- Eisenhardt, Kathleem. (1988). *Agency Theory: An Assesment and Review*. *Academy of Management Review*, 14. Hal 57-74
- Handoko, J. 2002. Pengaruh *Agency Cost* Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan-Perusahaan Go Public di BEJ. *Jurnal Widya Manajemen dan Akuntansi* Vol. 2 No. 3 Desember 2002. Hal 180-190.
- Jain, B A., Shekhar, C., dan Tobey, V,. 2003. *Determinats of Dividend Initiation By IPO Issuing Firm*. *Journal Of Banking and Finance* 23. pp. 1 – 31.
- Kusuma, H. 2004. Hubungan Dividen Inisiasi Dan Informasi Asimetri : Pendekatan Hazard Rate. *Jurnal Siasat Bisnis* No 9 Vol 1 Juni 2004 Hal : 15-34. Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia Yogyakarta.
- Maqsudi A, dan Ambon R M. 2004. Pengaruh *Agency Cost* Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan-Perusahaan Go Public di PT. BEJ. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis* Vol. 8 No. 1 Januari 2004. Hal 7 – 14.
- Miller, M., and F. Modigliani, 1961. *Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares*, *Journal of Business* 34, 411-433.
- Mohid, Mahmoud A., Larry G. Perry, dan James N. Rimbey. 1995. *An Investigation of The Dynamic Relationship Between Agency Theory and Dividend Policy*. *The Financial Review*. Vol. 30, hal. 367-385.
- Noronha, G M., Shome, D K., dan Morgan G E,. 1996. *The Monitoring Rationale for Dividend and The Interaction of Capital Structure and Dividend Decisions*. *Journal Banking and Finance* 20 : 439-454.
- Ross. 1977. *The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach*. *Bell Journal of Economics*, hal. 23-40.
- Sanjay Sharma, 2001. *Do Dividend Initiations Signal Firm Prosperity*. *Director, Debt Capital Markets, Merrill Lynch, World Financial Center New York*.
- Sartono, A. 2001. *Long Term Financing Decision : Views and Practicies of Financial Managers of Listed Public Firms in Indonesia*. *Gadjah Mada International Journey of Business* 3. pp. 35 – 44.
- Sugeng, B. 2005. Analisis Reaksi Pasar (Investor) Terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Pada Perusahaan-Perusahaan Go-Public Di Indonesia. *Jurnal*. Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Malang.

C. WEB

WWW.IDX.CO.ID