

Pengaruh Struktur Kepemilikan dan *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Celsya Nadila^{1*}, Salma Taqwa²

^{1,2} Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Negeri Padang, Padang, Indonesia

*Korespondensi: celsyanadila123@gmail.com

Abstract

This study purpose to examine how the effect of ownership structure and free cash flow on dividend policy. The population in this study are manufacture companies listed on Indonesia Stock Exchange in 2018-2022. The research uses purposive sampling technique to obtain reearch samples. The data analysis technique in this study used multiple linear regression analysis using the SPSS 22 program. The results showed tht Institutional Ownership, Foreign Ownership, had signidicant positif effect on dividend policy, while Free Cash Flow negative effect on dividend policy. For further research, it is expected to choose other variables that have effect on dividend policy.

Keywords: *ownership structure; free cash flow; dividend policy.*

How to cite

Nadila, C & Taqwa, S. (2024). Pengaruh Struktur Kepemilikan dan *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Nuansa Karya Akuntansi*, 2(2), 132-146.

DOI: <https://doi.org/10.24036/jnka.v2i2.22>



This is an open access article distributed under the [Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/).

PENDAHULUAN

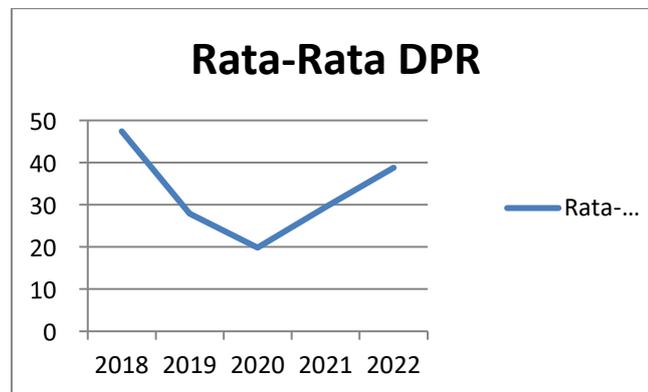
Pembayaran dividen merupakan salah satu isu yang menjadi perdebatan bagi sebuah perusahaan. Dividen merupakan jumlah yang dibayarkan kepada shareholder (pemegang saham) sebagai bentuk kompensasi atas investasi pada perusahaan. Hal ini menjadi isu yang krusial bagi manajemen perusahaan dalam memutuskan proporsi laba yang akan didistribusikan kepada shareholder setiap tahunnya. Shareholder menginginkan dividen yang besar sehingga sepadan atas investasinya. Akan tetapi, perusahaan juga harus mengalokasikan laba tersebut untuk pendanaan jangka panjang perusahaan (Bataineh, 2021).

Keputusan pembayaran dividen melibatkan pemegang saham dan pihak manajemen yang berperan sebagai agen pemilik perusahaan. Manajemen perusahaan berperan dalam mengelola jalannya perusahaan dan diharapkan bertindak atas nama pemegang saham, dengan tujuan memaksimalkan kesejahteraan *shareholder*. Manajer terkadang bertindak untuk memaksimalkan kesejahteraannya sendiri dan lupa untuk memaksimalkan kesejahteraan *shareholder* yang memicu perbedaan kepentingan.

Perbedaan kepentingan tersebut disebabkan oleh asimetri informasi. Asimetri informasi tersebut merupakan kondisi dimana pihak manajemen memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan yang dimiliki oleh shareholder. Konflik inilah yang dikenal sebagai konflik keagenan (Al-Makawi, 2017).

Konflik kepentingan dapat diminimumkan dengan mekanisme pengawasan untuk mensejajarkan kepentingan-kepentingan tersebut yang menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*). Berdasarkan teori keagenan, struktur kepemilikan merupakan pihak internal yang menjalankan *Good Corporate Governance* yang berperan mengawasi kinerja manajer dan memiliki hak suara besar berkaitan dengan konflik kepentingan. Struktur kepemilikan dapat mengurangi biaya keagenan dan meningkatkan kontrol pada perusahaan. Biaya keagenan bersumber dari laba perusahaan. Berkurangnya biaya yang dikeluarkan untuk biaya keagenan, membuat laba perusahaan bertambah. Dengan bertambahnya laba perusahaan, maka tingkat pembayaran dividen perusahaan juga semakin besar (Bataineh, 2021).

Kebijakan pembayaran dividen perusahaan juga dipengaruhi oleh krisis keuangan. Saat krisis keuangan, *Good Corporate Governance* menjadi sangat berperan dalam melindungi hak-hak *shareholders*. (Mehdi, et. al., 2017). Saat covid-19, dunia mengalami krisis keuangan, begitupun di Indonesia. Kebijakan-kebijakan seperti *lockdown*, *physical distancing*, *travel ban/restriction* menimbulkan konsekuensi turunnya aktivitas ekonomi secara signifikan, yang menimbulkan implikasi yang sangat besar (pen.kemenkeu.go.id). Kebijakan-kebijakan tersebut juga berdampak besar terhadap kegiatan pasar modal yang dapat dilihat pada grafik pembayaran dividen perusahaan manufaktur untuk tahun 2018-2022 di bawah ini:



Gambar 1. Grafik Dividend Payout Ratio Perusahaan Manufaktur 2018-2022

Grafik di atas menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2018-2022 tidak stabil dalam membagikan dividen. Hal ini dapat dilihat dengan Dividend Payout Ratio pada tahun 2018 sebesar 47%, kemudian pada tahun 2019 pembayaran dividen mengalami penurunan sebesar 18% menjadi 29%. Pembayaran dividen kembali menurun untuk tahun 2020 yaitu sebesar 20%. Pembayaran dividen mengalami kenaikan pada tahun 2021 dan 2022 dengan Dividend Payout Ratio 29% dan 39%.

Selama krisis keuangan, *Good Corporate Governance* (GCG) berupaya dalam melindungi hak-hak *shareholder*. Salah satu upaya yang dapat dilakukan yaitu dengan melakukan pembayaran dividen. Akan tetapi, selama krisis terjadi manajemen juga memiliki prioritas lain seperti pembayaran kewajiban perusahaan. Laba perusahaan

diprioritaskan pembayaran kewajiban perusahaan, yang dapat dilihat pada tahun 2020 menjadi tahun terendah perusahaan manufaktur membayarkan dividennya. Disinilah peran penting dari Good Corporate Governance (GCG) yakni struktur kepemilikan perusahaan (Al-Fasfus, 2020).

Selain disebabkan oleh krisis keuangan, kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan juga dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan. Menurut Setiawan Al-Najjar dan Kilincarslan (2016) dan Al-Makawi (2017), struktur kepemilikan terdiri dari kepemilikan asing, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan pemerintah.

Kepemilikan saham perusahaan oleh institusi dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, yang dimiliki oleh institusi keuangan seperti bank, investment banking, perusahaan asuransi, dan dana pensiun. Kepemilikan institusional atau *institutional ownership* memiliki peran penting dalam memonitor kinerja manajemen.

Pihak institusional mampu meningkatkan pengawasan secara lebih optimal, sehingga pembagian dividen kepada pemegang saham dapat diperkirakan (Bataineh, 2021). Hal ini berdasarkan hasil penelitian Kurniawati (2015), Al-Najjar dan Kilincarslan (2016), Mehdi, et. al. (2017), dan Bataineh (2021) bahwa terdapat hubungan positif antara kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. Penelitian Boshnak (2021), menunjukkan hasil negatif antara pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdapat di Arab Saudi.

Kebijakan dividen juga dapat dipengaruhi oleh kepemilikan asing. Dominasi kepemilikan saham oleh pihak asing, maka mereka memiliki hak suara saat RUPS. Investor asing juga harus menjaga reputasinya pada negara tuan rumah, dengan membagikan dividen menunjukkan jika kondisi perusahaan baik dan sehat. Penelitian yang dilakukan oleh Setiawan (2020) yang menguji pengaruh kepemilikan asing terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di Indonesia, menunjukkan hasil yang positif dan signifikan. Sedangkan penelitian Al-Najjar dan Kilincarslan (2016) dan Bataineh (2021) menunjukkan bahwa kepemilikan asing memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Faktor lain yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan ialah arus kas bebas (*free cash flow*). *Free cash flow* ialah arus kas perusahaan yang dapat digunakan untuk membayar kreditur atau diberikan kepada pemegang saham apabila tidak digunakan sebagai modal kerja (*working capital*) dan dapat juga diinvestasikan pada aset tetap. Al-Fasfus (2020), dalam penelitiannya menunjukkan hasil yang positif antara pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Harun dan Jeandry (2018), menunjukkan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Dividen dapat dijadikan alternatif dalam mengurangi biaya keagenan, karena dengan pembayaran dividen, *free cash flow* yang tersedia untuk manajer akan berkurang. (Rochmah dan Ardianto, 2020).

Fokus penelitian adalah pengaruh struktur kepemilikan (kepemilikan institusional dan kepemilikan asing) dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Keterbaruan penelitian yaitu dengan menambahkan variabel *free cash slow* sebagai variabel independen penelitian. Sampel yang digunakan pada penelitian yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia periode 2018 sampai 2022. Alasan pemilihan perusahaan manufaktur karena sektor manufaktur memiliki subsektor yang beranekaragam dan cakupan lebih luas serta skala yang besar. Dengan skala yang besar ini maka hasil penelitian dapat digeneralisasikan.

REVIU LITERATUR DAN HIPOTESIS

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan oleh Jensen dan Meckling pada tahun 1976. Permasalahan antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen menjadi latar belakang terbentuknya teori keagenan. Pemegang saham melakukan kontrak dan memberikan kepercayaan untuk mengelola dan menjalankan bisnis perusahaan kepada manajemen demi kepentingan pemegang saham (pemilik perusahaan). Pada kontrak tersebut, pemilik perusahaan juga mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada manajemen. Pemisahan pengelolaan perusahaan bertujuan agar perusahaan dikelola oleh tenaga profesional sehingga dapat memperoleh keuntungan yang maksimal dengan biaya seefisien mungkin bagi pemilik perusahaan.

Pemisahan tugas pengelolaan antara prinsipal dan agen menimbulkan konflik kepentingan, yang mana membuat agen bertindak demi kepentingan sendiri daripada kepentingan pemilik. Upaya yang dapat dilakukan untuk mengatasi konflik kepentingan antara agen dan prinsipal adalah dengan menerapkan konservatisme akuntansi.

Kebijakan Dividen

Kasmir (2014:101) mengemukakan bahwa dividen merupakan aliran kas yang harus dibagikan perusahaan kepada pemegang saham. Pembagian dividen harus melalui persetujuan pemegang saham pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Sedangkan Brigham (2013:68) berpendapat jika dividen merupakan bagian dari laba bersih yang diberikan kepada investor. Jumlah dan besarnya dividen yang akan dibagikan merupakan pertimbangan yang sangat penting. Karena jika porsi laba pada perlembar saham ditingkatkan, maka kesejahteraan pemegang saham akan semakin meningkat.

Kebijakan dividen merupakan kebijakan mengenai alokasi dari laba yang diperoleh perusahaan apakah akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen tunai atau ditahan dalam bentuk laba ditahan yang nantinya akan digunakan sebagai investasi kembali oleh perusahaan. Oleh sebab itu, kebijakan atas pembayaran dividen merupakan hal yang sangat penting dalam pengambilan keputusan di perusahaan. Terdapat dua pihak dengan kepentingan berbeda yang memiliki keterlibatan dalam pengambilan keputusan ini, yaitu pemegang saham dan manajemen perusahaan (Hermuningsih, 2014).

Kepemilikan Institusional

Menurut Bataineh (2021), kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh institusi-institusi, seperti bank, investment banking, perusahaan asuransi, dan dana pensiun. Institusi yang memiliki saham pada perusahaan dapat meminimalkan terjadinya biaya agensi (*agency cost*). Hal ini dilakukan dengan mengawasi kinerja manajer secara lebih efektif. Semakin besar tingkat kepemilikan institusi pada suatu perusahaan, maka tingkat pengawasan yang dilakukanpun akan semakin besar, sehingga dapat mengurangi perilaku oportunistik dan tindakan penyelewengan oleh manajer.

Semakin besar kepemilikan institusional perusahaan akan membuat pemanfaatan akan aktiva perusahaan menjadi semakin efisien. Institusi juga diharapkan dapat mencegah atas pemborosan yang dilakukan manajemen, misalnya biaya yang

dikeluarkan untuk agency cost, sehingga pembayaran dividen perusahaan dapat ditingkatkan (Meilita dan Rokhmawati, 2017).

Kepemilikan Asing

Undang-undang No. 25 Tahun 2007 pasal 1 menyatakan bahwa kepemilikan asing ialah warga negara, badan usaha asing, serta pemerintah asing yang menanamkan modalnya di Indonesia. Mereka diharapkan dapat memberikan perubahan pada budaya dan kinerja manajemen perusahaan. Perubahan budaya organisasi dikarenakan investor asing dapat memberikan “tekanan” kepada manajer dalam meningkatkan kinerjanya sehingga dengan kepemilikan asing efisiensi pengelolaan perusahaan dapat ditingkatkan oleh manajemen (Lee dan Ande, 2022).

Pertumbuhan ekonomi dan pola kompetisi perusahaan dapat dipengaruhi oleh kepemilikan asing. Hal ini dikarenakan informasi yang lebih efisien yang dimiliki investor asing sehingga dapat memenuhi kebutuhan internal perusahaan. Informasi yang didapatkan tersebut diharapkan dapat membuat manajer lebih meningkatkan kepentingan shareholder.

Free Cash Flow

Menurut Kieso (2015:212) *free cash flow* atau arus kas bebas merupakan arus kas bebas yang berasal dari sisa arus kas operasi yang kemudian dikurangi dengan modal yang dikeluarkan atau digunakan, dengan kata lain FCF merupakan kas bebas perusahaan yang dapat digunakan untuk distribusi kepada para pemangku kepentingan (pemegang saham maupun kreditor). Pembagian tersebut dilakukan perusahaan karena FCF tidak dibutuhkan dalam *working capital* atau investasi pada aset tetap. Selain tujuan tersebut, FCF juga digunakan untuk membayar hutang, ekspansi perusahaan, melakukan investasi, menambah likuiditas, serta untuk membeli saham treasury.

Free cash flow dapat digunakan manajer sebagai penentu seberapa banyak kas yang telah berhasil dipertahankan perusahaan saat produksi periode tertentu. Selain itu, *Free cash flow* dalam perusahaan akan menjadi pemicu masalah keagenan ketika manajer mengalokasikan dana tersebut pada investasi yang memiliki NPV nol atau negatif. Perusahaan dengan tingkat free cash flow yang tinggi cenderung memiliki biaya keagenan yang tinggi pula. Hal ini dikarenakan konflik kepentingan antara para pemegang saham dengan manajer (Yusuf dan Ismail, 2016; Zhong et. al.,2016).

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan bahwa kepemilikan institusional berperan penting dalam meminimalkan konflik keagenan pada perusahaan. Konflik keagenan dapat menimbulkan biaya keagenan (agency cost). Biaya keagenan tersebut dapat diminimalkan dengan adanya kepemilikan institusional. Semakin tinggi kepemilikan institusional, maka kemampuan pengawasan kinerja manajerpun akan semakin meningkat sehingga masalah keagenan antara prinsipal dan agen menjadi berkurang yang nantinya berdampak pada keuntungan perusahaan. Menurut Mehdi et.al. (2017), semakin meningkat proporsi kepemilikan institusional pada perusahaan, maka dividen yang dibayarkan juga akan semakin besar. Hal ini dikarenakan pembayaran dividen dapat mengurangi pengambilalihan sumber daya internal oleh manajer dan meningkatkan profitabilitas pemegang saham institusional. Penelitian yang dilakukan Benjamin, et. al (2016), Reyna (2017) dan Bataineh (2021) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Hal ini disebabkan karena pemilik institusional dapat mengawasi serta mencegah permasalahan agensi yang timbul antara prinsipal dan agen. Berdasarkan penjabaran tersebut, didapatkan hipotesis:

H1: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan asing (*foreign ownership*) ialah proporsi kepemilikan saham oleh individu atau institusi asing. Perusahaan dengan kepemilikan asing bebas dari tekanan lokal, hal inilah yang membuat mereka lebih independen dan efektif dalam memantau pemegang saham pengendali (Setiawan et.al., 2020). Investor asing membutuhkan standar transparansi dan pengungkapan yang lebih tinggi, yang membuat mereka memiliki tata kelola perusahaan yang baik, efisien dan teknologi yang mumpuni di negara berkembang (Trinugroho et. al., 2014). Pemegang saham asing akan meningkatkan kepemilikan sahamnya dalam berinvestasi pada perusahaan. Dengan meningkatnya total saham yang dimiliki investor asing, maka mereka juga akan lebih mengawasi perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Setiawan et. al., (2016) dan Setiawan, (2020) menunjukkan bahwa kepemilikan asing memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Berdasarkan penjabaran tersebut, maka didapatkan hipotesis:

H2: Kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Jensen (1986) mengemukakan bahwa manajer akan membagikan free cash flow kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, ketika terjadi tekanan dari pasar. Pilihan ini dilakukan manajer daripada melakukan investasi kembali yang tidak membawa keuntungan. Hasil penelitian yang dilakukan Kadioglu & Yilmaz (2017) menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat free cash flow yang besar akan membagikannya dalam bentuk dividen pada pasar Turki. Dewasiri dan Azeez (2019) dan Al-Fasfus (2020) menyimpulkan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Kemampuan perusahaan dalam membayar dividen dipengaruhi oleh posisi keuangannya. Semakin kuat posisi keuangan suatu perusahaan, maka semakin besar kemungkinan perusahaan membagikan dividen kepada pemegang saham. Berdasarkan argumen tersebut, hipotesis yang berhasil dirumuskan, yaitu:

H3: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini ialah penelitian kuantitatif. Penelitian ditujukan untuk menguji hipotesis dan menjelaskan hubungan antara struktur kepemilikan diantaranya, kepemilikan institusional dan kepemilikan asing terhadap kebijakan dividen serta *free cash flow* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2018 hingga 2022.

Populasi dan Sampel

Populasi yang menjadi subjek penelitian ini terdiri perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2018 hingga 2022. Sampel didapatkan dengan teknik *purposive sampling* yaitu:

Tabel 1
Kriteria Pemilihan Sampel

No.	Kriteria Pemilihan Sampel Perusahaan Manufaktur	Total
1.	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2018-2022	163
2.	Perusahaan manufaktur yang memiliki laporan keuangan yang tidak lengkap dalam melaporkannya periode 2018-2022	(20)
3.	Perusahaan manufaktur yang tidak melaporkan laporan keuangan dengan mata uang rupiah	(31)
4.	Perusahaan manufaktur yang tidak membagikan dividen kepada pemegang saham antara tahun 2018-2022	(70)
5	Perusahaan manufaktur yang tidak memiliki variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian	(8)
Jumlah sampel Perusahaan Manufaktur		35
Periode pengamatan sampel (5 x 35)		175

Sumber dan Pengumpulan Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan (*annual report*) dan laporan keuangan (*financial report*) perusahaan manufaktur tahun 2018-2022 yang didapatkan dengan mengunduh pada *website* www.idx.co.id dan *website* masing-masing perusahaan. Pengumpulan data penelitian dilakukan dengan menggunakan teknik dokumentasi.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Kebijakan Dividen

Variabel dependen penelitian ini ialah kebijakan dividen. Menurut Sartono (2016:28), kebijakan dividen merupakan pilihan suatu perusahaan untuk menjadikan laba yang diperolehnya menjadi laba ditahan (digunakan untuk pembiayaan investasi perusahaan dimasa depan) atau dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen. Kebijakan dividen diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio* yang juga digunakan oleh Gumanti (2013). Menurut Weston dan Brigham (1989), manajer meyakini bahwa investor lebih menyukai perusahaan dengan *Dividend Payout Ratio* yang stabil. Berikut merupakan proksi yang digunakan untuk mengukur kebijakan dividen yang dikembangkan oleh Gumanti, 2013:

$$DPR = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba bersih per lembar saham}} \times 100\%$$

Kepemilikan Institusional

Variabel independen pertama pada penelitian ini yaitu kepemilikan institusional. Kepemilikan institusional ialah persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi pada akhir periode akuntansi. Institusi yang dimaksud dapat berupa institusi-institusi, seperti bank, investment banking, perusahaan asuransi, dan dana pensiun (Bataineh, 2021). Kepemilikan saham pada perusahaan biasanya didominasi oleh institusi. Kepemilikan saham oleh institusi diukur menggunakan proksi oleh Bataineh (2021), yaitu:

$$\text{Kepemilikan institusional} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Total saham yang beredar}} \times 100\%$$

Kepemilikan Asing

Variabel independen kedua dalam penelitian ini yaitu kepemilikan asing. merupakan persentase saham perusahaan yang dimiliki oleh pihak asing baik individu maupun kelompok atau badan. Kepemilikan secara individu berarti warga negara asing yang memiliki saham pada perusahaan, sedangkan badan atau kelompok yakni organisasi atau instansi di luar Indonesia yang memiliki saham pada perusahaan. Persentase perusahaan dengan kepemilikan asing menggunakan pengukuran yang digunakan Bataineh (2021), yaitu:

$$\text{Kepemilikan asing} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki pihak asing}}{\text{Total saham yang beredar}} \times 100\%$$

Free Cash Flow

Variabel independen kedua dalam penelitian ini yaitu *free cash flow*. Free cash flow ialah arus kas yang tersedia setelah perusahaan membayar kewajibannya atau setelah perusahaan melakukan investasi. Free cash flow pada perusahaan dapat dihitung dengan perhitungan oleh Ross et. al. (1999), semakin besar nilai yang didapatkan dari rasio menunjukkan nilai free cash flow (arus kas bebas) lebih besar dibandingkan nilai aktiva perusahaan. Free cash flow diproksikan dengan:

$$\text{Free cash flow} = \frac{\text{AKO} - \text{PM} - \text{MKB}}{\text{Total Aset}}$$

Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan lebih dari dua variabel independen, sehingga teknik analisis data yang digunakan yaitu analisis regresi linear berganda. Pengolahan data dilakukan dengan menggunakan SPSS 22 dan perangkat lunak *Microsoft Excel* 2010. Berikut rumus persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini:

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 2
Hasil Uji Analisis Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
INS	175	.0012	,9974	,5295	,3164
FOR	175	,0002	,9820	,3455	,3177
FCF	175	-6,3797	,7485	-,2191	,5252
DPR	175	,0101	49,5700	,7153	3,7313
Valid N (listwise)	175				

(Sumber : Data diolah dengan SPSS 22, tahun 2023)

Berdasarkan tabel 2 diatas, terlihat bahwa jumlah observasi pada penelitian ini sebanyak 175. Kebijakan dividen (DPR) sebagai variabel dependen pada penelitian ini memiliki rata-rata sebesar 0,7153 dengan standar deviasi 3,7313. Nilai maksimum dari kebijakan dividen ialah sebesar 49,5700 dan nilai minimumnya sebesar 0,0101. Variabel independen pertama pada penelitian ini yaitu kepemilikan institusional (INS).

Rata-rata kepemilikan institusional sebesar 0,5295 dengan standar deviasi 0,3164. Nilai maksimum kepemilikan institusional pada penilaian ini sebesar 0,9974 dan nilai minimumnya sebesar 0,0012. Variabel independen kedua yaitu kepemilikan asing (FOR). Kepemilikan asing memiliki rata-rata sebesar 0,3455 dengan standar deviasi 0,3177. Nilai maksimum dari kepemilikan asing yakni 0,9820 dan nilai minimumnya 0,000009. *Free Cash Flow* memiliki rata-rata sebesar -0,2191 dengan standar deviasi 0,5252. Nilai maksimum dari *free cash flow* yakni 0,7485 dan nilai minimumnya -6,3797.

Uji Asumsi Klasik Uji Normalitas

Tabel 3
Hasil Uji Multikolinearitas

		Unstandardized Residual
N		166
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	-,3285808
	Std. Deviation	,41558355
Most Extreme Differences	Absolute	,067
	Positive	,067
	Negative	-,049
Test Statistic		,067
Asymp. Sig. (2-tailed)		,064 ^c

(Sumber : Data diolah dengan SPSS 22, tahun 2023)

Berdasarkan uji *Kolmogorov-Smirnov* (K-S) yang disajikan pada tabel 3 diperoleh nilai Asymp. Sig 0.064. Dengan demikian $0.064 > 0.05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini terdistribusi secara normal.

Uji Multikolinearitas

Tabel 4
Hasil Uji Multikolinearitas

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
Kepemilikan Institusional	,501	1,997
Kepemilikan Asing	,472	2,121
<i>Free Cash Flow</i>	,907	1,102

a. Dependent Variable: Kebijakan Dividen

(Sumber : Data diolah dengan SPSS 22, tahun 2023)

Berdasarkan tabel 4, dapat diketahui bahwa variabel kepemilikan institusional, kepemilikan asing, dan *free cash flow* memiliki nilai *tolerance* (TOL) $> 0,01$ dan nilai VIF < 10 . Sehingga dapat disimpulkan tidak terdapat multikolinearitas dalam model regresi ini.

Uji Heteroskedastisitas

Tabel 5
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		T	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	,295	,073			4,058	,000
X1	-,003	,059	-,005		-,058	,954
X2	,220	,122	,154		1,806	,073
X3	,000	,000	,051		,657	,512

a. Dependent Variable: ABS

(Sumber : Data diolah dengan SPSS 22, tahun 2023)

Dilihat dari tabel 5, hasil uji heteroskedastisitas menggunakan metode *glejser* menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,954, 0,073, dan 0,512 untuk masing-masing variabel. Ketiga nilai variabel tersebut melebihi 0.05, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat tanda-tanda heteroskedastisitas pada model regresi ini.

Uji Autokorelasi

Tabel 6
Hasil Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,125 ^a	,016	-,003	,275477777	1,372

a. Predictors: (Constant), FCF, INS, FOR

b. Dependent Variable: DPR

(Sumber : Data diolah dengan SPSS 22, tahun 2023)

Dilihat dari tabel 6, nilai Durbin-Watson adalah 2,212 yang mana nilai ini berada diantara nilai Du sebesar 1.783 dan 4-Du sebesar 2,217. Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini tidak terdapat tanda-tanda autokorelasi.

Analisis Regresi Linear Berganda

Tabel 7
Hasil Uji Analisis Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		T	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	,175	,029			5,985	,000
INS	,194	,032	,520		5,989	,000
FOR	,198	,033	,528		5,945	,000
FCF	-,267	,030	-,563		-8,802	,000

a. Dependent Variable: Kebijakan Dividen

(Sumber : Data diolah dengan SPSS 25, tahun 2023)

Berdasarkan tabel 7 diatas persamaan regresi pada penelitian ini sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \epsilon$$

$$Y = 0,273 + 0,151X_1 + 0,127X_2 + (-0,013)X_3 + \epsilon$$

Uji Hipotesis
Uji Koefisien Determinasi (R²)

Tabel 8
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R²)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,212 ^a	,045	,025	260557,91453

a. Predictors: (Constant), *Free Cash Flow*, Kepemilikan Asing, Kepemilikan Institusional

b. Dependent Variable: Kebijakan Dividen

(Sumber : Data diolah dengan SPSS 22, tahun 2023)

Dilihat dari tabel 8, diperoleh nilai *adjusted R²* sebesar 0,205. Nilai ini mengindikasikan bahwa variabel kepemilikan institusional, kepemilikan asing, dan *free cash flow* memiliki pengaruh sebesar 2,5% terhadap kebijakan dividen dan 97,5% sisanya dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dianalisis dalam penelitian ini.

Uji Parsial (Uji T)

Berdasarkan tabel 7 maka dapat dilihat pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial adalah sebagai berikut:

- a. Hipotesis pertama pada penelitian ini adalah kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Pada tabel di atas diketahui bahwa kepemilikan institusional memiliki koefisien regresi memiliki koefisien regresi sebesar 0,194 dan nilai sig. sebesar $0,000 < 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen dan dapat disimpulkan hipotesis pertama **diterima**.
- b. Hipotesis kedua pada penelitian ini adalah kepemilikan asing berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Pada tabel diatas diketahui bahwa kepemilikan asing memiliki nilai koefisien regresi sebesar 0,198 dan nilai sig. sebesar $0,000 < 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa kepemilikan asing memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen dan dapat disimpulkan bahwa hipotesis kedua **diterima**.
- c. Hipotesis ketiga pada penelitian ini adalah *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Pada tabel diatas diketahui bahwa *free cash flow* memiliki koefisien regresi sebesar -0,267 dan nilai sig. sebesar $0,000 < 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *free cash flow* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen dan dapat disimpulkan bahwa hipotesis ketiga **ditolak**.

Pembahasan

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil ini meunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional perusahaan maka tingkat dividen yang akan dibayar perusahaan juga semakin besar. Variabel kepemilikan institusional pada penelitian ini diukur menggunakan pengukuran yang

sama dengan yang dilakukan Bataineh (2021), yaitu kepemilikan institusional didapatkan dari jumlah saham yang dimiliki pihak institusi kemudian dibagi dengan jumlah saham yang beredar.

Penelitian yang dilakukan Mehdi, *et. al*, 2017, Bataineh, 2021, dan Boshnak, 2021 menunjukkan hasil yang sama, yang menunjukkan bahwa pembayaran dividen akan meningkat seiring meningkatnya proporsi kepemilikan institusional pada perusahaan. Hal ini dikarenakan pemilik saham institusional secara langsung mengawasi dan mengontrol operasi dan kinerja perusahaan. Untuk melindungi hak-hak pemegang saham, pemilik saham institusional lebih menekankan manajer untuk membayar dividen. Pembayaran dividen yang besar dapat mengurangi perilaku oportunistik manajer.

Hasil yang berbeda didapatkan pada penelitian yang Nguyen dan Li (2020), yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen disebabkan karena pihak institusional memiliki keinginan yang berbeda dengan keinginan investor umum atau dengan kata lain terdapat *clientele effect*. *Clientele effect* merupakan kondisi di mana investor memiliki berbagai kepentingan dan penilaian yang berbeda.

Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan hasil pengujian yang telah dilakukan dapat diketahui bahwa kepemilikan asing memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi tingkat kepemilikan asing perusahaan maka tingkat dividen yang akan dibayar perusahaan juga semakin besar. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Setiawan *et. al.*, (2016) dan Setiawan, (2020) yang menunjukkan bahwa kepemilikan asing memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Investor asing akan meningkatkan kepemilikan sahamnya dalam berinvestasi pada perusahaan. Dengan meningkatnya total saham yang dimiliki investor asing, maka tingkat pengawasan perusahaan juga akan lebih tinggi. Semakin tingginya tingkat pengawasan terhadap kinerja manajer perusahaan juga dapat memastikan *return* akan investasi juga semakin besar.

Hasil yang berbeda didapatkan pada penelitian yang dilakukan Tidak terdapatnya hubungan antara kepemilikan asing dengan kebijakan dividen, didasarkan atas teori keagenan yang menyatakan bahwa kepemilikan asing memiliki kemampuan memonitoring dengan baik sehingga dapat mengurangi biaya keagenan dan secara tidak langsung juga dapat mengurangi hutang perusahaan, maka pembagian dividen kemudian akan lebih mudah terwujud, Al-Nawaiseh, M. (2013).

Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Dividen

Hasil pengujian menunjukkan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa apabila *free cash flow* perusahaan mengalami peningkatan, maka dividen yang dibayarkan akan semakin rendah. Sebaliknya, jika *free cash flow* mengalami penurunan, maka dividen yang dibayarkan akan semakin meningkat. Berdasarkan hasil penelitian pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2018-2022 hipotesis *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen ditolak.

Hasil dari penelitian ini mendukung penelitian Mardiyati dan Nusrati (2014) dan Harun dan Jeandry (2018), menunjukkan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh

perusahaan oleh pihak manajemen dapat berpengaruh terhadap jumlah dividen yang dibayarkan menjadi lebih sedikit. Pada dasarnya, arus kas bebas seharusnya dibayarkan kepada *shareholder*. Akan tetapi, manajer memiliki pandangan lain bahwa pembayaran dividen berarti mengurangi dana investasi perusahaan, membatasi manajer untuk melakukan pertumbuhan perusahaan, dan meningkatkan kemungkinan penggunaan dana eksternal untuk mendanai investasi proyek yang akan datang.

Utama dan Gayatri (2018) yang menyatakan bahwa *free cash flow* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Penelitian Al-Fasfus (2020) juga menunjukkan hasil yang berbeda bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan dapat diambil kesimpulan bahwa: (1) Kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. (2) Kepemilikan asing memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. (3) *Free cash flow* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki keterbatasan sebagai berikut: (1) Nilai *adjusted R square* penelitian sebesar 2,5%. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian ini yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. (2) Sampel penelitian hanya terbatas pada perusahaan manufaktur tahun 2018-2022, sehingga hasil yang diperoleh tidak dapat menggeneralisasikan seluruh perusahaan yang ada di Indonesia.

Saran Untuk Penelitian Selanjutnya

Berdasarkan keterbatasan yang telah dijabarkan di atas, maka didapatkan beberapa saran yang diharapkan dapat digunakan peneliti selanjutnya untuk mengembangkan penelitian ini, diantaranya : (1) Penelitian selanjutnya diharapkan untuk menambah variabel lain yang mungkin dapat mempengaruhi kebijakan dividen seperti struktur modal, *diversity gender*, *investment opportunity set*, dan variabel lainnya. (2) Sampel penelitian selanjutnya diharapkan tidak hanya terbatas pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Fasfus, F. S. (2020). "Impact of Free Cash Flows on Dividend Pay-Out in Jordanian Banks". *Asian Economic and Financial Review*, Vol. 10(5), 547-558.
- Al-Makawi, H. A. N. (2017). "Ownership Structure, Firm-Specific Factors and Payout Policy: Evidence from The GCC Region". *Corporate Ownership & Control*, Vol. 15(1-2), 476-486.
- Al-Najjar, B., Kilincarslan, E. (2016). "The Effect of Ownership Structure on Dividend Policy: Evidence from Turkey". *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 16(1), 135-161.
- Al-Nawaiseh, M. (2013). "Dividend Policy and Ownership Structure: An Applied Study on Industrial Companies in Amman Stock Exchange". *Journal of Management Research*, Vol. 5(2).

- Bataineh, H. (2021). "The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy of Listed Firms in Jordan". *Cogent Business and Management*, Vol. 8(1).
- Benjamin, S. J., Wasiuzzaman, S., Mokhtarinia, H., & Nejad, N. R. (2016). "Family Ownership and Dividend Payout in Malaysia". *International Journal of Managerial Finance*, 12(3), 314–334.
- Boshnak, H.A. (2021). "The Impact of Board Composition and Ownership Structure on Dividend Payout Policy: Evidence from Saudi Arabia". *International Journal of Emerging Market*.
- Dewasiri, N. J., Banda, Y. K. W., Azeez, A. A., Jayarathne, P. G. S. A. (2019). "Determinants of Dividend Policy: Evidence from An Emerging and Developing Market". *Managerial Finance*, Vol. 45(3), 413-429.
- Gumanti, Tatang A. (2013). *Kebijakan Dividen: Teori, Empiris, dan Implikasi*. Surakarta: UPP STIM YKPN, Universitas Muhammadiyah.
- Harun dan Jeandr. (2018). "Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, Leverage, Likuiditas, dan Size terhadap Dividend Payout Ratio (DPR) pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Riset Akuntansi*, Vol. 5(2), 122-137.
- Hermuningsih, S. (2014). Pengaruh Profitabilitas, Size terhadap Nilai Perusahaan dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening. *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol.16(2).
- Jensen, M.C dan Meckling, W.H. (1976). "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*, Vol. 3.
- Kadioglu, E. dan Yilmaz, E.A. (2017), "Is The Free Cah Flow Hypothesis Valid in Turkey?", *Borsa Istanbul Review*.
- Kasmir. 2014. Analisis Laporan Keuangan, cetakan ke-7. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Lee, C.W. dan Ande, T. (2022). "Foreign Ownership in Companies and Its Impact on Corporate Dividend Policy in Indonesia". *Journal of Economic Issues*, Vol. 1(1), 52-60.
- Mehdi, M., Sahut, J.M., dan Teulon, F. (2017). "Do Corporate Governance and Ownership Structure Impact Dividend Policy in Emerging Market during Financial Crisis?". *Journal of Applied Accounting Research*, Vol. 18(3), 274-297.
- Reyna, J. M. (2017). "Ownership Structure and Its Effect on Dividend Policy in the Mexican Context". *Contaduría y Administración*, 62(4), 1199–1213.
- Rochmah, H.N. dan Ardianto, A. (2020). "Catering Dividend: Dividend Premium and Free Cash Flow on Dividend Policy". *Cogent Business & Management*, Vol. 7(1).
- Ross, A. *et. al.*, 2015. Pengantar Keuangan Perusahaan Edisi Global Asia Buku 1. Jakarta: Salemba Empat.
- Setiawan, D., Aryani, Y.A., Yuniarti, S., dan Brahmana, R.K. (2019). "Does Ownership Structure Affect Dividend Decisions? Evidence from Indonesia's Banking Industry". *International Journal of Business*, Vol. 24 (3).
- Setiawan, D., Bandi, B., Phua, L.K., dan Trinugroho, I. (2016). "Ownership Structure and Dividend Policy in Indonesia". *Journal of Asia Business Studies*, Vol. 10(3), 230-252.

- Setiawan, R., Christiana, N., dan Singh, S.K. (2020). “Foreign Institutional Shareholders and Corporate Payout Policy”. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol. 17(2), 134-149.
- Weygandt, J., Kimmel, P., dan Kieso, D. (2015). *Financial Accounting: IFRS 3rd Edition*. New Jersey: John Wiley and Sons.