

PENGARUH *FREE CASH FLOW*, KEPEMILIKAN SAHAM MANAJER, KEPEMILIKAN SAHAM INSTITUSI, DAN *LEVERAGE* TERHADAP DIVIDEN

**(Studi pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi di Bursa Efek Indonesia (BEI)
Periode 2013 – 2017)**

SKRIPSI

Disusun untuk Menempuh Ujian Skripsi
pada Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya

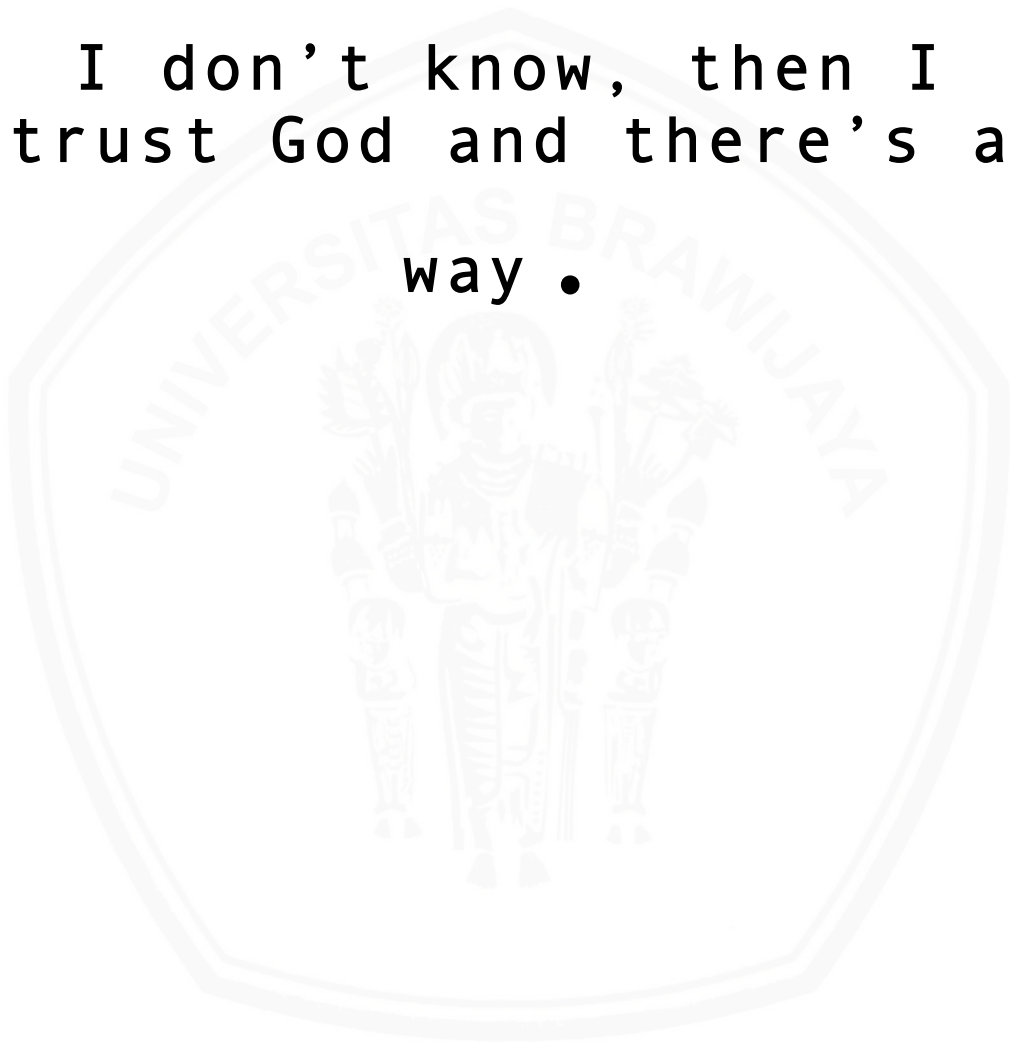
**NADYA ULFA WIDJAYA
NIM. 145030200111038**



**UNIVERSITAS BRAWIJAYA
FAKULTAS ILMU ADMINISTRASI
JURUSAN ADMINISTRASI BISNIS
KONSENTRASI MANAJEMEN KEUANGAN
MALANG
2018**

MOTTO

I don't know, then I
trust God and there's a
way •



TANDA PERSETUJUAN SKRIPSI

Judul : Pengaruh *Free Cash Flow*, Kepemilikan Saham Manajer, Kepemilikan Saham Institusi, dan *Leverage* terhadap Dividen (Studi pada Perusahaan Industri Sub Sektor Farmasi Periode 2013-2017)

Disusun oleh : Nadya Ulfa Widjaya

NIM : 145030200111038


Fakultas : Ilmu Administrasi

Program Studi : Administrasi Bisnis

Konsentrasi/Minat : Manajemen Keuangan

Malang, 10 September 2018

Komisi Pembimbing


Dr. Ari Darmawan, S. AB, M. AB
NIP. 2012018009141001

TANDA PENGESAHAN SKRIPSI

Telah dipertahankan di depan majelis penguji skripsi, Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya, pada :

Hari : Senin
Tanggal : 24 September 2018
Jam : 09.00 WIB
Skripsi atas nama : Nadya Ulfa Widjaya
Judul : Pengaruh *Free Cash Flow*, Kepemilikan Saham Manajer, Kepemilikan Saham Institusi, dan *Leverage* terhadap Dividen (Studi pada Perusahaan Industri Sub Sektor Farmasi Periode 2013-2017)

dan dinyatakan,

LULUS

MAJELIS PENGUJI

Ketua,

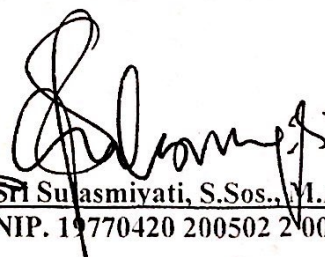


Dr. Ari Darmawan, S. AB, M. AB
NIP. 2012018009141001

Anggota,



Dr. Drs. Nengah Sudjana, M.Si
NIP. 19530909180031009



Sri Sulasmiyati, S.Sos., M.AP
NIP. 19770420 200502 2001

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Saya Nadya Ulfa Widjaya menyatakan dengan sebenar - benarnya bahwa sepanjang pengetahuan saya, didalam skripsi ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan oleh pihak lain untuk mendapatkan suatu gelar atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis dikutip dari makalah ini dan disebut dalam kutipan dan daftar pustaka.

Apabila ternyata didalam naskah skripsi ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur jiplakan, saya bersedia skripsi ini digugurkan dan gelar akademik yang telah saya peroleh (S-1) dibatalkan, serta diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku (UU No. 20 Tahun 2003, pasal 25 ayat 2 dan pasal 70).

Malang, 10 September 2018



Nadya Ulfa Widjaya



RINGKASAN

Nadya Ulfa Widjaya, 2018. **Pengaruh *Free Cash Flow*, Kepemilikan Saham Manajer, Kepemilikan Saham Institusi, dan *Leverage* Terhadap Dividen** (Studi Pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017). Komisi Pembimbing DR. Ari Darmawan, S.AB, M.AB. 105 hal + xiv

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis dan menjelaskan: (1) pengaruh simultan *free cash flow*, kepemilikan saham manajer, kepemilikan saham institusi dan *leverage* terhadap dividen; (2) pengaruh parsial *free cash flow*, terhadap dividen; (3) pengaruh parsial kepemilikan saham manajerial terhadap dividen; (4) pengaruh parsial kepemilikan saham institusi terhadap dividen; (5) pengaruh parsial *leverage* terhadap dividen.

Penelitian ini berjenis *explanatory research* dengan metode kuantitatif. Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa gabungan dari data *cross-section* dan *time series* (data panel), di mana penulis membatasi waktu penelitian dari tahun 2013 – 2017, yaitu dengan data *free cash flow*, kepemilikan saham, kebijakan hutang dan *dividen payout ratio*. Metode analisis yang digunakan adalah regresi data panel dengan model *common effect*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa: (1) variabel *free cash flow*, kepemilikan saham manajer, kepemilikan saham institusi, dan *leverage* berpengaruh secara langsung dan simultan terhadap dividen; (2) variabel *free cash flow* memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap dividen, (3) variabel kepemilikan saham manajer berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen; (4) variabel kepemilikan saham institusi berpengaruh tidak signifikan terhadap dividen; (5) variabel *leverage* berpengaruh signifikan terhadap dividen.

Kata Kunci: *free cash flow*, kepemilikan saham manajer, kepemilikan saham institusi, *leverage*, data panel

SUMMARY

Nadya Ulfa Widjaya, 2018. **The Influence of Free Cash Flow, Managerial Ownership, Institutional Ownership, and Leverage on Dividends** (Study in the Pharmaceutical Sub-Sector Company in the Indonesia Stock Exchange Period 2013-2017). Advisory Commission Dr. Ari Darmawan, S.AB, M.AB. 105 pages + xiv

This study aims to analyze and explain: (1) the simultaneous effect of free cash flow, manager's share ownership, institutional share ownership and leverage on dividends; (2) the effect of partial free cash flow on dividends; (3) partial effect of managerial share ownership on dividends; (4) partial effect of institutional share ownership on dividends; (5) the partial effect of leverage on dividends.

This is explanatory research with quantitative methods. This study uses secondary data in the form of a combination of cross-section data and time series (data panel), where the authors limit the study time from 20013 - 2017, namely with free cash flow data, share ownership, debt policy and dividend payout ratio. The analytical method used is panel data regression with a common effect model.

The results of the study show that: (1) variables of free cash flow, share ownership of managers, institutional share ownership, and leverage influence directly and simultaneously on dividends; (2) free cash flow variable has insignificant influence on dividends, (3) manager's share ownership variables have a positive and significant effect on dividends; (4) institutional share ownership variables have no significant effect on dividends; (5) leverage variables have a significant effect on dividends.

Keywords: free cash flow, managerial ownership, insti institutional ownership, leverage, panel data

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur peneliti panjatkan kehadirat Tuhan Yang Maha Esa atas segala rahmat dan anugerahNya, sehingga peneliti dapat menyelesaikan skripsi ini yang berjudul “**Pengaruh *Free Cash Flow*, Kepemilikan Saham Manajer, Kepemilikan Saham Institusi, dan *Leverage* Terhadap Dividen** (Studi Pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi di Bursa Efek Indonesia Periode 2013-2017)”. Skripsi ini merupakan tugas akhir yang diajukan untuk memenuhi syarat dalam memperoleh gelar Sarjana Perpajakan pada Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya.

Peneliti menyadari bahwa penyusunan skripsi ini tidak akan terwujud tanpa adanya bantuan dan dorongan dari berbagai pihak yang mendukung. Oleh karena itu, pada kesempatan ini peneliti menyampaikan ucapan terimakasih kepada yang terhormat:

1. Bapak Prof. Dr. Drs. Bambang Supriyono, MS, selaku Dekan Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya
2. Bapak Dr. Drs. Mochammad Al Musadieq MBA selaku Ketua Jurusan Administrasi Bisnis Fakultas Ilmu Administrasi Universitas Brawijaya
3. Ibu Nila Firdausi Nuzula, S.Sos., M.SI., Ph.D selaku Ketua Program Studi Administrasi Bisnis, Fakultas Ilmu Administrasi, Universitas Brawijaya.
4. Bapak Dr. Ari Darmawan, S.AB, M.AB selaku dosen pembimbing skripsi yang telah bersedia meluangkan waktunya untuk membimbing, membantu dan mengarahkan peneliti dalam menyelesaikan skripsi ini.

5. Kedua orang tua yang dengan sabar telah memberi dukungan moril, finansial, dan motivasi selama masa kuliah hingga menyelesaikan skripsi.
6. Sahabat-sahabat, Bella, Husnul, Nurul, Kak Sarah, Kak Tata yang telah berbagi dan mendengarkan keluh kesah selama penyusunan skripsi.
7. Keluarga Himpunan Mahasiswa Administrasi Bisnis (Himabis) khususnya Departemen Humas, yang sudah memberikan banyak pengalaman dan pengetahuan selama berproses sebagai organisator maupun manusia
8. Seluruh keluarga dan teman yang dengan caranya masing-masing telah memberi kekuatan untuk menyelesaikan skripsi ini, serta seluruh pihak yang tidak bisa penulis sebutkan satu per satu.

Demi kesempurnaan skripsi ini, saran dan kritik yang bersifat membangun sangat peneliti harapkan. Semoga skripsi ini dapat bermanfaat dan dapat memberikan sumbangan yang berarti bagi pihak yang memerlukan informasi mengenai tema yang diangkat dalam skripsi ini.

Malang, 10 September 2018

DAFTAR ISI

	Halaman
JUDUL	i
MOTTO	ii
TANDA PERSETUJUAN SRIPSI	iii
TANDA PENGESAHAN	iv
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI	v
RINGKASAN	vi
SUMMARY	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR ISI	x
DAFTAR TABEL	xii
DAFTAR GAMBAR	xiii
DAFTAR LAMPIRAN	xiv
BAB I PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang	1
B. Rumusan Masalah	9
C. Tujuan Penelitian	9
D. Kontribusi Penelitian	10
E. Sistematika Pembahasan	11
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	
A. Penelitian Terdahulu	13
B. Kajian Teoritis	20
1. Dividen	20
2. Teori Agensi	25
3. <i>Free Cash Flow</i>	28
4. Struktur Kepemilikan	29
5. <i>Leverage</i>	32
C. Hubungan Antar Variable	33
1. Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> terhadap Dividen	33
2. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Dividen	34
3. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Dividen	35
4. Pengaruh <i>Leverage</i> terhadap Dividen	36
D. Model Konsep Penelitian	37
E. Model Hipotesis Penelitian	37
BAB III METODE PENELITIAN	
A. Jenis Penelitian	39
B. Lokasi Penelitian	39
C. Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel	40
1. Variabel Bebas	40
2. Variabel Terikat	43
3. Definisi Operasional Variabel	43
D. Populasi dan Sampel	45
1. Populasi	45
2. Sampel	45

E. Jenis dan Sumber Data.....	47
F. Teknik dan Pengumpulan Data.....	48
G. Teknik Analisis Data.....	48
1. Analisis Statistik Deskriptif.....	49
2. Pemilihan Model Estimasi Data Panel.....	49
a. Uji Chow.....	51
b. Uji Hausman.....	52
3. Uji Asumsi Klasik.....	53
a. Uji Normalitas.....	53
b. Uji Multikolinieritas.....	54
c. Uji Autokorelasi.....	54
d. Uji Heterokedastisitas.....	55
4. Analisis Regresi Data Panel.....	56
5. Koefisien Determinasi (R^2).....	58
H. Pengujian Hipotesis.....	58
2. Uji F (Simultan).....	58
3. Uji t (Parsial).....	60
BAB IV PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	
A. Gambaran Umum Tempat Penelitian.....	62
B. Gambaran Umum Perusahaan sampel Penelitian.....	64
C. Penyajian Data.....	69
D. Analisis Data.....	72
1. Analisis Deskriptif.....	72
2. Pemilihan Model Estimasi.....	75
a) <i>Chow Test</i>	75
b) <i>Hausman Test</i>	75
3. Analisis Statistik Inferensial.....	76
a. Hasil Uji Asumsi Klasik.....	76
b. Hasil Analisis Regresi Data Panel.....	79
c. Koefisien Determinasi (R^2).....	85
4. Hasil Uji Hipotesis.....	86
a. Uji F.....	86
b. Uji t.....	87
E. Interpretasi Hasil Penelitian.....	88
BAB V PENUTUP	
A. Kesimpulan.....	96
B. saran.....	97
DAFTAR PUSTAKA.....	98
LAMPIRAN.....	103

DAFTAR TABEL

No. Judul Tabel	Halaman
1. Perkembangan Realisasi Investasi Industri Farmasi.....	8
2. Penelitian Terdahulu.....	17
3. Definisi Operasional Variabel	44
4. Proses Pemindaian Sampel.....	46
5. Daftar Perusahaan Sampel.....	46
6. Pengambilan Keputusan Uji Korelasi.....	55
7. Penyajian Data	70
8. Hasil Deteksi Nilai <i>Outliers</i>	71
9. Hasil Analisis Deskriptif	73
10. Hasil Uji <i>Chow Test</i>	75
11. Hasil Uji <i>Hausman Test</i>	75
12. Hasil Uji <i>Jarque-Bera Test</i>	76
13. Hasil Uji Matriks Korelasi.....	77
14. Hasil Uji <i>Glejser</i>	77
15. Hasil Uji <i>Durbin-Watson</i>	78
16. Hasil Analisis Regresi Data Panel	79
17. Hasil Koefisien Determinasi (R^2)	86
18. Hasil Uji F	86
19. Hasil Uji t	87

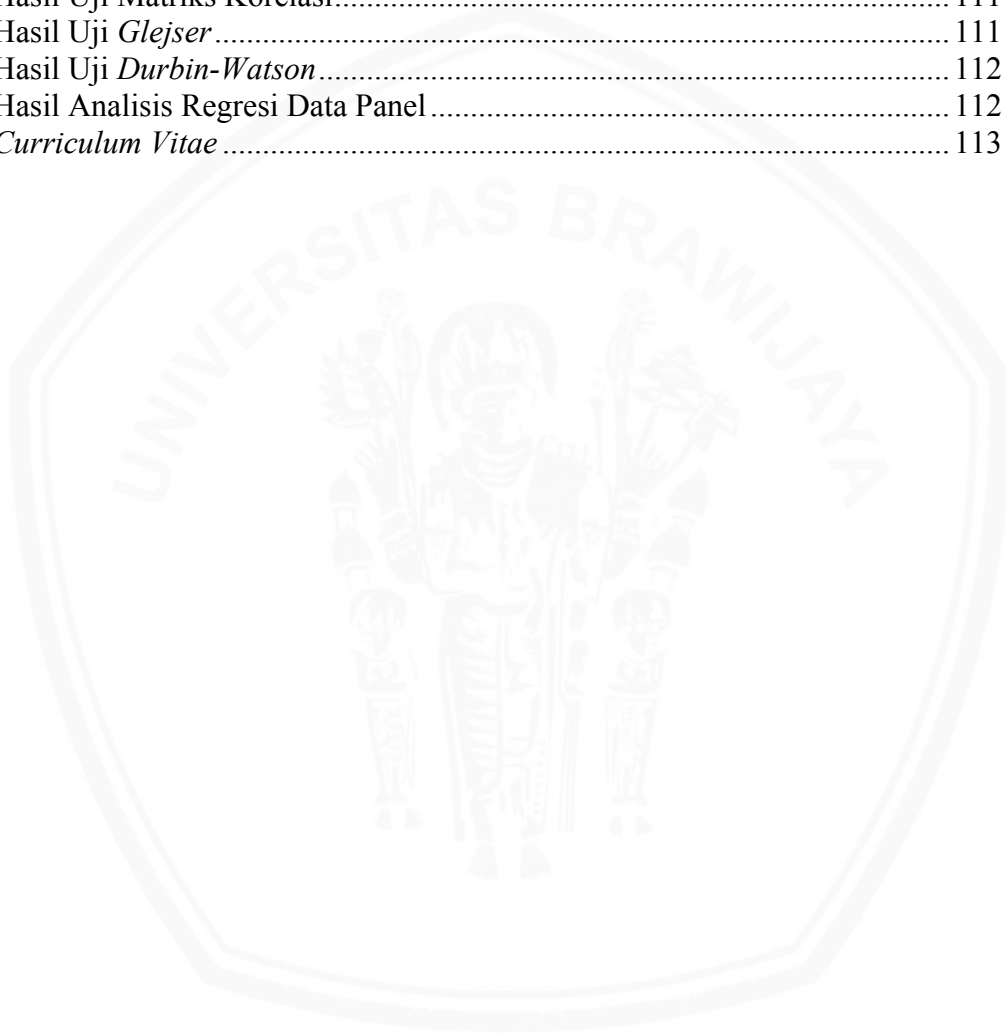
DAFTAR GAMBAR

No.	Judul Gambar	Halaman
1.	Kerangka Konsep Penelitian	37
2.	Kerangka Hipotesis Penelitian	38
3.	Penambilan Keputusan Autokorelasi	79
4.	Pengambilan Keputusan Uji t Dua sisi	87



DAFTAR LAMPIRAN

No. Judul	Halaman
1. Data Penelitian.....	104
2. Data Penelitian dengan Logaritma Natural	105
3. Hasil Deteksi Nilai <i>Outliers</i>	107
4. Analisis Statistik Deskriptif.....	108
5. Hasil <i>Chow-Test</i>	109
6. Hasil <i>Hausman-Test</i>	110
7. Hasil Uji <i>Jarque-Bera Test</i>	111
8. Hasil Uji Matriks Korelasi.....	111
9. Hasil Uji <i>Glejser</i>	111
10. Hasil Uji <i>Durbin-Watson</i>	112
11. Hasil Analisis Regresi Data Panel	112
12. <i>Curriculum Vitae</i>	113



BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Pasar modal adalah media bagi investor untuk menanamkan dananya dalam berbagai instrumen yang diterbitkan oleh perusahaan. Menurut Fahmi (2015:48), pasar modal merupakan tempat bagi berbagai pihak (khususnya perusahaan) untuk menjual saham (*stock*) dan obligasi (*bond*). Pasar modal memungkinkan investor untuk memiliki saham dari berbagai perusahaan yang memiliki kinerja baik dan menguntungkan. Fungsi utama pasar modal yaitu untuk memenuhi keinginan perusahaan dalam memperoleh modal dan keinginan investor untuk menanamkan modal.

Investor dalam menginvestasikan dananya tentu mempunyai tujuan untuk meningkatkan kemakmuran. Ditinjau dari sudut pandang manajemen keuangan, salah satu tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan kekayaan pemilik perusahaan atau pemegang saham (Alexandri, 2009:10). Investor sebagai *lender* yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana, mengharapkan adanya imbalan atau *return* dari dana tersebut, baik berupa pendapatan dividen (*dividend yield*) maupun pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga belinya (*capital gain*). Pendapatan dividen (*dividend yield*) adalah pendapatan yang diperoleh setiap periode selama saham masih dimiliki. *Capital gain* adalah pendapatan yang diperoleh karena harga jual saham lebih tinggi daripada harga belinya. Pendapatan ini akan

diperoleh jika saham dijual. Pilihan atas dividen atau *capital gain* bergantung pada kebutuhan dan tujuan investor.

Brigham dan Houston (2010:66), mengatakan bahwa keputusan kebijakan dividen adalah keputusan tentang seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Kebijakan dividen sangat menentukan proporsi pembayaran dividen berupa kas, maupun laba yang diinvestasikan kembali demi membiayai pertumbuhan perusahaan. Kebijakan dividen merupakan keputusan perusahaan yang telah ditetapkan berdasarkan hasil Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) untuk menentukan besarnya laba yang akan dibagikan dalam bentuk dividen. Dividen yang dibagikan juga berdasarkan jumlah saham yang dimiliki masing-masing investor. Kebijakan dividen dalam suatu perusahaan merupakan suatu hal yang kompleks, hal ini dikarenakan kebijakan tersebut melibatkan kepentingan berbagai pihak seperti pemegang saham, manajer, kreditur, dan pihak eksternal lainnya yang memiliki kepentingan terhadap informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan.

Keputusan perusahaan dalam menetapkan kebijakan dividen menimbulkan permasalahan antara manajemen perusahaan dengan para pemegang saham. *Agency problem* adalah masalah yang muncul ketika terjadi perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer (Kouki & Guizani, 2009). Pihak manajemen mengharapkan laba yang diperoleh dapat dijadikan laba ditahan untuk keputusan pendanaan, sedangkan investor menilai keputusan tersebut tidak memberikan keuntungan secara langsung

bagi investor. Permasalahan tersebut menimbulkan kekhawatiran bagi pemegang saham atas penggunaan laba yang hanya dipentingkan untuk kebutuhan perusahaan saja.

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa pemegang saham sebagai *principal* dan manajemen sebagai *agent*, memiliki hubungan sebuah kontrak antara manajer dan pemegang saham dimana agensi memiliki lebih banyak informasi dari pada *principal*, hal itu disebabkan karena agensi adalah pihak yang menangani langsung perusahaan. Pihak agensi juga bertanggung jawab secara moral untuk mengoptimalkan keuntungan para *principal* agar memperoleh kompensasi sesuai kesepakatan pada kontrak. Keterkaitan antara teori agensi dan dividen perusahaan terletak pada saat pembagian dividen perusahaan kepada para investor, untuk menghindari terjadinya kesenjangan dalam pembagian dividen.

Menurut Wetson dan Copeland (1992:163) teori agensi dibutuhkan untuk mengantisipasi terjadinya konflik pada saat pembagian dividen antara manajemen dan para pemegang saham. Para pemegang saham hanya tertarik pada hasil keuangan atau pertumbuhan investasi pada perusahaan, sedangkan manajer menginginkan insentif yang sebesar-besarnya atas kinerjanya. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Jensen (1986), salah satu penyebab munculnya konflik keagenan yang akan menyebabkan timbulnya *agency cost* adalah arus kas bebas (*free cash flow*).

Menurut Jensen (1986), pembayaran dividen kas dipengaruhi oleh kepemilikan manajer dalam kaitannya dengan *free cash flow* sehingga dapat

mengurangi biaya keagenan yang timbul. Tindakan ini dilakukan dengan menggunakan *free cash flow* untuk membayar dividen kas sehingga menghindari alokasi dana yang tidak menguntungkan. Penelitian Rosdini (2009) menguji pengaruh *free cash flow* terhadap pembagian dividen, menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian Arvitricia dalam Lucyanda (2012) menemukan hasil yang berbeda, *free cash flow* tidak memiliki pengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

Menurut Brigham dan Houston (2001:93), *free cash flow* atau aliran kas bebas diperoleh dengan mengurangi aliran kas operasi perusahaan dengan pengeluaran modal dan modal kerja bersih perusahaan. Kieso, *et al* dalam Lucyanda (2012), mendefinisikan *free cash flow* sebagai jumlah arus kas diskresioner suatu perusahaan yang dapat digunakan untuk tambahan investasi, melunasi hutang, membeli kembali saham perusahaan sendiri (*treasury stock*), atau menambah likuiditas perusahaan. Penampakan *free cash flow* pada perusahaan menunjukkan kas yang bebas untuk digunakan sebagai pelunasan hutang atau imbal hasil ke pemegang saham yang tidak digunakan sebagai modal kerja.

Pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer karena hal tersebut akan menambah biaya bagi perusahaan sehingga akan menurunkan keuntungan yang diterima, sementara manajemen seringkali menggunakan dana yang seharusnya digunakan untuk membayar pemegang saham dalam bentuk dividen untuk melakukan investasi yang berlebihan.

Jensen dalam Lucyanda (2012), mengemukakan manajer memiliki insentif untuk memperbesar perusahaan, sehingga mereka tetap melakukan investasi meskipun memberikan *net present value* yang negatif. Menurut Jensen dan Meckling (1976), masalah keagenan tersebut dapat dikurangi dengan cara meningkatkan kepemilikan saham bagi manajer perusahaan.

Struktur kepemilikan dapat dikategorikan menjadi kepemilikan saham manajer, kepemilikan saham institusi, dan kepemilikan saham individu. Menurut Jensen dan Meckling (1976) kepemilikan saham manager adalah proporsi saham biasa yang dimiliki oleh para manajemen perusahaan. Kepemilikan saham manajer dapat dilakukan dengan cara memberikan *stock option* kepada manajer, yang dapat diukur dari presentase kepemilikan saham yang dimiliki dan tentunya secara aktif terlibat dalam pengambilan keputusan perusahaan. Kepemilikan saham manajer pada sebuah perusahaan dipandang menyelaraskan perbedaan potensi kepentingan antara pemegang saham diluar manajemen, sehingga dapat mengurangi permasalahan keagenan.

Kepemilikan saham institusi juga menjadi salah satu solusi dalam mengurangi masalah keagenan. Kepemilikan saham institusi adalah kepemilikan saham perusahaan oleh investor institusi maupun pihak di luar perusahaan. Kepemilikan saham institusi secara mayoritas dapat memberikan pengaruh signifikan kepada investor untuk melakukan pengawasan atas aktivitas perusahaan. Menurut Fitriyah (2011), kepemilikan dalam perusahaan 20% atau lebih, baik melalui anak perusahaan atau bukan anak perusahaan, dapat memberikan hak pengawasan pada perusahaan.



Pengawasan yang tinggi memungkinkan untuk meminimalisir tingkat penyelewengan yang dilakukan oleh pihak manajer.

Rasio utang atau yang biasa disebut dengan *leverage* merupakan rasio untuk mengukur seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai dengan utang. *Leverage* biasanya dipergunakan untuk menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap untuk memperbesar tingkat penghasilan bagi pemilik perusahaan (Syamsuddin, 2011:135). Semakin besar rasio ini, menunjukkan semakin besar penggunaan utang yang mengakibatkan semakin besar pula risiko keuangan yang dihadapi perusahaan. Penggunaan utang ditujukan untuk membantu dalam pencapaian laba yang diharapkan perusahaan. Namun laba bersih yang diperoleh tersebut tidak serta merta diikuti dengan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen, sebab kewajiban membayar utang lebih diutamakan daripada membayar dividen. Menurut Rozef dalam Arilaha (2009), perusahaan yang *leverage* operasi atau keuangannya tinggi akan memberikan dividen yang rendah.

Struktur permodalan yang lebih tinggi dimiliki oleh utang menyebabkan pihak manajemen akan memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan dividen. Perusahaan yang memiliki rasio utang lebih besar seharusnya membagikan dividen lebih kecil karena laba yang diperoleh digunakan untuk melunasi kewajiban. Jika pertumbuhan perusahaan dibiayai oleh utang, manajer tidak akan melakukan investasi yang optimal (*under-investment*). Hal ini dikarenakan para kreditur akan

memperoleh klaim pertama kali terhadap aliran kas dari proyek investasi tersebut. Menurut Wahidahwati (2002), apabila penggunaan hutang tinggi maka akan menyebabkan penurunan laba dan kemudian akan menyebabkan tingkat rasio pembayaran dividen menurun. Penelitian ini memiliki variabel kebijakan hutang diukur dengan membandingkan antara total hutang dengan total aktiva.

Penelitian terdahulu yang meneliti kebijakan dividen, memperoleh hasil yang berbeda-beda terhadap pengaruh variabel bebas yang digunakan, seperti penelitian yang dilakukan oleh Lucyanda (2012). Berdasarkan hasil analisa, dapat disimpulkan bahwa hasil pengujian hipotesis menunjukkan variabel *free cash flow* memiliki hubungan yang positif terhadap dividen, dan Persentase kepemilikan institusi berpengaruh negatif terhadap dividen. Penelitian selanjutnya dilakukan oleh Hong Vo dan Nguyen (2014) bahwa kepemilikan saham manajer memiliki hubungan positif terhadap dividen, serta menemukan bahwa *leverage* dan dividen memiliki hubungan negatif.

Indonesia merupakan salah satu negara dengan pertumbuhan pasar farmasi tercepat di dunia. Dikutip dari Media Indonesia menurut GM Quintilies IMS Indonesia Wiwy Sasongko, pasar farmasi Indonesia rata-rata tumbuh 20,6% per tahun terhitung sejak 2011-2016. Berdasarkan data realisasi investasi dari Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM) dalam penanaman modal dalam negeri (PMDN), sektor itu didominasi industri kimia dasar, barang kimia, dan farmasi senilai Rp12,9 triliun. Untuk realisasi penanaman modal asing (PMA), industri tersebut termasuk dalam lima besar

investasi dengan nilai sebesar US\$700 juta. Tingginya nilai investasi industri kimia dasar, barang kimia, dan farmasi menunjukkan investor masih optimistis sehingga industri ini akan menjadi salah satu fokus utama pemerintah untuk investasi di Indonesia dalam beberapa tahun ke depan.

Tabel 1. Perkembangan Realisasi Investasi Industri Farmasi

TAHUN	PENANAMAN MODAL DALAM NEGERI (Rp Miliar)	PENANAMAN MODAL ASING (US\$ Juta)
2012	5.069,5	2.679,8
2013	8.886	3.142,3
2014	13.313,6	2.32,4
2015	20.712,4	1.955,7
2016	30.054,4	2.889,1

Sumber: Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM), 2017

Berdasarkan penjelasan yang telah dipaparkan sebelumnya, maka penulis tertarik untuk menguji pengaruh *free cash flow*, kepemilikan saham manajer, kepemilikan saham institusi, *leverage*, terhadap kebijakan dividen. Pada penelitian ini, *free cash flow* merupakan gambaran keuangan perusahaan, kepemilikan saham manajer mewakili pihak manajer perusahaan, kepemilikan institusi mewakili pihak pemegang saham, dan *leverage* merupakan perwakilan dari pihak kreditor. Penelitian ini akan difokuskan pada objek penelitian yaitu Pengaruh *Free Cash Flow*, Kepemilikan manajer, Kepemilikan institusi, dan *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen.

Perusahaan yang dijadikan obyek penelitian ini adalah perusahaan industri sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2013 – 2017. Berdasarkan uraian di atas, judul penelitian yang diambil oleh penulis adalah **“Pengaruh *Free Cash Flow*, Kepemilikan Saham Manajer,**

Kepemilikan Saham Institusi, dan *Leverage* terhadap Dividen (Studi pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013 - 2017).”

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang, maka permasalahan yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut :

1. Apakah *free cash flow* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap dividen?
2. Apakah kepemilikan saham manajer secara parsial berpengaruh signifikan terhadap dividen?
3. Apakah kepemilikan saham institusi secara parsial berpengaruh signifikan terhadap dividen?
4. Apakah *leverage* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap dividen?
5. Apakah *free cash flow*, kepemilikan saham manajer, kepemilikan saham institusi, dan *leverage* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap dividen?

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan uraian latar belakang, tujuan penelitian yang dapat dirumuskan adalah sebagai berikut:

1. Mengetahui pengaruh signifikansi *free cash flow* secara parsial terhadap dividen.

2. Mengetahui pengaruh signifikansi kepemilikan saham manajer secara parsial terhadap dividen.
3. Mengetahui pengaruh signifikansi kepemilikan saham institusi secara parsial terhadap dividen.
4. Mengetahui pengaruh signifikansi *leverage* secara parsial terhadap dividen.
5. Mengetahui pengaruh signifikansi *free cash flow*, kepemilikan saham manajer, kepemilikan saham institusi, dan *leverage* secara simultan terhadap dividen.

D. Kontribusi Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi baik secara akademis maupun praktis.

1. Kontribusi Akademis

Secara akademis, penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan bagi peneliti dalam implementasi *agency theory* dalam internal perusahaan khususnya dalam menganalisis pengaruh indikator arus kas bebas, kepemilikan saham dan *leverage*. Penelitian ini juga diharapkan dapat menambah informasi dan menjadi referensi untuk penelitian berikutnya yang ingin mengaplikasikan model penelitian di bidang yang sama.

2. Kontribusi Praktis

Penelitian mengenai pengaruh *free cash flow*, kepemilikan manajer, kepemilikan institusi, dan *leverage* terhadap kebijakan dividen diharapkan dapat memberikan informasi yang berkaitan dengan hubungan permasalahan agensi yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan

E. Sistematika Pembahasan

Sistematika pembahasan merupakan penjelasan tentang isi dari masing-masing bab secara singkat dari keseluruhan penelitian. Adapun penelitian ini dipaparkan dalam beberapa bab dengan sistematika sebagai berikut :

BAB I : PENDAHULUAN

Bab ini secara garis besar menggambarkan tentang permasalahan yang diangkat. Menguraikan latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB II : TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini menjelaskan tentang teori-teori dan literatur yang akan digunakan sebagai landasan teori dalam melakukan penelitian. Teori-teori tersebut berhubungan dengan permasalahan dan judul yang diangkat oleh peneliti.

BAB III : METODE PENELITIAN

Bab ini menjelaskan mengenai jenis penelitian yang digunakan, sumber data yang diperoleh, metode pengumpulan data, analisis

data dan metode analisis data. Bab ini juga berisi penjelasan terkait populasi dan sampel, teknik pengumpulan data, serta teknik analisis yang digunakan dalam penelitian.

BAB IV : HASIL DAN PEMBAHASAN

Bab hasil dan pembahasan berisi gambaran objek yang digunakan dalam penelitian. Bab ini juga membahas hasil pengujian dan hasil intepretasi data berdasarkan teori yang ada pada tinjauan pustaka.

BAB V : PENUTUP

Bab ini berisi kesimpulan dari hasil penelitian dan saran untuk penelitian dalam bidang sejenis dan bagi para investor yang akan melakukan investasi.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Penelitian Terdahulu

1. Arilaha (2009)

Berjudul “Pengaruh *Free Cash Flow*, Profitabilitas, Likuiditas, dan *Leverage* terhadap Dividen” tujuan dari penelitian ini adalah untuk memberikan bukti empiris tentang pengaruh arus kas bebas, profitabilitas, likuiditas dan leverage terhadap kebijakan dividen. Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2004-2007. Teknik pengambilan sampel menggunakan purposive sampling dan metode analisis yang digunakan adalah regresi berganda. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa profitabilitas perusahaan mempengaruhi kebijakan dividen. Keuntungan perusahaan yang lebih besar adalah bagian dividen yang lebih besar. Sebuah perusahaan yang memiliki stabilitas laba dapat menetapkan tingkat pembayaran deviden secara pasti dan memberi sinyal kualitas laba mereka. Sementara, arus kas bebas, likuiditas dan leverage berpengaruh tidak signifikan terhadap dividen.

2. Fitriyah (2011)

Penelitian berjudul “Pengaruh Kepemilikan Institusional, Set Kesempatan Investasi dan Arus Kas Bebas terhadap Utang” menggunakan 62 perusahaan manufaktur yang memiliki kepemilikan institusional lebih

dari 50% pada tahun 2002 sampai 2006. Data yang digunakan merupakan kombinasi *cross sectional* dan *time series*. Total data yang digunakan sebagai sampel adalah 310 data panel. Menggunakan pendekatan *fixed effect* panel data, hasil menunjukkan kepemilikan institusional, set kesempatan investasi dan arus kas bebas secara simultan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap utang, kepemilikan institusional secara parsial memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap utang dan arus kas bebas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap utang.

3. Lucyanda dan Lilyana (2012)

Penelitian ini bertujuan menguji bagaimana *free cash flow* dan struktur kepemilikan berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan nonkeuangan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. Metode analisis yang digunakan adalah regresi berganda. Penelitian ini menggunakan data empiris dari Bursa Efek Indonesia dengan sampel sebanyak 70 perusahaan per tahun untuk tiga periode (2007-2009). Berdasarkan hasil pengujian, ditemukan bahwa variabel yang mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap pembagian dividen adalah *free cash flow*, kepemilikan institusional, dan ukuran perusahaan. Jumlah *free cash flow* perusahaan yang tinggi, persentase kepemilikan institusional yang rendah, dan ukuran perusahaan yang besar akan menghasilkan *dividend payout ratio* yang tinggi. Variabel kepemilikan keluarga, kepemilikan asing, kebijakan utang, dan kesempatan investasi tidak terbukti mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*

perusahaan.

4. Hong *and* Thanh-yen (2014)

Penelitian ini berjudul “*Managerial Ownership, Leverage and Dividend Policies: Empirical Evidence from Vietnam’s Listed Firms*” bertujuan untuk menguji hubungan timbal balik antara kepemilikan manajerial, kebijakan *leverage* dan dividen. Analisis dilakukan dengan menggunakan estimasi tiga tahap kuadrat terkecil (3SLS) pada sampel 81 perusahaan yang terdaftar di HCM City Stock Exchange (HOSE) selama periode 2007-2012. Hasil empiris menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan negatif dengan *leverage*. Temuan ini didukung oleh *Agency Theory*. Selain itu, hasilnya memberikan dukungan kuat untuk *Pecking Order Theory*, yang menunjukkan bahwa ada hubungan negatif antara *leverage* dan *dividend*. Namun, bertentangan dengan harapan, kepemilikan manajerial terbukti berdampak positif terhadap dividen. Ini berarti bahwa perusahaan dengan tingkat kepemilikan manajerial yang lebih tinggi secara sadar memilih tingkat dividen yang lebih tinggi.

5. Jabbouri (2016)

Penelitian berjudul “*Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets*” ini mencoba untuk mengidentifikasi faktor-faktor utama yang mempengaruhi kebijakan dividen di pasar-pasar yang sedang tumbuh MENA selama periode antara tahun 2004 dan 2013. Dengan menggunakan analisis data panel, studi

tersebut mendokumentasikan bahwa kebijakan dividen berkaitan secara positif dengan ukuran, *current profit*, dan likuiditas serta hubungan negatif dengan *leverage*, pertumbuhan, arus kas bebas dan keadaan ekonomi. Hubungan negatif dengan arus kas bebas dapat mengindikasikan kemungkinan masalah agensi potensial di wilayah ini. Manajer perusahaan MENA tampaknya meningkatkan pembayaran dividen selama kemerosotan ekonomi dalam upaya untuk meyakinkan investor yang takut akan pengambilalihan orang dalam. Bukti masalah keagenan di pasar MENA dapat meyakinkan regulator untuk menghasut mekanisme tata kelola yang baru dan yang ada untuk mengatasi masalah yang menonjol ini.

6. Ariesta dan Darmawan (2017)

Penelitian ini berjudul “Pengaruh Profitabilitas, Kepemilikan Saham Manajer, dan Kepemilikan Saham Institusi Terhadap Dividen”. Bertujuan untuk mengetahui dan menjelaskan pengaruh profitabilitas, kepemilikan saham manajer, dan kepemilikan saham institusi terhadap dividen perusahaan. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan pada sektor industry barang konsumsi dengan sampel sebanyak 24 perusahaan. Teknik analisis data menggunakan regresi linear berganda dengan hasil menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap dividen dengan t hitung 5.183 dengan signifikan 0,000, kepemilikan saham manajer berpengaruh tidak signifikan terhadap dividen dengan 0,847 t dengan signifikan 0,400 dan kepemilikan institusi memiliki pengaruh tidak

signifikan terhadap dividen dengan 1,772 t hitung pada signifikan 0,081.

Tabel 2. Penelitian Terdahulu

No	Nama, Tahun, Judul Penelitian	Persamaan	Perbedaan	Hasil penelitian
1.	Arilaha, 2009 Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> , Profitabilitas, Likuiditas, dan Leverage terhadap Kebijakan Dividen	Penggunaan variabel <i>free cash flow</i> dan <i>Leverage</i> sebagai variabel independen, dan dividen sebagai variabel dependen	Penggunaan teknik analisis regresi linear berganda, dan penggunaan profitabilitas dan likuiditas sebagai variabel independen	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Free cash flow</i> berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. 2. Profitabilitas berpengaruh terhadap dividen 3. Likuiditas perusahaan tidak berpengaruh terhadap dividen 4. Leverage perusahaan memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen
2.	Fitriyah, 2011 Pengaruh kepemilikan Institusional, Set Kesempatan Investasi, dan Arus Kas Bebas terhadap Utang	Penggunaan analisis data data panel	Penggunaan utang sebagai variabel Y dan set kesempatan investasi sebagai salah satu variabel X	<ol style="list-style-type: none"> 1. Kepemilikan institusional, set kesempatan investasi dan arus kas bebas secara simultan memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap utang 2. Kepemilikan institusional secara parsial memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap utang dan arus kas bebas memiliki pengaruh positif signifikan terhadap utang.

Lanjutan Tabel 2.

No	Nama, Tahun, Judul Penelitian	Persamaan	Perbedaan	Hasil penelitian
3.	Lucyanda,2012 Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> dan Struktur Kepemilikan terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>	Variabel FCF, kepemilikan institusional sebagai variabel independen dan <i>Dividend Payout Ratio</i> sebagai variable dependen	Teknik analisis data menggunakan regresi linear berganda dan objek penelitian menggunakan perusahaan non keuangan	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap <i>dividend payout ratio</i> 2. Persentase kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap <i>dividend payout ratio</i>. 3. Kepemilikan keluarga dan persentase kepemilikan asing tidak berpengaruh secara signifikan terhadap <i>dividend payout ratio</i>.

Lanjutan Tabel 2.

4.	Hong vo and Thanh-yen Nguyen, 2014 <i>Managerial Ownership, Leverage and Dividend Policies: Empirical Evidence from Vietnam's Listed Firms</i>	Penggunaan <i>Managerial Ownership, Leverage</i> dan <i>Dividend Policies</i> sebagai variabel penelitian	Hubungan antar variabel	<ol style="list-style-type: none"> 1. kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap <i>leverage</i>. 2. dividen berhubungan negatif dengan rasio <i>leverage</i>. 3. <i>leverage</i> dan <i>dividend</i> memiliki hubungan negatif.
5.	Jabouri, 2016 <i>Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets</i>	Penggunaan variabel dividen dan penggunaan analisis data panel	Lokasi penelitian dilakukan di <i>Middle East and North Africa (MENA)</i>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Hubungan positif antara ukuran dan kebijakan dividen, yang signifikan.

Lanjutan Tabel 2.

6.	Ariesta, 2017 Pengaruh Profitabilitas, Kepemilikan Saham Manajer, dan Kepemilikan Saham Institusi Terhadap Dividen	Penggunaan variabel dependen kepemilikan manajer dan kepemilikan institusi sebagai variabel independen, dan dividen sebagai variabel dependen	Metode penelitian	<ol style="list-style-type: none"> 1. Profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap dividen 2. Kepemilikan saham manajer tidak berpengaruh signifikan terhadap dividen 3. Kepemilikan saham institusi tidak berpengaruh signifikan terhadap dividen
----	---	---	-------------------	---

Sumber: Data Diolah, 2018

B. Kajian Teoritis

1. Dividen

a. Pengertian Dividen

Kamus Besar Bahasa Indonesia (KBBI) mengartikan dividen sebagai sejumlah uang sebagai hasil keuntungan yang dibayarkan kepada para pemegang saham (dalam suatu perseroan), sedangkan Downes dan Jordan Elliot Goodman dalam Manurung (2006:108) “dividen merupakan pendistribusian laba kepada pemegang saham (investor), dan dibayarkan dalam bentuk uang, saham, *script* (surat saham sementara), atau produk/properti perusahaan, walaupun jarang

terjadi.” Halim (2015:135), menjelaskan bahwa pembayaran dividen merupakan salah satu bentuk komunikasi tidak langsung kepada para investor mengenai tingkat profitabilitas yang dicapai perusahaan, yang akan digunakan sebagai parameter mengenai prestasi perusahaan di masa depan.

Berdasarkan beberapa definisi di atas dapat disimpulkan bahwa dividen adalah bagian dari porsi laba perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham, baik yang berasal dari laba saat ini maupun dari laba periode sebelumnya. Pembagian dividen biasa dibagikan dalam bentuk uang atau berbentuk saham. Dividen yang diterima oleh pemegang saham jumlahnya tergantung pada jumlah lembar saham yang dimiliki. Biasanya dividen yang dibagikan berbentuk uang tunai, tetapi jika uang tunai tidak mencukupi, dapat diadakan pembagian dividen dalam bentuk lain.

Menurut Stice *et al.* (2009:142), ada beberapa macam jenis dividen yang akan diberikan oleh perusahaan dan dapat dibagikan kepada para pemilik saham yaitu:

1) Dividen Tunai

Dividen jenis ini adalah dividen uang paling sering dipilih oleh manajemen perusahaan. Bagi perusahaan, dividen jenis tunai akan mengurangi saldo pada akun laba ditahan, sedangkan bagi investor dividen tunai dinilai akan menghasilkan kas dan dicatat sebagai penghasilan dividen.

2) Dividen Properti

Dividen jenis ini merupakan distribusi kepada pemegang saham yang terutang dalam bentuk aset selain kas. Beberapa perusahaan biasanya akan memberikan dan yang akan dibagikan adalah aset dalam bentuk efek dari perusahaan lain

yang dimiliki perusahaan. Dividen jenis ini paling sering dilakukan dalam perusahaan tertutup.

3) Dividen Saham

Perusahaan dapat membagikan tambahan saham dari perusahaan itu sendiri kepada pemegang saham sebagai dividen saham. Dividen tidak berarti sama dengan mentransfer kas ataupun aset lain kepada para pemegang saham.

4) Dividen Likuidasi

Dividen jenis ini merupakan suatu pembagian yang mencerminkan suatu pengembalian kepada para investor atau pemegang saham atas sebagian dari modal yang telah disetor. Dividen ini merupakan pengembalian atas investasi yang dicatat dengan cara mengurangi agio saham.

b. Kebijakan Dividen

“Kebijakan dividen adalah penentuan tentang berapa besarnya laba yang diperoleh dalam suatu periode akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, dan akan ditahan di perusahaan dalam bentuk laba ditahan” (Halim, 2015:135). Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya mengurangi total sumber dana internal (Sartono, 2010:281)

Rozeff dalam Arilaha (2009) menyatakan bahwa dividen mengandung informasi atau sebagai syarat (*signal*) terhadap prospek perusahaan. Penentuan kebijakan dividen merupakan salah satu tugas atau fungsi utama seorang manajer keuangan. Kebijakan dividen ini menyangkut keputusan mengenai seberapa besar dan dalam bentuk apa kebijakan dividen yang dibagikan oleh perusahaan. Kebijakan dividen ini juga menentukan tentang keputusan, apakah laba seluruhnya

dibagikan kepada pemegang saham atau ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk pembelanjaan investasi di masa yang akan datang.

c. Dasar Keputusan Dividen

Halim dan Sarwoko (2008:20), kebijakan dividen bagi perusahaan yang menyangkut pembagian laba sesudah pajak dibagi kedalam dua kategori:

- 1) Untuk membelanjai pertumbuhan perusahaan jangka panjang
Hal ini ditunjukkan di dalam neraca oleh rekening laba yang ditahan. laba yang ditahan oleh perusahaan secara tradisional telah diperhitungkan setengah sampai dua per tiga untuk pembelanjaan jangka panjang perusahaan. Sisanya yang sepertiga disediakan dengan pinjaman atau dengan menerbitkan saham preferen atau saham biasa
- 2) Untuk dibagikan kepada pemegang saham
Hal ini ditunjukkan oleh dividen kas yang ditetapkan deklarasinya oleh dewan direktur dan dibayarkan kepada pemegang saham biasa.

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Kebijakan dividen adalah keputusan bagi laba yang diperoleh pada akhir tahun, untuk dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang.

d. Teori kebijakan dividen

Sehubungan dengan preferensi pemegang saham kaitannya dengan kebijakan dividen, maka ada tiga teori yang dikemukakan Sartono (2010:282) yaitu:

1) Teori Irelevansi Dividen

Teori ini dikemukakan oleh Merton Miller dan Franco Modigliani (MM) bahwa nilai perusahaan akan bergantung hanya pada laba yang diproduksi oleh aset-asetnya, bukan pada bagaimana laba tersebut akan dibagi menjadi dividen dan/atau laba tersebut akan ditahan di perusahaan. Jadi, kebijakan dividen adalah tidak relevan, karena tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan biaya modal perusahaan, dengan asumsi tidak ada pajak dan tidak ada biaya pialang

2) Teori Burung di Tangan (*Bird in the Hand Theory*)

Teori ini dikemukakan oleh Myron Gordon dan John Lintner bahwa nilai perusahaan akan dapat dimaksimalkan oleh *target payout ratio* yang tinggi, karena investor akan memandang dividen tunai (sudah pasti di tangan) sebagai hal yang risikonya rendah dibandingkan dengan potensi keuntungan atas modal yang diinvestasikan (belum tentu di tangan).

3) Teori Preferensi Pajak

Teori ini menyatakan bahwa investor lebih suka laba yang diperoleh ditahan dalam perusahaan daripada membayarkan laba tersebut sebagai dividen. Karena, keuntungan atas modal yang diinvestasikan dalam jangka panjang akan dikenakan

pajak lebih rendah daripada pajak yang akan dikenakan terhadap dividen yang dibayarkan.

e. Mengukur Kebijakan Dividen

Peneliti menggunakan proksi dividen berupa *Dividend Payout Ratio* (DPR). Penggunaan proksi *dividend payout ratio* dikarenakan DPR dapat menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan yang akan ditahan perusahaan sebagai laba ditahan. Berikut adalah rumus perhitungan dari *dividend payout ratio* menurut Horne dan Wachowicz (2012:270):

$$DPR = \frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earning per Share}}$$

Sumber: Horne dan Wachowicz (2012)

2. Teori Agensi (*Agency Theory*)

Perekonomian yang sudah sangat modern saat ini membuat banyak perusahaan memisahkan kepentingan antara manajemen dan pengelola perusahaan, dari kepemilikan perusahaan. Hal ini mengadaptasi prinsip *agency theory* yang menekankan pentingnya pemilik perusahaan (pemegang saham) menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada tenaga-tenaga profesional (*agents*) yang lebih mengerti dalam menjalankan bisnis sehari-hari. Tujuan dari dipisahkannya pengelolaan dari kepemilikan perusahaan, yaitu agar pemilik perusahaan memperoleh keuntungan yang semaksimal mungkin dengan biaya yang seefisien mungkin dengan dikelolanya perusahaan oleh tenaga-tenaga profesional (Sutedi, 2014:14).

Pemisahan pengelolaan pemegang saham dengan manajer dalam mengelola perusahaan merupakan inti dari teori keagenan (*agency theory*). Pemegang saham sebagai *principal* berharap dengan menyerahkan pengelolaannya kepada tenaga-tenaga profesional (manajer), mereka akan mendapatkan *return* yang tinggi atas dana yang diinvestasikan. Manajer yang berperan sebagai *agent* memiliki kewenangan dalam menjalankan manajemen perusahaan dengan mengelola perusahaan secara efektif dan efisien, sehingga perolehan *return* yang tinggi dapat terwujud. Pemegang saham yang merupakan *principal* hanya bertugas mengawasi dan memonitor aktivitas manajer untuk memastikan bahwa manajer bertindak sesuai tujuan perusahaan.

Keputusan adanya pemisahan pengelolaan tidak jarang menimbulkan konflik antara pemegang saham dengan manajer. Menurut Horne dan Wachowicz (2012:5) pemisahan kepemilikan dari pihak manajemen akan menciptakan situasi yang memungkinkan manajemen bertindak untuk kepentingan sendiri daripada untuk kepentingan para pemegang saham. Masalah keagenan muncul saat *agent* yang ditunjuk *principal* tidak bekerja sesuai tujuan dari pemegang saham, tetapi memiliki kepentingan yang menguntungkan dirinya. Terdapat masalah lain yang dihadapi dari keagenan yaitu munculnya biaya keagenan (*agency cost*) yang akan menambah beban perusahaan. Biaya keagenan (*agency cost*) adalah biaya yang berkaitan dengan pemantauan tindakan manajemen guna menjamin agar tindakan tersebut konsisten dengan

kesepakatan kontrak di antara manajer, pemegang saham, dan kreditor (Wiliandri, 2011:96).

Jensen and Meckling (1976) mengemukakan bahwa, *“The agency problems arise because of a conflict or difference of interest between principal and agent. Agency theory attempts to explain the determination of the most efficient contracts that can limit conflict or agency problems”*, artinya masalah keagenan timbul karena konflik atau perbedaan kepentingan antara prinsipal dan agen. Teori keagenan mencoba menjelaskan penentuan kontrak yang paling efisien yang dapat membatasi konflik. Menurut Jensen dan Meckling (1976) ada beberapa alternatif untuk mengurangi masalah keagenan meliputi:

- a. Meningkatkan kepemilikan perusahaan atau kepemilikan saham manajer oleh manajemen dan selain itu manajer merasakan manfaat langsung dari keputusan yang diambil dan juga jika ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari keputusan yang salah. Penambahan kepemilikan saham manajer memiliki keuntungan untuk menyelaraskan kepentingan manajemen dengan pemegang saham;
- b. Memungkinkan pemantauan oleh investor institusi. Adanya kepemilikan oleh investor institusi seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain akan mendorong pengawasan yang optimal lebih besar terhadap kinerja manajemen, karena kepemilikan saham yang mewakili

sumber daya yang dapat digunakan baik untuk mendukung kehadiran manajemen atau sebaliknya.

3. *Free Cash Flow*

Jensen (1986) mendefinisikan *free cash flow* (FCF) 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. Laporan keuangan berbasis *free cash flow* memberikan alat dasar untuk menilai sebuah perusahaan. Proyeksi arus kas bersih periodik masa lalu untuk atau dari penggugat, secara luas memberikan manajer perusahaan dan investor data yang berguna untuk memperkirakan nilai perusahaan dan proyek investasi individualnya (Yaari, 2015). Berdasarkan laporan keuangan tradisional yang konsisten dengan metodologi ekonomi keuangan standar, FCF harus menggambarkan komponen arus kas periodik yang dihasilkan oleh operasi perusahaan.

Free cash flow sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Perusahaan dengan aliran kas bebas berlebih akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya karena mereka dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak dapat diperoleh perusahaan lain. Perusahaan dengan aliran kas bebas tinggi bisa diduga lebih *survive* dalam situasi yang buruk, sedangkan aliran kas bebas negatif berarti sumber dana internal tidak mencukupi untuk memenuhi kebutuhan investasi perusahaan sehingga memerlukan tambahan dana eksternal baik

dalam bentuk hutang maupun penerbitan saham baru.

Free cash flow (FCF) diukur dengan membagi FCF dengan *Total Assets* pada periode yang sama dengan tujuan agar lebih *comparable* bagi perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel, sehingga penghitungan *Free Cash Flow* menjadi relatif terhadap *size* perusahaan, dalam hal ini diukur dengan *Total Assets*. Ukuran *Free Cash Flow* sebagaimana merujuk kepada Yaari (2015) adalah:

$$Free\ Cash\ Flow = \frac{EBIT + Penyusutan - Pajak - Pengeluaran\ barang\ modal - \Delta NWC}{Total\ Assel}$$

Sumber: Yaari (2015)

4. Struktur Kepemilikan

a. Kepemilikan Saham Manajer

Kepemilikan saham manajer adalah persentase suara yang berkaitan dengan saham dan option yang dimiliki oleh manajer dan komisaris suatu perusahaan. Kepemilikan saham manajer merupakan salah satu cara untuk mengurangi masalah keagenan, hal ini dikarenakan kepemilikan saham manajer merupakan alat pengawasan terhadap kinerja manajer yang bersifat internal (Melinda, 2008). Pihak manajerial secara aktif berperan dalam pengambilan keputusan dalam perusahaan. Kepemilikan saham oleh pihak manajerial mempengaruhi kinerja manajemen dalam mengoptimalkan perusahaan. Hal ini akan berpengaruh positif terhadap keberlangsungan hidup perusahaan. Membahas kepemilikan saham oleh *insider* (manajer, direksi) tidak lepas dengan teori keagenan.

Menurut Apriada (2013:41), kepemilikan saham manajerial merupakan kepemilikan saham terbesar oleh manajemen perusahaan. Kepemilikan saham dalam pihak manajemen akan menjadikan nilai perusahaan dapat meningkat karena pihak manajemen bisa melaksanakan dan selalu mengawasi perkembangan perusahaan sekaligus memperhitungkan kebijakan dividen yang terbaik dari dua sisi, yaitu dari sisi pemegang saham dan kemajuan perusahaan. Semakin besar kepemilikan saham pada pihak manajerial, maka pihak manajerial akan bekerja lebih proaktif dalam mewujudkan kepentingan pemegang saham dan akhirnya akan meningkatkan kepercayaan, kemudian nilai perusahaan juga akan naik. Kepemilikan manajemen diungkapkan melalui jumlah kepemilikan saham yang dimiliki manajemen dan dewan komisaris dibagi dengan total keseluruhan saham perusahaan. Secara sistematis perhitungan kepemilikan saham manajer menurut Perdana dan Raharja (2014:4) dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan Saham Manajerial} = \frac{\text{jumlah saham manajer}}{\text{jumlah saham beredar}}$$

Sumber: Perdana dan Raharja (2014)

b. Kepemilikan Saham Institusi

Institusi adalah pihak yang memiliki kemampuan profesional dalam pembuatan keputusan dan untuk menetapkan baik atau buruknya kinerja perusahaan. Apriada (2013:22), kepemilikan saham institusi merupakan proporsi kepemilikan saham oleh investor institusi. Investor

institusional dianggap memiliki kemampuan untuk memonitor tindakan manajemen lebih baik dibandingkan investor individual. Institusi sebagai pemilik saham dianggap lebih mampu dalam mendeteksi kesalahan yang terjadi.

Menurut Shien, *et al.*, dalam Isnanta (2010) kepemilikan saham institusi merupakan kepemilikan saham oleh pemerintah, institusi keuangan, institusi berbadan hukum, institusi luar negeri, dana perwalian serta institusi lainnya pada akhir tahun. Jensen and Meckling (1976) menyatakan kepemilikan saham institusi memiliki peranan yang penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Menurut Bushee dalam Isnanta (2010), investor institusional mampu mengurangi insentif bagi perilaku oportunistik manajer dengan cara memberikan derajat monitoring yang lebih tinggi terhadap perilaku manajerial dibandingkan investor perorangan, sehingga dapat mengurangi tindakan manajemen laba.

Semakin besar persentase kepemilikan maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan untuk mengawasi manajemen. Menurut Siregar dan Siddharta (2006) investor institusional merupakan investor yang canggih (*sophisticated*) dan lebih dapat menggunakan informasi periode sekarang dalam memprediksi laba masa depan. Secara sistematis perhitungan kepemilikan saham institusi Perdana dan Raharja (2014:4) dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan Saham Institusi} = \frac{\text{jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{jumlah saham yang beredar}}$$

Sumber: Perdana dan Raharja (2014)

5. *Leverage*

Leverage adalah rasio total hutang dibandingkan total ekuitas. Rasio *leverage* menunjukkan risiko yang dihadapi perusahaan. Semakin besar risiko yang dihadapi oleh perusahaan maka ketidakpastian untuk menghasilkan laba dimasa depan juga akan meningkat (Tarjo, 2008). *Leverage* muncul dikarenakan perusahaan yang ingin memenuhi kebutuhan sehari-hari untuk beroperasi yang menggunakan aktiva dan sumber dana yang menimbulkan beban tetap yang berupa biaya penyusutan dari aktiva tetap, dan biaya bunga dari hutang dan juga dapat meningkatkan *return* atau penghasilan bagi perusahaan atau pemegang saham. Syamsuddin (2009:89), menyatakan:

Dengan memperbesar tingkat *leverage* maka hal ini akan berarti bahwa tingkat ketidakpastian (*uncertainly*) dari *return* yang akan diperoleh akan semakin tinggi pula, tetap pada saat yang sama hal tersebut juga akan memperbesar jumlah *return* yang akan diperoleh. Tingkat *leverage* ini bisa saja berbeda-beda antara perusahaan yang satu dengan yang lainnya, atau dari satu periode ke periode lainnya di dalam satu perusahaan, tetapi yang jelas, semakin tinggi tingkat *leverage* akan semakin tinggi risiko yang dihadapi serta semakin besar tingkat *return* atau penghasilan yang diharapkan.

Leverage disebut juga dengan pengungkit. Kuswadi menerangkan melalui contoh. Bank meminjamkan uang kepada perusahaan dengan tingkat bunga 10%. Laba yang diperoleh perusahaan dari usaha yang didanai dari hutang tersebut 15% dari pinjaman (Kuswadi, 2006:191). Besarnya laba yang diperoleh lebih besar dari tingkat bunga. Berdasarkan

contoh tersebut, maka perusahaan menggunakan tambahan dana dari pihak lain sebagai pengungkit yang dapat menciptakan tambahan laba bagi perusahaan. *Leverage* dapat diukur menggunakan rumus *debt to equity ratio* (DER) sebagai berikut (Alexandri, 2008:196):

$$\text{leverage} = \frac{\text{total hutang}}{\text{total ekuitas}} \times 100\%$$

Sumber: Alexandri (2008)

C. Hubungan antar Variabel

Penelitian ini menggunakan dividen sebagai variabel dependen, serta *free cash flow*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan *leverage* digunakan sebagai variabel independen.

1. Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Dividen

Hanafi dan Fitri (2003) menyatakan penggunaan dividen dalam mengurangi *agency cost* dapat dilakukan untuk mengatasi masalah kelebihan aliran kas internal (*free cash flow*) pada perusahaan yang *profitable* dan *low growth*, sehingga perusahaan masih mampu membayar dividen yang tinggi untuk membiayai kesempatan investasi yang ada tanpa harus mencari tambahan dana eksternal dari hutang (*debt financing*). Penelitian Rosdini dalam Lucyanda (2012) menguji pengaruh *free cash flow* terhadap pembagian dividen, dan menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Uyarna dan Askam dalam Wibowo (2011) menyatakan bahwa,

aliran kas bebas menggambarkan kepada investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, aliran kas bebas akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan dan perusahaan yang tidak. Pasar akan bereaksi jika terlihat ada aliran kas bebas yang dapat meningkatkan harapan mereka untuk mendapatkan dividen di masa depan.

Hubungan antara kebijakan investasi dan dividen dapat diidentifikasi melalui arus kas perusahaan. Semakin besar jumlah investasi dalam satu periode tertentu maka akan semakin kecil dividen yang diberikan. Perusahaan yang bertumbuh (aktif melakukan kegiatan investasi) diidentifikasi sebagai perusahaan dengan *free cash flow* yang rendah.

2. Pengaruh Kepemilikan Saham Manajer terhadap Dividen

Kepemilikan saham manager adalah proporsi saham biasa yang dimiliki oleh para manager perusahaan, dapat diukur dari persentase saham biasa yang dimiliki oleh pihak manajemen yang secara aktif terlibat dalam pengambilan keputusan perusahaan. Manajer perusahaan cenderung menggunakan laba ditahan untuk digunakan sebagai kegiatan bisnis perusahaan dan mengharapkan kompensasi dari peningkatan profitabilitas perusahaan, sehingga menurut Jensen dan Meckling (1976) kepemilikan saham manager pada saham perusahaan dipandang menyelaraskan

perbedaan potensi kepentingan antara pemegang saham dan pihak manajemen, sehingga permasalahan keagenan diharapkan akan berkurang.

Penyetaraan kepentingan antara manajer dan pemegang saham memiliki kaitan langsung dengan kebijakan dividen. Keterkaitan antara kepemilikan saham manajer dengan dividen bahwa, dividen yang akan diperoleh oleh kepemilikan saham manajer akan berpengaruh pada presentase atau proporsi kepemilikan saham manajer yang tercatat di perusahaan.

3. Pengaruh Kepemilikan Saham Institusi terhadap Dividen

Investor institusi memiliki peran yang strategis dalam proses pengambilan keputusan, sehingga tidak mudah percaya terhadap tindakan manipulasi laba. Seperti yang dikatakan oleh Jensen dan Meckling (1976), kepemilikan saham institusi memiliki peran yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Keterkaitan antara kepemilikan saham oleh sebuah institusi dengan dividen yaitu dilihat dari tingginya kepemilikan saham institusi yang akan meningkatkan pengawasan.

Semakin banyak kepemilikan saham institusi yang dimiliki suatu perusahaan, maka akan semakin tinggi tingkat pengawasan dalam meminimalisir manipulasi data. Kepemilikan saham institusi diharapkan akan memperoleh banyak profit dan akan menyelaraskan kesejahteraan antara perusahaan dan para pemegang saham lainnya. Dividen dapat dibagikan sesuai dengan porsi serta persentase yang dimiliki masing-

masing pemegang saham.

4. Pengaruh *Leverage* terhadap Dividen

Menurut Rozef dalam Arilaha (2009) perusahaan dengan *leverage* tinggi akan memberikan dividen yang rendah. Struktur permodalan yang lebih tinggi dimiliki oleh utang menyebabkan pihak manajemen akan memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan dividen. Perusahaan yang memiliki rasio utang lebih besar seharusnya membagikan dividen lebih kecil karena laba yang diperoleh digunakan untuk melunasi kewajiban.

Kalay (1982) menyatakan bahwa pemegang saham dapat mengurangi rencana investasi atau mengurangi aset yang ada dan membayar belanja yang aman seperti dividen, yang disebut dengan dividen keuangan investasi. Pemegang saham yang mengendalikan perusahaan, diharapkan bisa memilih keputusan investasi dan finansial yang memaksimalkan kekayaan mereka sendiri. Secara khusus, mereka dapat mencoba untuk mentransfer kekayaan dari pemegang obligasi dengan memilih kebijakan yang meningkatkan risiko obligasi yang beredar. Pemegang saham dapat mempengaruhi transfer tersebut dengan memanfaatkan dua mekanisme terkait dividen. Pertama, pemegang saham dapat mengurangi investasi yang direncanakan atau menguras aset yang ada dan membayar pengeluaran "tersimpan" sebagai dividen. Kedua, pemegang saham dapat membayar hasil penerbitan obligasi senior baru sebagai dividen.

Utang jangka panjang diikat oleh sebuah perjanjian utang untuk melindungi kepentingan kreditor. Kreditor biasanya membatasi pembayaran dividen, pembelian saham beredar, dan penambahan utang untuk menjamin pembayaran pokok utang dan bunga. Semakin tinggi rasio utang/ekuitas, maka semakin ketat perusahaan terhadap perjanjian utang. Kaitannya dengan pembayaran dividen, maka dapat dikatakan semakin tinggi rasio utang/ekuitas, pembayaran dividen akan semakin kecil.

D. Model Konsep Penelitian

Berdasarkan pada kajian teori dan kajian empiris, maka kerangka konsep penelitian ini dijelaskan sebagai berikut:

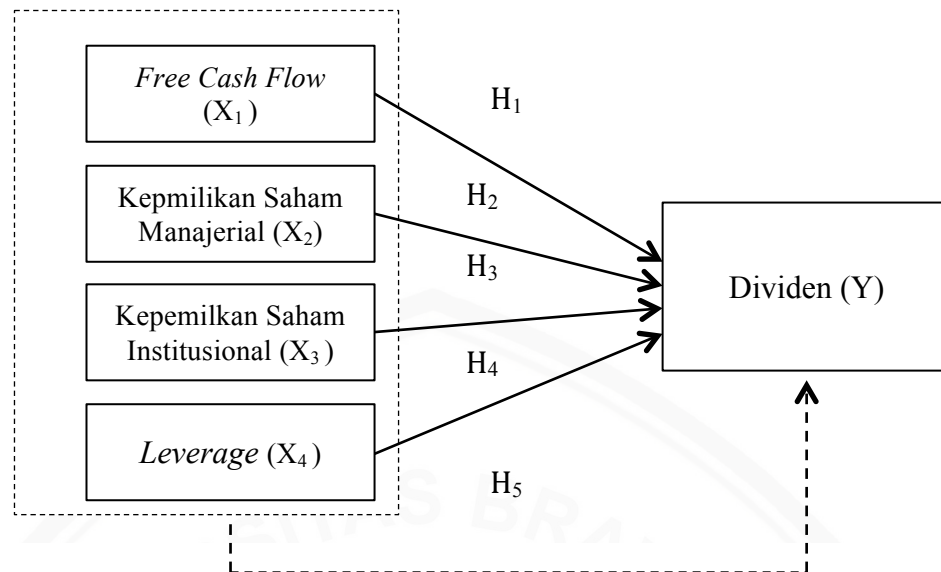


Gambar 1. Kerangka Konsep Penelitian

Sumber: Data diolah, 2018

E. Model Hipotesis Penelitian

Berdasarkan pada kajian teori dan kajian empiris, maka kerangka hipotesis penelitian ini, dijelaskan sebagai berikut:



Gambar 2. Kerangka Hipotesis Penelitian

Sumber: Data diolah, 2018

Keterangan:

————— : Pengaruh secara parsial

- - - - - : Pengaruh secara simultan

Berdasarkan pada argumentasi yang telah dijelaskan sebelumnya, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H_1 : *Free Cash Flow* secara parsial berpengaruh terhadap dividen.

H_2 : Kepemilikan saham manajer secara parsial berpengaruh terhadap dividen.

H_3 : Kepemilikan saham institusi secara parsial berpengaruh terhadap dividen.

H_4 : *Leverage* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap dividen.

H_5 : *Free Cash Flow*, Kepemilikan saham manajer, Kepemilikan saham institusi, dan *Leverage* secara simultan berpengaruh terhadap dividen.

BAB III

METODE PENELITIAN

A. Jenis Penelitian

Jenis penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah *explanatory research* (penelitian eksplanatori) dengan pendekatan kuantitatif. Menurut Siregar (2014:14) *explanatory research* atau penelitian eksplanasi (penjelasan) adalah penelitian yang bermaksud menjelaskan kedudukan variabel-variabel yang diteliti serta hubungan antara satu variabel dengan variabel yang lain. Penelitian menggunakan *explanatory research* digunakan untuk memperoleh bukti empiris mengenai pengaruh antara variabel-variabel yang diteliti, yaitu pengaruh antara variabel bebas *free cash flow*, kepemilikan saham manajer, kepemilikan saham insititusi, dan *leverage* terhadap variabel terikat kebijakan deviden pada Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2013-2017.

B. Lokasi Penelitian

Lokasi penelitian yang dipilih dalam penelitian ini dilakukan pada website resmi Bursa Efek Indonesia dalam situs resmi BEI yaitu www.idx.co.id. Peneliti memilih lokasi penelitian tersebut karena dalam situs tersebut menyediakan data-data yang lengkap dan akurat sehingga dibutuhkan peneliti, serta mampu mencerminkan kondisi pasar di Indonesia yang sesungguhnya. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan industri farmasi

yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2013-2017. Penelitian ini menggunakan data sekunder dari laporan keuangan perusahaan industri sub sektor farmasi yang terdaftar di BEI tahun 2013-2017 yang dipublikasikan

C. Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel

“Variabel penelitian pada dasarnya adalah segala sesuatu yang berbentuk apa saja yang diterapkan oleh peneliti untuk dipelajari sehingga diperoleh informasi tentang hal tersebut, kemudian ditarik kesimpulannya” (Sugiyono, 2015:38). Terdapat dua jenis variabel yang utama yakni variabel bebas (*independent variable*) dan variabel terikat (*dependent variable*). Variabel bebas variabel terikat adalah yang diuraikan sebagai berikut :

1. Variabel Bebas (*Independent Variable*)

Variabel bebas atau variabel independen merupakan variabel yang mempengaruhi atau menjadi sebab perubahan atau timbulnya variabel terkait (Sugiyono, 2015:39). Variabel bebas dalam penelitian ini adalah:

a. *Free Cash Flow* (X_1)

Free Cash Flow (FCF) diukur dengan membagi FCF dengan *Total Assets* pada periode yang sama dengan tujuan agar lebih *comparable* bagi perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel, sehingga penghitungan *Free Cash Flow* menjadi relatif terhadap *size* perusahaan, dalam hal ini diukur dengan *Total Assets*. Ukuran *Free Cash Flow* sebagaimana merujuk kepada Yaari (2016) adalah :

$$Free\ Cash\ Flow = \frac{EBIT + Penyusutan - Pajak - Pengeluaran\ barang\ modal - \Delta NWC}{Total\ Assel}$$

Sumber: Yaari (2016)

b. Kepemilikan Saham Manager (X_2)

Kepemilikan saham manajer adalah kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan sehingga manajer memiliki kesejajaran wewenang dalam pengambilan keputusan dengan pemegang saham. Fungsi dari kepemilikan saham manajer diharapkan untuk meminimalisir terjadinya *agency conflict* yang timbul akibat ketimpangan informasi antara pihak manajemen dengan pemegang saham.

Menurut Perdana dan Raharja (2014:4), pengukuran kepemilikan saham manajer dalam penelitian ini yaitu dengan membandingkan jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen dengan jumlah saham yang beredar. Kepemilikan saham manajer dapat dihitung menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan Saham Manajer} = \frac{\text{jumlah saham manajer}}{\text{jumlah saham yang beredar}}$$

Sumber: Perdana dan Raharja (2014)

c. Kepemilikan Saham Institusi (X_3)

Kepemilikan saham institusi adalah kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak institusi lain seperti kepemilikan perusahaan atau lembaga lain. Fungsi kepemilikan saham institusi adalah kemampuan untuk mengendalikan pihak manajemen melalui proses monitoring

yang efektif. Tingkat kepemilikan saham institusi yang tinggi akan menimbulkan pengawasan yang optimal terhadap kinerja manajemen, sehingga dapat meminimalisir penyelewengan-penyelewengan yang dilakukan oleh pihak manajemen yang akan menurunkan nilai perusahaan.

Menurut Perdana dan Raharja (2014:4), pengukuran kepemilikan saham institusi diukur dengan membandingkan jumlah saham yang dimiliki institusi dengan jumlah saham yang beredar. Kepemilikan saham institusi dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan Saham Institusi} = \frac{\text{jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{jumlah saham yang beredar}}$$

Sumber: Perdana dan Raharja (2014)

d. *Leverage* (X_4)

Leverage menggambarkan bagaimana perusahaan memenuhi seluruh kewajibannya melalui hutang. Apabila tingkat *leverage* semakin tinggi, maka semakin tinggi pula risiko yang dihadapi oleh perusahaan dan *return* yang diharapkan perusahaan juga akan semakin tinggi. Rasio *leverage* dapat dihitung menggunakan rumus *debt to equity ratio* (DER) sebagai berikut (Alexandri, 2008:196):

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

Sumber: Alexandri (2008)

2. Variabel Terikat

“Variabel terikat atau variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi atau yang menjadi akibat karena adanya variabel bebas” (Sugiyono, 2015:38). Variabel terikat dalam penelitian ini adalah Kebijakan Dividen (Y).

Weston dan Copeland (2010) mendefinisikan kebijakan dividen adalah sebuah kebijakan untuk menentukan pembagian laba antara pembayaran kepada seluruh pemegang saham dan investasi kembali perusahaan. Peneliti menggunakan proksi kebijakan dividen berupa *Dividend Payout Ratio* (DPR). Penggunaan proksi *Dividend payout ratio* (DPR) dikarenakan *Dividend payout ratio* (DPR) dapat menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan yang akan ditahan perusahaan sebagai laba ditahan. Berikut adalah rumus perhitungan dari *Dividend payout ratio* (DPR) Horne dan Wachowicz (2007:270):

$$\text{Dividen} = \frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earning per Share}}$$

Sumber: Horne dan Wachowiz (2007:270)

3. Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

Tabel 3. Definisi Operasional Variabel

Variabel	Definisi Operasional	Tolak Ukur
<i>Free Cash Flow</i> (X_1)	FCF adalah penilaian terhadap jumlah uang tunai yang dihasilkan perusahaan setelah memperhitungkan semua pengeluaran barang modal.	Satuan ukur yang digunakan adalah perhitungan dari <i>operating cash flow</i> dikurangi <i>capital expenditure</i> kemudian dibagi dengan <i>total asset</i> dari data keuangan yang terdapat dalam laporan keuangan selama periode 2013-2017.
Kepemilikan Saham Manajer (X_2)	Kepemilikan saham manajer menggambarkan besarnya kepemilikan saham oleh suatu lembaga atau institusi lain.	Satuan ukur yang digunakan adalah Prosentase kepemilikan saham oleh manajer terhadap total saham yang beredar selama 5 tahun mulai dari Januari 2013 sampai Desember 2017 yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan.
Kepemilikan Saham Institusi (X_3)	Kepemilikan saham institusi menggambarkan besarnya kepemilikan saham oleh manajemen.	Satuan ukur yang digunakan adalah prosentase kepemilikan saham oleh institusi dan komisaris terhadap total saham yang beredar selama 5 tahun mulai dari Januari 2013 sampai Desember 2017 yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan
<i>Leverage</i> (X_4)	<i>Leverage</i> menggambarkan bagaimana perusahaan memenuhi seluruh kewajibannya.	<i>Leverage</i> dapat diukur menggunakan rumus <i>Debt to Equity Ratio</i> (DER) yaitu pembagian dari total hutang dibagi modal sendiri.

Lanjutan Tabel 3.

Variabel	Definisi Operasional	Tolak Ukur
Dividen (Y)	Mengukur seberapa besar laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, dan yang akan ditahan dalam bentuk laba ditahan	Satuan ukur yang digunakan adalah <i>Dividen Payout Ratio</i> (DPR)

Sumber : Data diolah, 2018

D. Populasi dan Sampel

1. Populasi

“Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek atau subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya” (Sugiyono, 2015:80). Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2013 - 2017 sejumlah 10 perusahaan.

2. Sampel

Sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut (Sugiyono, 2015:81). Teknik sampling yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Menurut Hermawan (2006:55), *purposive sampling* adalah penarikan sampel non probabilitas berdasarkan kriteria-kriteria tertentu. Pembuatan *purposive sampling* peneliti harus membuat kriteria atau batasan-batasan berdasarkan

ciri subyek yang akan dijadikan sampel penelitian. Berikut kriteria dari objek penelitian ini sebagai berikut :

1. Merupakan perusahaan industri sub sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2013 – 2017.
2. Menyediakan data laporan keuangan yang lengkap dan konsisten dalam periode 2013 – 2017.
3. Tidak memiliki ekuitas yang negatif selama periode 2013 – 2017.
4. Mempublikasikan laporan keuangan yang telah diaudit selama periode 2013 – 2017 dengan lengkap.
5. Membagikan dividen selama periode 2013 – 2017.

Tabel 4. Proses Pemindaian Sampel

No	Perusahaan	Kode	Kriteria					Ket
			1	2	3	4	5	
1	Darya Varia Laboratoria Tbk.	DVLA	√	√	√	√	√	Terpilih
2	Indofarma Tbk	INAF	√	√	√	√	x	Tidak Terpilih
3	Kimia Farma Tbk.	KAEF	√	√	√	√	√	Terpilih
4	Kalbe Farma Tbk.	KLBF	√	√	√	√	√	Terpilih
5	Merck Indonesia Tbk.	MERK	√	√	√	√	√	Terpilih
6	Pyridam Farma Tbk.	PYFA	√	√	√	√	√	Terpilih
7	Panasia Indo Resource Tbk.	HDTX	√	√	√	√	x	Tidak Terpilih
8	Industry Jamu & Farmasi Sido Muncul Tbk	SIDO	√	√	√	√	√	Terpilih
9	Taisho Pharmaceutical Indonesia Tbk.	SQBB	x	x	x	x	x	Tidak Terpilih
10	Tempo Scan Pasific Tbk.	TSPC	√	√	√	√	√	Terpilih

Sumber: Data diolah, 2018

Tabel 5. Daftar Perusahaan Sampel

No.	KODE PERUSAHAAN	NAMA PERUSAHAAN
1	DVLA	Darya Varia Laboratoria Tbk.
2	KAEF	Kimia Farma Tbk.

Lanjutan Tabel 5.

No.	KODE PERUSAHAAN	NAMA PERUSAHAAN
3	KLBF	Kalbe Farma Tbk.
4	MERK	Merck Indonesia Tbk.
5	PYFA	Pyridam Farma Tbk.
6	SIDO	Industry Jamu & Farmasi Sido Muncul Tbk
7	TSPC	Tempo Scan Pasific Tbk.

Sumber: Data Diolah, 2018

E. Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan laporan tahunan perusahaan periode 2013-2017 yang bersumber dari Galeri Investasi Bursa Efek Indonesia Universitas Brawijaya. Menurut Arikunto (2010), pengertian sumber data adalah subjek dari mana data diperoleh. Sumber data yang digunakan peneliti adalah sumber data sekunder. Sumber data sekunder merupakan sumber yang tidak langsung memberikan data kepada pengumpul data, misalnya lewat orang lain atau lewat dokumen (Sugiyono, 2015:137).

Data sekunder umumnya berupa bukti, catatan atau laporan historis yang telah disusun dalam arsip (data dokumen) yang dipublikasikan dan yang tidak dipublikasikan. Penelitian ini menggunakan data runtut waktu (*time series*) atau disebut juga data tahunan untuk tahun 2013-2017 dan data antar ruang (*cross section*) untuk 19 perusahaan tekstil yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Laporan tahunan perusahaan digunakan untuk memperoleh data dari variabel-variabel terkait dengan keberadaan *leverage*, kepemilikan saham manajer, dan kepemilikan saham institusi. Semua data-data yang diperlukan tersebut diperoleh dari Galeri Investasi Bursa Efek Indonesia

Universitas Brawijaya.

F. Teknik dan Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data dokumentasi yang merupakan teknik mencari data mengenai hal-hal atau variabel yang disajikan dalam berbagai bentuk seperti tulisan, gambar, atau karya seni. Teknik dokumenter merupakan teknik yang menggunakan cara pengumpulan data melalui peninggalan tertulis, terutama berupa arsip-arsip dan termasuk buku tentang pendapat, teori, dalil/hukum, dan lain-lain yang berhubungan dengan masalah penelitian (Nawawi, 2012:133). Teknik pengumpulan data pada penelitian ini menggunakan metode dokumentasi karena data variabel penelitian diperoleh dari laporan tahunan perusahaan industri tekstil yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2013-2017.

G. Teknik Analisis Data

Teknik analisis data merupakan cara yang digunakan peneliti untuk menentukan jawaban atas hipotesis suatu penelitian. Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis data kuantitatif. Menurut Sugiyono (2015:244), analisis data adalah proses mencari dan menyusun secara sistematis data yang diperoleh dari hasil wawancara, catatan lapangan, dan dokumentasi, dengan cara mengorganisasikan data ke dalam kategori, menjabarkan ke dalam unit-unit, melakukan sintesa, menyusun ke dalam

pola, memilih mana yang penting dan yang akan dipelajari, dan membuat kesimpulan sehingga mudah difahami oleh diri sendiri maupun orang lain.

1. Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif adalah statistik yang digunakan untuk menganalisis data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah terkumpul sebagaimana adanya tanpa bermaksud membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum atau generalisasi (Sugiyono, 2015:147). Analisis statistik deskriptif pada penelitian ini digunakan untuk mengetahui nilai tertinggi, nilai terendah dan nilai rata-rata pada saat penelitian.

2. Pemilihan Model Estimasi Data Panel

Sebelum menentukan metode estimasi data panel harus dilakukan beberapa pengujian, untuk menentukan apakah model panel data dalam penelitian ini dapat diregres dengan menggunakan metode *Common Effect Model (CEM)*, metode *Fixed Effect Model (FEM)*, atau metode *Random Effect Model (REM)*, berikut penjelasan mengenai ketiga metode tersebut:

a) *Common Effect Model (CEM)*

Common Effect Model dijelaskan oleh Ekananda (2016:82 – 83) sebagai berikut, persamaan ini digunakan saat peneliti mengasumsikan tidak adanya heterogenitas dan mengasumsikan adanya dampak yang sama yang berlaku untuk semua individu. Model *common* adalah model yang paling terkendala (*restrict*) dibandingkan dengan struktur model lain sehingga persamaan *common* sebagai H_0 jika diuji dengan

model lain. Estimator yang digunakan untuk persamaan ini terdiri dari dua model, yaitu dengan *Ordinary Least Square* (OLS) jika menggunakan persamaan tunggal berganda, dengan struktur data *pooled (stacked)*. Kedua memakai Feasible generalized least squares (FGLS) jika menggunakan persamaan sistem berganda, dengan struktur data *unstacked*.

b) *Fixed Effect Model (FEM)*

Fixed Effect Model (FEM) mengasumsikan faktor penyebab heterogenitas di setiap individu tetap sepanjang waktu observasi. Untuk memilah heterogenitas antar individu digunakan konsep variabel *dummy*. Penggunaan *dummy* membuat estimator model ini dikenal dengan *Least Squares Dummy Variable* (LSDV) (Ekananda, 2016:99 – 100).

c) *Random Effect Model (EM)*

Pengujian *Random Effect Model* (REM) untuk melihat apakah dalam matriks residu yang digunakan pada estimasi LSDV mengandung unsur randomitas estimator RE (Ekananda, 2016:132). Model ini disebut juga *Error Component Model* (ECM). Dengan penggunaan *Error Component Model*, gangguan (*error terms*) diasumsikan bersifat acak untuk seluruh populasi.

Untuk menentukan model yang akan digunakan dalam estimasi, maka dilakukan *Chow Test* dan *Hausman Test* dengan ketentuan sebagai berikut:

a) Uji Chow

Merupakan teknik yang digunakan untuk menentukan apakah menggunakan pendekatan *common (pooled least square)* atau metode *fixed effect (FE)*. Prosedur Uji Chow yakni:

1) Buat Hipotesis dari Uji Chow

H_0 = Model yang digunakan adalah *common (pooled least square)*

H_1 = Model yang digunakan adalah *fixed effect (FE)*

2) Menentukan Kriteria Uji

Apabila nilai F hitung $<$ F tabel atau nilai signifikansi $>$ dari alpha 5%, maka hipotesis H_0 diterima yang artinya peneliti memilih dengan menggunakan teknik *common (pooled least square)*. Jika nilai F hitung $>$ F tabel atau nilai signifikansi $<$ dari alpha 5%, maka hipotesis H_0 ditolak yang artinya peneliti memilih dengan menggunakan teknik *fixed effect (FE)*. Apabila pada pengujian pertama mengarah pada model *common (pooled least square)* maka tidak dilanjutkan menggunakan hausman test, dengan hasil akhir menggunakan model *common (pooled least square)*. Jika sebaliknya maka akan dilanjutkan dengan Uji Hausman.

b) Uji Hausman

Merupakan metode untuk memilih antara metode pendekatan *Fixed Effect (FE)* atau *Random Effect (RE)*. Berikut Proses uji hausman yakni:

1) Buat hipotesis dari Uji Hausman

H_0 = Model yang digunakan adalah *Random Effect (RE)*

H_1 = Model yang digunakan adalah *Fixed effect (FE)*

2) Menentukan Kriteria Uji

Jika Chi-Square hitung $>$ Chi Square tabel dan nilai signifikansi $0.0000 <$ dari alpha 5%, maka hipotesis H_1 diterima dan memilih model Fixed Effect (FE). Jika Chi-Square hitung $<$ Chi Square tabel dan nilai signifikansi $0.0000 >$ dari alpha 5%, maka hipotesis H_0 diterima, sehingga metode RE lebih tepat untuk digunakan.

Menurut Widarjono (2013: 355-359) pengertian dari *common effect*, *fixed effect*, *random effect* adalah sebagai berikut.

a) Model *Pooled Least Square (Common Effect)*

Teknik regresi yang paling sederhana untuk mengestimasi data panel dengan cara hanya mengkombinasikan data *time series* dan *cross section*. *Common Effect* menggabungkan data tanpa melihat perbedaan antar waktu dan individu sehingga bisa menggunakan metode *Ordinary Least Square (OLS)* untuk mengestimasi data panel. Dalam pendekatan ini tidak memperhatikan dimensi individu atau waktu. Kesimpulannya adalah bahwa

perilaku data antara ruang sama dalam berbagai kurun waktu.

b) Model Pendekatan Efek Tetap (*Fixed Effect*)

Pendekatan model ini menggunakan variabel dummy yang dikenal dengan sebutan model efek tetap (*Fixed Effect*) atau *Least Square Dummy variable*.

c) Model Pendekatan Efek Acak (*Random Effect*)

Model data panel pendekatan ketiga yaitu model efek acak (*random effect*). Dalam model efek acak, parameter-parameter yang berbeda antar daerah maupun antar waktu dimasukkan ke dalam error. Karena hal inilah model efek acak juga disebut model komponen *error* (*error component model*).

3. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik bertujuan untuk mengetahui model regresi layak dipakai atas variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian. Dalam uji asumsi klasik, model yang disajikan dapat dianalisis dan memberikan hasil yang representative (*BLUE-Blue Linear Unbiased Estimation*). Jika model regresi memenuhi uji asumsi klasik maka tidak akan terjadi gejala multikolinearitas, autokorelasi, heteroskedastisitas (Ghozali, 2007: 89).

a. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Seperti diketahui bahwa uji t dan F mengasumsikan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal. Apabila asumsi ini dilanggar maka uji statistik menjadi tidak valid untuk jumlah sampel kecil (Sugiyono, 2015:160). Untuk mendeteksi apakah residual yang digunakan memiliki hasil distribusi normal maka dapat diukur dengan menggunakan uji Jarque-Bera.

b. Uji Multikolinieritas

Menurut Winarno (2007:51) multikolinieritas merupakan kondisi adanya hubungan linear antar variabel independen. Karena melibatkan beberapa variabel independen, maka multikolinieritas tidak akan terjadi pada persamaan regresi sederhana yang terdiri dari satu variabel dependen dan satu variabel independen. Uji multikolinieritas ini bertujuan untuk menguji model regresi akan ditemukan adanya korelasi antara variabel bebas. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi diantara variabel bebas. Uji multikolinieritas digunakan untuk mengetahui adanya hubungan linier antara variabel-variabel bebas (Widarjono, 2013: 101).

Menurut Widarjono (2013:103) untuk mengetahui atau mendeteksi adanya multikolinieritas maka dapat dilakukan dengan cara menggunakan koefisien korelasi. Jika koefisien korelasi cukup tinggi katakanlah diatas 0,9 maka kita duga ada multikolinieritas dalam model. Sebaliknya jika koefisien korelasi relatif rendah maka kita duga model tidak mengandung unsur multikolinieritas.

c. Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan variance dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Ghozali, 2013:139). Model regresi yang baik adalah homoskedastisitas atau tidak terjadi heterokedastisitas. Untuk

mendeteksi ada atau tidaknya heteroskedastisitas maka dilakukan Uji Glejser. Dasar analisis yang digunakan dalam Uji Glejser ini yaitu apabila tidak mengalami heteroskedastisitas maka nilai $\text{sig} > 0,05$ karena residualnya tidak tergantung pada variabel dependen, dan begitu juga sebaliknya.

d. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada *problem* autokorelasi. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya (Ghozali, 2013:110). Terdapat beberapa cara untuk mendeteksi adanya autokorelasi dalam situasi tertentu, antara lain adalah percobaan *Durbin-Watson (DW Test)*. Metode DW ini menghasilkan nilai 0 sampai 4. Pengambilan ada tidaknya korelasi terdapat dalam tabel berikut:

Tabel 6. Pengambilan Keputusan Uji Korelasi

Hipotesis Nol	Keputusan	Jika
Tdk ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < dl$
Tdk ada autokorelasi positif	<i>No desicion</i>	$dl < d < du$
Tdk ada korelasi negatif	Tolak	$4 - dl < d < 4$
Tdk ada korelasi negatif	<i>No desicion</i>	$4 - du \leq d \leq 4 - dl$
Tdk ada autokorelasi, positif atau negatif	Tdk ditolak	$du < d < 4 - du$

Sumber: Data diolah, 2018 (Ghozali, 2013)

Apabila terjadi autokorelasi pada suatu penelitian, maka dapat dilakukan tindakan yang dinamakan dengan pengobatan autokorelasi.

Pengobatan autokorelasi digunakan dengan menggunakan langkah-langkah untuk mengestimasi nilai ρ . Langkah pertama dengan menggunakan model *First Difference*, langkah kedua dengan menggunakan nilai ρ diestimasi berdasarkan *Durbin-Watson* statistik, langkah ketiga dengan *the Cochrane-ortcutt two-step procedure*, dan yang terakhir dengan menggunakan *Durbin's two-step method*.

4. Analisis Regresi Data Panel

Untuk mengetahui pengaruh *free cash flow*, kepemilikan saham manajer, kepemilikan saham institusi, dan *leverage* digunakan metode analisis kuantitatif yaitu dengan menggunakan data panel. Data panel merupakan gabungan antara data lintas-waktu (*time series*) dan data lintas-individu (*cross section*) (Ekananda, 2014:1). Menurut Hsiao (1992), keuntungan-keuntungan menggunakan analisis regresi data panel adalah memperoleh hasil estimasi yang lebih baik karena seiring dengan peningkatan jumlah observasi yang otomatis berimplikasi pada peningkatan derajat kebebasan (*degree of freedom*) dan menghindari kesalahan penghilangan variabel (*omitted variable problem*).

Menurut Gujarati (2003) dalam model data panel persamaan model dengan menggunakan data cross section yaitu :

$$Y_i = a + \beta_1 X_i + e_i; i = 1, 2, \dots, N$$

Sumber: Gujarati (2003)

N adalah banyaknya data *cross section*.

Persamaan model *time series* adalah sebagai berikut :

$$Y_t = a + \beta_1 X_t + e_t; i = 1, 2, \dots T$$

Sumber: Gujarati (2003)

T adalah banyaknya data *time series*

Data panel merupakan data gabungan *time series* dengan *cross section*

maka model dapat ditulis:

$$Y_{it} = a + \beta_1 X_{it} + e_{it}; i = 1, 2, \dots, N; t = 1, 2, \dots T$$

sumber: Gujarati (2003)

dimana:

- Y = variabel dependen
- a = konstanta
- β = koefisien regresi
- X = variabel independen
- e = kesalahan
- N = banyaknya observasi
- T = banyaknya waktu

berdasarkan rumus tersebut maka dalam penelitian ini model

persamaannya adalah sebagai berikut:

$$Y = a + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \beta_4 X_{4it} + e$$

Keterangan:

- Y = Dividen
- a = konstanta
- β = koefisien regresi
- X_1 = *Free Cash Flow*
- X_2 = Kepemilikan Saham Manajer
- X_3 = Kepemilikan Saham Institusi
- X_4 = *Leverage*
- e = kesalahan

Menurut Ekananda (2014:2), penggunaan data panel mampu memberikan banyak keunggulan secara statistic maupun secara teori ekonomi, antara lain:

- a) Panel data mampu memperhitungkan heterogenitas individu secara eksplisit dengan mengizinkan variabel spesifik-individu digunakan dalam persamaan ekonometrika.
- b) Kemampuan mengontrol heterogenitas setiap individu, pada gilirannya membuat data panel dapat digunakan untuk menguji dan membangun model perilaku yang lebih kompleks.
- c) Jika efek spesifik adalah signifikan berkorelasi dengan variabel penjelas lainnya, maka penggunaan panel data akan mengurangi masalah *omittedvariables* secara substansial.
- d) Karena mendasarkan diri pada observasi *cross-section* yang berulang-ulang, maka data panel sangat baik digunakan untuk *studyof dynamic adjustment* seperti mobilitas tenaga kerja, tingkat keluar-masuk pekerjaan, dan lain-lain.
- e) Dengan meningkatnya jumlah observasi, maka akan berimplikasi pada data yang lebih informative, lebih variatif, kolinearitas antar variabel yang semakin berkurang, dan peningkatan derajat kebebasan (*degree of freedom*) sehingga dapat diperoleh hasil estimasi yang lebih efisien.

5. Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa besar pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat. Nilai koefisien determinasi adalah dimulai dari nol hingga satu. Menurut Ghozali (2015:95), nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen memberikan dalam menjelaskan variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu, berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel dependen.

H. Pengujian Hipotesis

1. Uji F (Simultan)

Uji F bertujuan untuk mengukur besarnya pengaruh yang ditimbulkan oleh variabel bebas terhadap variabel terikat secara bersama-sama atau secara simultan. Uji F dalam penelitian ini digunakan untuk menguji apakah *free cash flow*, *managerial ownership*, *institutional ownership*, dan *leverage* berpengaruh secara simultan terhadap dividen. Hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1) Hipotesis Nol (H_0)

H_0 menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh antara *free cash flow*, *managerial ownership*, *institutional ownership*, dan *leverage* terhadap dividen.

2) Hipotesis (H_1)

H_1 menunjukkan terdapat pengaruh antara *free cash flow*, *managerial ownership*, *institutional ownership*, dan *leverage* terhadap dividen.

Untuk melihat H_0 diterima atau tidak, dapat dilakukan dua cara sebagai berikut :

a) Membandingkan angka taraf signifikansi hasil perhitungan (sig) dengan taraf signifikansi sebesar 0,05 atau 5%. Jika taraf signifikansi hasil perhitungan (sig) > 0,05 atau 5% maka H_0 diterima dan H_1 ditolak.

b) Membandingkan angka taraf signifikansi hasil perhitungan (sig) dengan taraf signifikansi sebesar 0,05 atau 5%. Jika taraf signifikansi

hasil perhitungan (sig) $< 0,05$ atau 5% maka H_0 ditolak dan H_1 diterima.

2. Uji t (Parsial)

Ghozali (2015:97), menyatakan bahwa Uji Signifikan Parameter Individual atau Uji Statistik t menunjukkan seberapa jauh pengaruh suatu variabel penjelas atau independen secara individual atau parsial dalam menerangkan variabel-variabel dependen. Hipotesis yang digunakan dalam uji ini adalah :

a. *Free Cash Flow* (FCF) (X_1)

1) Hipotesis Nol (H_0)

Terdapat pengaruh yang tidak signifikan antara FCF terhadap dividen.

2) Hipotesis Alternatif (H_1)

Terdapat pengaruh yang signifikan antara antara FCF terhadap dividen.

b. Kepemilikan Saham Manajer

1) Hipotesis Nol (H_0)

Terdapat pengaruh yang tidak signifikan antara kepemilikan saham manajer terhadap dividen.

2) Hipotesis Alternatif (H_1)

Terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan saham manajer terhadap dividen.

c. Kepemilikan Saham Institusi (X_3)

1) Hipotesis Nol (H_0)

Terdapat pengaruh yang tidak signifikan antara kepemilikan saham institusi terhadap kebijakan dividen.

2) Hipotesis Alternatif (H_1)

Terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan saham institusi terhadap kebijakan dividen.

d. *Leverage* (X_4)

1) Hipotesis Nol (H_0)

Terdapat pengaruh yang tidak signifikan antara *leverage* terhadap kebijakan dividen.

2) Hipotesis Alternatif (H_1)

Terdapat pengaruh yang signifikan antara *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Untuk melihat H_0 diterima atau ditolak, dapat dilakukan dengan dua cara berikut :

- a. Membandingkan taraf signifikansi (α) hasil perhitungan dengan taraf signifikansi yang ditentukan sebesar 0,05 atau 5%. Jika taraf signifikansi hasil lebih besar dari taraf signifikansi yang telah ditentukan sebesar 0,05 atau 5%, maka H_0 diterima dan H_1 ditolak.
- b. Membandingkan taraf signifikansi (α) hasil perhitungan dengan taraf signifikansi yang ditentukan sebesar 0,05 atau 5%. Jika taraf signifikansi hasil lebih kecil dari taraf signifikansi yang telah ditentukan sebesar 0,05 atau 5%, maka H_0 ditolak dan H_1 diterima.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum Tempat Penelitian

Bursa Efek Indonesia yang dikenal sebagai Bursa Efek Jakarta merupakan salah satu bursa saham dimana memberikan peluang investasi dan sumber pembiayaan dalam mendukung pembangunan ekonomi nasional. Berdasarkan Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, definisi Bursa Efek adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual-beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka. Bursa Efek Indonesia sebagai *Self Regulatory Organization* atau SRO menurut Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 mempunyai kewenangan untuk membuat aturan main dan berhak memberlakukan tindakan penghentian perdagangan saham perusahaan tertentu.

Bursa Efek pertama kali didirikan Desember 1912 di Batavia oleh Pemerintahan Hindia Belanda. Perkembangan dan pertumbuhan pasar modal pada awal didirikan tidak berjalan seperti yang diharapkan, bahkan kegiatan pasar modal pernah divakumkan pada tahun 1956-1977. Hal tersebut disebabkan oleh beberapa faktor seperti perang dunia ke I dan II, perpindahan kekuasaan dari pemerintah kolonial kepada pemerintah Republik Indonesia, dan berbagai kondisi yang menyebabkan operasi bursa efek tidak dapat berjalan sebagaimana mestinya. Pemerintah Republik

Indonesia mengaktifkan kembali pasar modal pada tanggal 10 Agustus 1977. Bursa Efek dijalankan di bawah BAPEPAM (Badan Pelaksana Pasar Modal). Beberapa tahun kemudian pasar modal mengalami pertumbuhan seiring dengan berbagai insentif dan regulasi yang dikeluarkan pemerintah. Salah satunya pemerintah mengeluarkan Paket Desember 88 (PAKDES 88) yang memberikan kemudahan perusahaan untuk *go public*.

Sistem perdagangan Bursa Efek Jakarta selalu berkembang setiap tahunnya. Bermula dari sistem manual kemudian berkembang menggunakan sistem komputer JATS (*Jakarta Automated Trading Systems*) pada 22 Mei 1995. Sistem ini dapat memfasilitasi perdagangan saham dengan frekuensi yang lebih besar dan menjamin kegiatan pasar yang fair dan transparan dibandingkan dengan sistem perdagangan manual. Tahun 2000, Bursa Efek Jakarta menerapkan sistem perdagangan tanpa warkat (*scripless trading*) yaitu tata cara perdagangan efek tanpa adanya fisik efek berupa sertifikat saham, obligasi, dan lainnya dengan tujuan meningkatkan efisiensi, efektivitas, dan keamanan khususnya perlindungan terhadap investor dalam transaksi efek.

Tahun 2002, Bursa Efek Jakarta mengaplikasikan sistem perdagangan jarak jauh (*remote trading*) sebagai upaya meningkatkan akses pasar, efisiensi pasar, kecepatan pasar dan frekuensi perdagangan. Tanggal 2 Maret 2009, Bursa Efek meluncurkan sistem perdagangan baru yaitu JATS-NextG. Sistem ini mampu menangani seluruh produk finansial (saham, obligasi dan derivatif) dalam satu *platform* dengan mengimplementasikan

secara bertahap sehingga akan memberikan kemudahan dan efisiensi perdagangan. Sistem perdagangan JATS-NextG merupakan sistem perdagangan yang masih dipergunakan sampai saat ini.

Bursa Efek Indonesia berupaya mengembangkan pemodal lokal yang besar dan solid untuk mencapai pasar modal Indonesia yang stabil. Pasar modal yang stabil dapat memberikan keuntungan bagi pembangunan perekonomian bangsa ataupun pembangunan nasional. Pasar modal akan mempermudah perusahaan dalam memperoleh dana, sehingga akan mendorong perekonomian nasional menjadi lebih maju dan menciptakan kesempatan kerja yang luas serta meningkatkan pendapatan pajak bagi pemerintah.

B. Gambaran Umum Perusahaan Sampel Penelitian

1. PT Darya Varia Laboratoria Tbk. (DVLA)

PT Darya-Varia Laboratoria Tbk (Darya-Varia atau Perseroan) adalah perusahaan farmasi yang telah lama berdiri di Indonesia, beroperasi sejak tahun 1976. Setelah menjadi perusahaan terbuka pada tahun 1994, Perseroan mengakuisisi PT Pradja Pharin (Prafa) di tahun 1995, dan terus mengembangkan berbagai produk Obat Resep dan Consumer Health. Pada Juli 2014, Darya-Varia bergabung (merger) dengan Prafa.

Darya-Varia mengoperasikan dua fasilitas manufaktur kelas dunia di Gunung Putri dan Citeureup, Bogor, keduanya memiliki sertifikat

Cara Pembuatan Obat yang Baik (CPOB) ASEAN. Kedua pabrik tersebut fokus memproduksi produk-produk Perseroan serta memberikan jasa toll manufacturing untuk pelaku nasional dan multinasional baik untuk pasar lokal maupun ekspor. Pabrik Darya-Varia di Gunung Putri, Bogor, memiliki spesialisasi dalam produksi kapsul gelatin lunak dan produk-produk cair, sementara Pabrik Darya-Varia di Citeureup, Bogor, memiliki spesialisasi dalam produksi injeksi steril dan produk padat. Perseroan juga melakukan toll manufacturing dengan perusahaan afiliasinya PT Medifarma Laboratories, di Pabrik Cimanggis, Depok. Tahun 2013, Perseroan memperoleh sertifikat halal untuk kapsul NATUR-E dan HOBAT, produk gelatin yang mengandung unsur hewani, merupakan sertifikasi halal produk suplemen yang pertama untuk perusahaan farmasi di Indonesia. (www.britama.com)

2. PT Kimia Farma Tbk. (KAEF)

Kimia Farma adalah perusahaan industri farmasi pertama di Indonesia yang didirikan oleh Pemerintah Hindia Belanda tahun 1817. Nama perusahaan ini pada awalnya adalah NV Chemicalien Handle Rathkamp & Co. Berdasarkan kebijaksanaan nasionalisasi atas eks perusahaan Belanda di masa awal kemerdekaan, pada tahun 1958, Pemerintah Republik Indonesia melakukan peleburan sejumlah perusahaan farmasi menjadi PNF (Perusahaan Negara Farmasi) Bhinneka Kimia Farma. Kemudian pada tanggal 16 Agustus 1971,

bentuk badan hukum PNF diubah menjadi Perseroan Terbatas, sehingga nama perusahaan berubah menjadi PT Kimia Farma (Persero).

Pada tanggal 4 Juli 2001, PT Kimia Farma (Persero) kembali mengubah statusnya menjadi perusahaan publik, PT Kimia Farma (Persero) Tbk, dalam penulisan berikutnya disebut Perseroan. Bersamaan dengan perubahan tersebut, Perseroan telah dicatitkan pada Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya (sekarang kedua bursa telah merger dan kini bernama Bursa Efek Indonesia). Berbekal pengalaman selama puluhan tahun, Perseroan telah berkembang menjadi perusahaan dengan pelayanan kesehatan terintegrasi di Indonesia. Perseroan kian diperhitungkan kiprahnya dalam pengembangan dan pembangunan bangsa, khususnya pembangunan kesehatan masyarakat Indonesia. (www.britama.com)

3. PT Kalbe Farma Tbk. (KLBF)

Kalbe berdiri pada tahun 1966, melalui proses pertumbuhan organik dan penggabungan usaha & akuisisi, Kalbe telah tumbuh dan bertransformasi menjadi penyedia solusi kesehatan terintegrasi melalui 4 kelompok divisi usahanya: Divisi Obat Resep (kontribusi 25%), Divisi Produk Kesehatan (kontribusi 17%), Divisi Nutrisi (kontribusi 26%), serta Divisi Distribusi and Logistik (kontribusi 32%). Keempat divisi usaha ini mengelola portofolio obat resep dan obat bebas yang komprehensif, produk-produk minuman energi dan nutrisi, serta usaha distribusi yang menjangkau lebih dari satu juta *outlet* di seluruh

kepulauan Indonesia. Di pasar internasional, Perseroan telah hadir di negara-negara ASEAN, Nigeria, dan Afrika Selatan, dan menjadi perusahaan produk kesehatan nasional yang dapat bersaing di pasar ekspor. Kantor pusat Kalbe terletak di Gedung Kalbe Jl.Let.Jend.Suprpto Kav 4 Cempaka Putih, Jakarta 10510, Indonesia dan. (www.britama.com)

4. PT Merck Indonesia Tbk. (MERK)

PT Merck Tbk (“Perseroan”) adalah sebuah perusahaan manufaktur farmasi multinasional di Indonesia. Perseroan memiliki peran strategis bagi Grup Merck, yakni sebagai hub produksi untuk kawasan Asia Tenggara. Perusahaan induk kami, Merck KGaA, yang berkantor pusat di Darmstadt, Jerman, adalah sebuah perusahaan milik keluarga yang memiliki jaringan operasi di 66 negara serta didukung oleh 39.000 karyawan. Sebagai afiliasi dari Merck KGaA di Darmstadt,

Jerman, Perseroan berkedudukan di Indonesia dan berlokasi di Jl. TB Simatupang No. 8, Pasar Rebo, Jakarta Timur, didirikan sebagai perusahaan penanaman modal asing (PMA) berdasarkan Undang-Undang No. 1 tahun 1967. Pada tahun 1981, Perseroan terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan mengumumkan statusnya sebagai perusahaan terbuka. (www.britama.com)

5. PT Pyridam Farma Tbk. (PYFA)

PT Pyridam Farma Tbk didirikan pada tanggal 27 November 1976 dibentuk oleh Ir.Sarkri Kosasih dengan kegiatan awal untuk

memproduksi dan memasarkan obat-obatan untuk hewan. Pada tahun 1985, Perseroan mulai memproduksi produk farmasi yaitu obat-obatan untuk manusia dan pada tanggal 1 Februari 1993 PT Pyridam Veteriner didirikan untuk memisahkan kegiatan produksi farmasi dari kegiatan produksi veteriner. Kantor pusat perseroan terletak di Jalan Kemandoran VIII No.16, Jakarta 12210, sedangkan fasilitas produksi berlokasi di Jl. Hanjawar, Pacet, Cianjur, Jawa Barat. (www.britama.com)

6. PT Industri Jamu Dan Farmasi Sido Muncul Tbk. (SIDO)

Awal usaha industri jamu Perseroan bermula dari industri rumah tangga yang dikelola oleh Ibu Rahmat Sulistio pada tahun 1940 di Yogyakarta dengan dibantu oleh tiga orang karyawan. Pada tahun 1951 berdirilah perusahaan sederhana dengan nama Sido Muncul yang berarti “Impian yang Terwujud” dengan pabrik pertamanya berlokasi di Jl.Mlaten Trenggulun, Semarang. Pada tahun 1975, bentuk usaha industri jamu berubah menjadi Perseroan Terbatas dengan nama PT Industri Jamu & Farmasi Sido Muncul. Sido Muncul bergerak dibidang perinsudtrian Jamu dan Farmasi, Perdagangan, Pengangkutan Darat, Jasa dan Pertanian. Kantor pusat terletak di Gedung Menara Suara Merdeka 16th Floor, Jl. Pandanaran No.30, Semarang 50134, Indonesia. (www.britama.com)

7. PT Tempo Scan Pacific Tbk. (TSPC)

PT Tempo Scan Pacific Tbk dan entitas anaknya merupakan bagian dari kelompok usaha swasta nasional Grup Tempo yang telah memulai usaha perdagangan produk farmasi sejak tahun 1953. PT Tempo Scan Pacific Tbk. dibentuk melalui proses restrukturisasi pada tahun 1991 dan semula bernama PT Scanchemie yang pada tahun 1970 memulai kegiatan produksi komersial produk farmasi dalam skala besar. Seiring perjalanann waktu, Perseroan melalui entitas anaknya memproduksi produk kosmetika dan produk konsumen sejak tahun 1977 dan tahun 1995 Perseroan menjadi perusahaan publik. Kantor pusat berlokasi diTempo Scan Tower, lantai 16, Jl.H.R.Rasuna Said Kav.3-4, Jakarta 12950, Indonesia. (www.britama.com)

C. Penyajian Data

Data diambil dari website resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) dengan satuan berbentuk rasio untuk seluruh variabel dalam penelitian ini. Perhitungan dalam penelitian ini menggunakan data tahunan yang dihitung berdasarkan rumus perhitungan masing - masing variabel sesuai dengan pemaparan pada bab sebelumnya. Berikut adalah penyajian data yang disusun berdasarkan urutan perusahaan farmasi yang menjadi sampel penelitian periode 2013 – 2017.

Tabel 7. Penyajian Data

No.	Perusahaan	Tahun	DPR	FCF	MNJR	INST	DER
1	DVLA	2013	0.307200	0.037275	0	0.926600	0.301028
2	DVLA	2014	0	-0.032666	0	0.930000	0.284504
3	DVLA	2015	0.674700	-0.092473	0	0.930000	0.413717
4	DVLA	2016	0	0.973956	0	0.924600	0.385137
5	DVLA	2017	0.454800	0.202232	0	0.924600	0.469933
6	KAEF	2013	0.250000	0.230099	0.000023	0.900300	0.521798
7	KAEF	2014	0.002000	0.152025	0.000023	0.900300	0.638845
8	KAEF	2015	0	0.242534	0.000023	0.900300	0.737946
9	KAEF	2016	0.200000	0.154577	0.000023	0.900300	1.030707
10	KAEF	2017	0	0.105588	0.000008	0.900300	1.369713
11	KLBF	2013	0.449700	0.252378	0	0.567100	0.331190
12	KLBF	2014	0.431400	0.259348	0	0.567100	0.265604
13	KLBF	2015	0.444400	0.204646	0	0.566800	0.252154
14	KLBF	2016	0.448400	0.191277	0	0.565000	0.221614
15	KLBF	2017	0	0.172083	0	0.567700	0.195926
16	MERK	2013	0.000800	0.150403	0.001000	0.866510	0.072058
17	MERK	2014	0.802300	0.076504	0	0.866500	0.294223
18	MERK	2015	0.534300	1.300088	0	0.866500	0.354991
19	MERK	2016	0	0.234588	0	0.866500	0.276763
20	MERK	2017	0	0.222500	0	0.866500	0.376267
21	PYFA	2013	0	0.818366	0.230800	0.538500	0.864926
22	PYFA	2014	0	0.978789	0.230800	0.538500	0.788924
23	PYFA	2015	0	0.437162	0.230800	0.538500	0.580204
24	PYFA	2016	0	0.982271	0.230800	0.538500	0.583402
25	PYFA	2017	0	0.991350	0.230800	0.538500	0.465826
26	SIDO	2013	0	-0.400383	0.810000	0	0.124188
27	SIDO	2014	0.867100	-0.335006	0.810000	0	0.070878
28	SIDO	2015	0.857200	-0.193853	0.810000	0	0.076125
29	SIDO	2016	0.811600	-0.123983	0.820000	0	0.083299
30	SIDO	2017	0	0.846125	0	0.810000	0.090589
31	TSPC	2013	0.531800	0.036787	0.009730	0.773400	0.399955
32	TSPC	2014	0	0.126920	0.008100	0.775200	0.353406
33	TSPC	2015	0.431100	0.155782	0.006810	0.781600	0.449049
34	TSPC	2016	0.419600	0.173995	0.005940	0.784200	0.420802
35	TSPC	2017	0	0.148194	0	0.785600	0.442846

Sumber: data diolah, 2018

Berdasarkan hasil paparan pada tabel 7 terlihat adanya beberapa data yang muncul, memiliki nilai ekstrim. Nilai-nilai ekstrim dalam observasi

dapat disebut dengan data *outliers*, yaitu data dengan nilai yang jauh atau berbeda dengan sebagian besar nilai lain dalam kelompoknya (Ghozali, 2016:41). *Outliers* dapat dideteksi dengan menentukan nilai batas yang akan dikategorikan sebagai data *outliers*, yaitu dengan mengkonversi nilai data ke dalam skor *standardized* atau biasa disebut *z-score*. Menurut Hair dalam Ghozali (2016) pada sampel kecil (kurang dari 80), maka standar skor ditentukan dengan nilai ≥ 2.5 dinyatakan *outliers*. Berikut adalah hasil deteksi data *outliers*.

Tabel 8. Hasil Deteksi Nilai *Outliers*

KODE	zy	zx1	zx2	zx3	zx4
DVLA	0.17371	-0.59724	-0.48256	0.86826	-0.40881
	-0.84489	-0.77181	-0.48256	0.8801	-0.46715
	1.39224	-0.92108	-0.48256	0.8801	-0.01094
	-0.84489	1.74068	-0.48256	0.8613	-0.11185
	0.66311	-0.18551	-0.48256	0.8613	0.18754
KAEF	-0.01595	-0.11596	-0.48247	0.77666	0.37066
	-0.83826	-0.31083	-0.48247	0.77666	0.78392
	-0.84489	-0.08492	-0.48247	0.77666	1.13382
	-0.18174	-0.30446	-0.48247	0.77666	2.16748
	-0.84489	-0.42673	-0.48253	0.77666	3.36441
KLBF	0.6462	-0.06035	-0.48256	-0.38388	-0.30232
	0.58552	-0.04295	-0.48256	-0.38388	-0.53388
	0.62863	-0.17949	-0.48256	-0.38492	-0.58137
	0.64189	-0.21285	-0.48256	-0.39119	-0.6892
	-0.84489	-0.26076	-0.48256	-0.38179	-0.7799
MERK	-0.84224	-0.31487	-0.47875	0.65897	-1.21724
	1.81533	-0.49932	-0.48256	0.65893	-0.43284
	0.92671	2.55469	-0.48256	0.65893	-0.21828
	-0.84489	-0.10475	-0.48256	0.65893	-0.49449
	-0.84489	-0.13492	-0.48256	0.65893	-0.14316
PYFA	-0.84489	1.35233	0.39625	-0.48349	1.58215
	-0.84489	1.75274	0.39625	-0.48349	1.31381
	-0.84489	0.40086	0.39625	-0.48349	0.57688
	-0.84489	1.76143	0.39625	-0.48349	0.58817

Lanjutan Tabel 8.

	-0.84489	1.78409	0.39625	-0.48349	0.17304
SIDO	-0.84489	-1.68961	2.60163	-2.35909	-1.03318
	2.03019	-1.52643	2.60163	-2.35909	-1.22141
	1.99737	-1.17412	2.60163	-2.35909	-1.20288
	1.84617	-0.99973	2.63971	-2.35909	-1.17755
	-0.84489	1.42162	-0.48256	0.46214	-1.15181
TSPC	0.91842	-0.59845	-0.44551	0.33467	-0.05953
	-0.84489	-0.37349	-0.45171	0.34094	-0.22388
	0.58453	-0.30145	-0.45663	0.36323	0.11381
	0.5464	-0.25599	-0.45994	0.37228	0.01408
	-0.84489	-0.32039	-0.48256	0.37716	0.09191

Sumber: Data Diolah, 2018

Nilai ekstrim diketahui sebesar 3.36441 yang terdapat pada Perusahaan Kimia Farma Tbk, dan sebesar 2.60163 yang terdapat pada Perusahaan Sido Muncul Tbk. Data *outliers* dalam penelitian harus mendapatkan perlakuan khusus, karena dapat menyebabkan terjadinya bias pada hasil penelitian. Penyaji memutuskan untuk meniadakan data dari perusahaan Kimia Farma Tbk dan perusahaan Sido Muncul Tbk dalam data sampel penelitian ini.

D. Analisis Data

1. Analisis Data Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data sekaligus membuat ringkasan untuk data yang diteliti. Data yang disajikan meliputi nilai minimum, nilai maksimum, *mean*, dan standar deviasi. Nilai minimum menunjukkan data dengan nilai terendah, sedangkan nilai maksimum menunjukkan data dengan nilai tertinggi. *Mean* merupakan

kisaran nilai data, dan standar deviasi menunjukkan penyebaran dari suatu data terhadap rata-rata tersebut.

Periode pengujian sampel dalam penelitian ini dilakukan pada suatu pengamatan data panel selama lima tahun dari tahun 2013 hingga 2017 terhadap tujuh perusahaan farmasi. Pengukuran statistik deskriptif dilakukan menggunakan bantuan program *Eviews 10*. Penyajian data dari masing-masing perusahaan yang diteliti adalah sebagai berikut:

Tabel 9. Hasil Analisis Deskriptif

	Y	X1	X2	X3	X4
Mean	0.237220	0.373314	0.047423	0.735780	0.393778
Median	0.000800	0.204646	0.000000	0.781600	0.376267
Maximum	0.802300	1.300088	0.230800	0.930000	0.864926
Minimum	0.000000	-0.092473	0.000000	0.538500	0.072058
Std. Dev.	0.266956	0.385850	0.093622	0.160204	0.174022
Skewness	0.451009	1.083718	1.496610	-0.164060	1.005055
Kurtosis	1.769951	2.815612	3.245314	1.308002	4.285441

Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan hasil dari tabel 9, diketahui bahwa dividen sebagai variabel dependen (Y), diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) memiliki nilai minimum sebesar 0.000 yang muncul pada setiap perusahaan yang menjadi sampel, hal ini dikarenakan dividen tidak selalu dibagikan setiap tahun oleh perusahaan *go public*. DPR terbesar terlihat pada PT. MERCK INDONESIA Tbk. sebesar 0.802300 pada tahun 2014. Munculnya angka tersebut dapat diartikan bahwa pada tahun 2014 perusahaan memperoleh laba yang besar sehingga dividen yang dibagikan semakin besar. Rata-rata pembagian dividen sebesar 0.237220 selama lima tahun dalam sub sektor farmasi. Diketahui nilai standar deviasi sebesar 0.266956.

Variabel *Free Cash Flow* (FCF) sebagai variabel X_1 memiliki nilai minimum sebesar -0.092473 yang terlihat pada PT. DARIA VARIA LABORATORIA Tbk. mengindikasikan perusahaan dalam keadaan kekurangan dana sehingga membutuhkan sumber dana lain untuk pendanaan, seperti hutang, penjualan obligasi, dan lain-lain. Nilai maksimum FCF sebesar 1.300088 yang muncul pada PT. MERCK INDONESIA Tbk. tahun 2015 mengindikasikan kinerja perusahaan yang tinggi atau sedang mengalami keleluasaan perusahaan untuk melunasi hutang, berinvestasi, dan lain-lain. Rata-rata (mean) yang diperoleh adalah 0.373314 dengan nilai standar deviasi sebesar 0.385850.

Kepemilikan saham manajer (X_2) memiliki nilai minimum sebesar 0.000 muncul lima tahun berturut-turut pada perusahaan PT. DARIA VARIA LABORATORIA Tbk. dan PT. KALBE FARMA Tbk. yang menandakan kedua perusahaan tersebut tidak membagikan saham kepada pihak manajemen perusahaan. Nilai maksimum sebesar 0.230800 yang dimiliki oleh PT. SIDO MUNCUL Tbk. tahun 2016. Rata-rata yang diperoleh sebesar 0.047423, dan sebesar 0.093622 untuk nilai standar deviasi.

Kepemilikan saham institusi (X_3) memiliki nilai minimum sebesar 0,538500 yang diperoleh PT. SIDO MUNCUL Tbk. pada lima tahun penelitian. Nilai maksimum sebesar 0.93 yang muncul pada PT. DARIA VARIA LABORATORIA Tbk. tahun 2014-2015. Rata-rata (mean) yang diperoleh sebesar 0.735780 dengan nilai standar deviasi sebesar 0.160204.

Leverage (X_4) dengan nilai minimum sebesar 0.072058 yang terdapat pada PT. MERCK INDONESIA Tbk. tahun 2013. Nilai maksimal sebesar 0.864926 pada PT. KIMIA FARMA Tbk. mengindikasikan resiko perusahaan yang juga semakin besar dalam hal likuiditasnya. Rata-rata yang diperoleh sebesar 0.393778, serta standar deviasi sebesar 0.174022.

2. Pemilihan Model Estimasi Data Panel

a) *Chow Test*

Tabel 10. Hasil Uji *Chow Test*

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	7.515020	(4,16)	0.0013
Cross-section Chi-square	26.433947	4	0.0000

Sumber: Hasil olahan peneliti (2018)

Berdasarkan hasil uji Chow pada tabel 10, diketahui bahwa signifikansi *P-value* (0,0000) lebih kecil dari nilai alpha (α) 5%. Sehingga keputusan yang diambil adalah H_0 ditolak dan H_1 diterima. Kesimpulan tersebut menunjukkan metode terbaik antara *common effect* atau *fixed effect* adalah *fixed effect*. Kemudian dilanjutkan ke tahap berikutnya yaitu uji *hausman*.

b) *Hausman Test*

Tabel 11. Hasil Uji *Hausman Test*

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	30.060079	4	0.0000

Sumber: Hasil Olahan Peneliti (2018)

Berdasarkan tabel 11 hasil uji Hausman diketahui nilai signifikansi *P-value* (0,0000) lebih kecil dari nilai α 5%. Keputusan yang diambil adalah H_0 ditolak dan H_1 diterima. Kesimpulan tersebut menunjukkan metode terbaik antara *random effect* atau *fixed effect* adalah *fixed effect*. Berdasarkan kedua uji ini dapat disimpulkan bahwa model terbaik yang dapat digunakan adalah *fixed effect model*.

3. Analisis Statistik Inferensial

a. Hasil Uji Asumsi Klasik

1) Uji Normalitas

Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah nilai residual tersebar normal atau tidak. Prosedur uji dilakukan dengan uji Jarque-bera, dengan hasil sebagai berikut :

Tabel 12. Hasil Uji Jarque-Bera Test

Jarque-Bera	0.207913
Probability	0.901265

Sumber : Data diolah, 2018

Tabel 12 menunjukkan nilai *probability* lebih besar dari nilai signifikansi ($0.901265 > 0,05$). Artinya data terdistribusi normal sehingga variabel dependen dapat dihitung menggunakan variabel independennya.

2) Uji Multikolinearitas

Uji Multikolinieritas ini dilakukan untuk mengetahui bahwa tidak terjadi hubungan yang sangat kuat atau tidak terjadi hubungan linier yang sempurna atau dapat pula dikatakan bahwa

antar variabel bebas tidak saling berkaitan. Hasil uji multikolinieritas menggunakan matriks korelasi dapat dilihat pada Tabel 13.

Tabel 13. Hasil Uji Matriks Korelasi

	X1	X2	X3	X4
X1	1.000000	0.408647	0.375469	-0.418672
X2	0.408647	1.000000	-0.002347	-0.034894
X3	0.375469	-0.002347	1.000000	-0.244783
X4	-0.418672	-0.034894	-0.244783	1.000000

Sumber : Data diolah, 2018

Berdasarkan Tabel 13, pada hasil pengujian diketahui keseluruhan nilai tolerance $< 0,9$ sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas antar variabel bebas. Hasil pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas antar variabel bebas. Sehingga model regresi ini dinyatakan layak untuk memprediksi variabel dependen menggunakan variabel independen.

3) Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas digunakan untuk mengetahui apakah terjadi ketidaksamaan nilai simpangan residual akibat besar kecilnya nilai salah satu variabel bebas. Adanya perbedaan nilai ragam dengan semakin meningkatnya nilai variabel bebas.

Tabel 14. Hasil Uji Glejser

Variable	t-Statistic	Prob.
X1	-0.569479	0.5754
X2	-0.163922	0.8714
X3	0.011292	0.9911
X4	0.279031	0.7831
C	1.460875	0.1596

Sumber: Data diolah, 2018

Hasil dari Uji *Glejster* pada tabel 14 menunjukkan nilai Prob. masing-masing variabel (0.5754; 0.8714; 0.9911; 0.7831) lebih besar dari nilai signifikan (0.05). Artinya model regresi ini lolos Uji Heterokedestisitas, sehingga model regresi layak untuk memprediksi variabel dependen menggunakan variabel independen.

4) Uji Autokorelasi

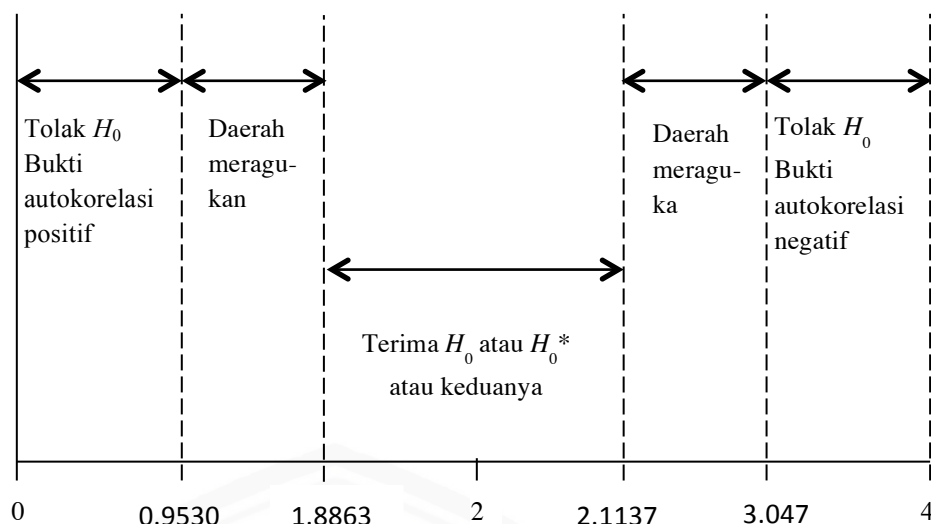
Pengujian autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah didalam suatu model regresi linear memiliki korelasi antara kesalahan pengganggu (residual) pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode t-1 (periode sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan problem autokorelasi. Hal tersebut berarti bahwa hasil pada periode tertentu dipengaruhi oleh periode sebelumnya. Untuk mendeteksi adanya autokorelasi dapat dilakukan dengan pengujian *Durbin Watson* (DW test).

Tabel 15. Hasil Uji *Durbin Watson*

Durbin-Watson stat	1.938371
--------------------	----------

Sumber: Hasil Olahan Peneliti, 2018

Tabel 15 di atas menunjukkan nilai Durbin-Watson sebesar 1.938371. Sedangkan pengambilan keputusan menggunakan Durbin-Watson adalah sebagai berikut:



Gambar 3. Pengambilan Keputusan Autokorelasi

Sumber: Hasil Olahan Peneliti, 2018

Melihat gambar 3 di atas, diketahui nilai Durbin-Watson berada di wilayah penerimaan H_0 . Nilai tersebut (1.938371) lebih besar dari nilai d_U dan lebih kecil dari $4 - d_U$, atau $d_U < d < 4 - d_U$, atau $1.8863 < 1.938371 < 2,1137$. Disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi dalam model regresi ini.

b. Hasil Analisis Regresi Data Panel

Tabel 16. Hasil Analisis Regresi Data Panel

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.286539	1.266526	1.805362	0.0899
X1?	0.073827	0.201291	0.366766	0.7186
X2?	0.452405	0.143917	3.143507	0.0063
X3?	-0.086732	3.954299	-0.021934	0.9828
X4?	1.659186	0.713432	2.325641	0.0335
Fixed Effects (Cross)				
_DVLA--C	-1.015231			
_KLBF--C	-0.562253			
_MERK--C	-0.791250			
_PYFA--C	1.740065			
_TSPC--C	0.628669			

Sumber: Data diolah, 2018



Berdasarkan tabel 16 model regresi dari dividen adalah sebagai berikut:

$$Y = 2.286539 + 0.073827X_1 + 0,452405X_2 - 0.086732X_3 + 1.659186X_4 + e$$

Model ini dijelaskan sebagai berikut:

- i. Konstanta 2.286539 berarti jika nilai dari *free cash flow*, kepemilikan saham manajer, kepemilikan saham institusi, dan *leverage* adalah 0, maka nilai Dividend adalah 2.286539.
- ii. Koefisien regresi dari *free cash flow* (FCF) adalah -0.073827 yang berarti jika nilai FCF naik satu, maka nilai dividen akan naik 0.073827 satuan dengan asumsi *ceteris paribus*. Nilai positif dari koefisien regresi berarti bahwa ada hubungan positif antara FCF dan dividen. Kenaikan FCF akan menaikkan nilai dividen.
- iii. Koefisien regresi dari kepemilikan saham manajer (MNJR) adalah 0,452405 yang berarti jika nilai MNJR naik satu, maka nilai dividen akan naik 0,452405. Nilai positif dari koefisien regresi berarti bahwa ada hubungan positif antara MNJR dan dividen. Kenaikan kepemilikan saham manajer akan menaikkan nilai dividen secara signifikan.
- iv. Koefisien regresi dari kepemilikan saham institusi (INST) sebesar -0.086732 yang berarti jika nilai INST naik satu,

maka nilai dividen akan turun -0.086732 satuan, dengan asumsi *ceteris paribus*. Nilai negatif dari koefisien regresi berarti bahwa ada hubungan negatif antara INST dan dividen. Kenaikan kepemilikan saham institusi akan menurunkan nilai dividen secara tidak signifikan.

- v. Koefisien regresi dari *Leverage* (DER) adalah 1.659186 yang berarti jika nilai DER naik satu, maka nilai dividen akan naik 1.659186, dengan asumsi *ceteris paribus*. Nilai positif dari koefisien regresi berarti bahwa ada hubungan positif antara DER dan dividen. Kenaikan *leverage* akan menaikkan nilai dividen secara signifikan.

Hasil regresi data panel berdasarkan perusahaan farmasi adalah seperti berikut:

Estimation Command:

=====
LS(CX=F) Y? X1? X2? X3? X4?

Estimation Equations:

=====
 $Y_DVLA = C(6) + C(1) + C(2)*X1_DVLA + C(3)*X2_DVLA + C(4)*X3_DVLA + C(5)*X4_DVLA$

$Y_KLBF = C(7) + C(1) + C(2)*X1_KLBF + C(3)*X2_KLBF + C(4)*X3_KLBF + C(5)*X4_KLBF$

$Y_MEREK = C(8) + C(1) + C(2)*X1_MEREK + C(3)*X2_MEREK + C(4)*X3_MEREK + C(5)*X4_MEREK$

$Y_PYFA = C(9) + C(1) + C(2)*X1_PYFA + C(3)*X2_PYFA + C(4)*X3_PYFA + C(5)*X4_PYFA$

$Y_TSPC = C(10) + C(1) + C(2)*X1_TSPC + C(3)*X2_TSPC + C(4)*X3_TSPC + C(5)*X4_TSPC$

Substituted Coefficients:

$$Y_DVLA = -1.01523068491 + 2.28653885342 + 0.0738266028709 * X1_DVLA + 0.452404969205 * X2_DVLA - 0.0867317725944 * X3_DVLA + 1.65918601381 * X4_DVLA$$

$$Y_KLBF = -0.562253104537 + 2.28653885342 + 0.0738266028709 * X1_KLBF + 0.452404969205 * X2_KLBF - 0.0867317725944 * X3_KLBF + 1.65918601381 * X4_KLBF$$

$$Y_MERK = -0.791249592289 + 2.28653885342 + 0.0738266028709 * X1_MERK + 0.452404969205 * X2_MERK - 0.0867317725944 * X3_MERK + 1.65918601381 * X4_MERK$$

$$Y_PYFA = 1.74006479718 + 2.28653885342 + 0.0738266028709 * X1_PYFA + 0.452404969205 * X2_PYFA - 0.0867317725944 * X3_PYFA + 1.65918601381 * X4_PYFA$$

$$Y_TSPC = 0.628668584553 + 2.28653885342 + 0.0738266028709 * X1_TSPC + 0.452404969205 * X2_TSPC - 0.0867317725944 * X3_TSPC + 1.65918601381 * X4_TSPC$$

Persamaan model regresi data panel berdasarkan perusahaan farmasi dapat diinterpretasikan seperti berikut:

- i. PT Darya Varia Laboratoria Tbk. (DVLA)

$$Y = 1.2713 + 0.0738X_1 + 0.4524X_2 + 0.0867X_3 + 1.659X_4$$

Interpretasi persamaan regresi data panel perusahaan DVLA adalah jika variabel *free cash flow* (X_1), kepemilikan saham manajer (X_2), dan kepemilikan saham institusi (X_3), *leverage* (X_4) sama dengan nol (0), maka nilai dividen (Y) DVLA adalah 1.2713. Setiap kenaikan satu nilai *free cash flow* akan menaikkan nilai dividen sebesar 0.0738 satuan. Kenaikan satu nilai kepemilikan saham manajer akan menaikkan nilai dividen 0.4524 satuan, kenaikan satu nilai kepemilikan saham institusi

akan menaikkan nilai dividen 0.0867 satuan, dan kenaikan satu *leverage* akan menaikkan dividen sebesar 1.659 satuan.

ii. PT. Kalbe Farma Tbk. (KLBF)

$$Y = 1.2713 + 0.0738X_1 + 0.4524X_2 + 0.0867X_3 + 1.6591X_4$$

Interpretasi persamaan regresi data panel perusahaan KLBF adalah jika variabel *free cash flow* (X_1), kepemilikan saham manajer (X_2), kepemilikan saham institusi (X_3), dan *leverage* (X_4) sama dengan nol (0), maka nilai dividen perusahaan KLBF adalah 1.2713. Setiap kenaikan satu nilai *free cash flow* akan menaikkan nilai dividen sebesar 0.0738 satuan. Kenaikan satu nilai kepemilikan saham manajer akan menaikkan nilai dividen 0.4524 satuan, kenaikan satu nilai kepemilikan saham institusi akan menaikkan nilai dividen 0.0867 satuan, dan kenaikan satu *leverage* akan menaikkan dividen sebesar 1.659 satuan.

iii. PT Merck Indonesia Tbk. (MERK)

$$Y = 1.4953 + 0.0738X_1 + 0.4524X_2 + 0.0867X_3 + 1.6591X_4$$

Interpretasi persamaan regresi data panel perusahaan MERK adalah jika variabel *free cash flow* (X_1), kepemilikan saham manajer (X_2), kepemilikan saham institusi (X_3), dan *leverage* (X_4) sama dengan nol (0), maka nilai dividen perusahaan MERK sebesar 1.4953. Setiap kenaikan satu nilai *free cash flow* akan menaikkan nilai dividen sebesar 0.0738 satuan. Kenaikan satu nilai kepemilikan saham manajer akan menaikkan nilai dividen

0.4524 satuan, kenaikan satu nilai kepemilikan saham institusi akan menaikkan nilai dividen 0.0867 satuan, dan kenaikan satu *leverage* akan menaikkan dividen sebesar 1.659 satuan.

iv. PT Pyridam Farma Tbk. (PYFA)

$$Y = 4.266 + 0.0738X_1 + 0.4524X_2 + 0.0867X_3 + 1.6591X_4$$

Interpretasi persamaan regresi data panel perusahaan PYFA adalah jika variabel *free cash flow* (X_1), kepemilikan saham manajer (X_2), kepemilikan saham institusi (X_3), dan *leverage* (X_4) sama dengan nol (0), maka nilai dividen perusahaan PYFA sebesar 4.266. Setiap kenaikan satu nilai *free cash flow* akan menaikkan nilai dividen sebesar 0.0738 satuan. Kenaikan satu nilai kepemilikan saham manajer akan menaikkan nilai dividen 0.4524 satuan, kenaikan satu nilai kepemilikan saham institusi akan menaikkan nilai dividen 0.0867 satuan, dan kenaikan satu *leverage* akan menaikkan dividen sebesar 1.659 satuan.

v. PT Tempo Scan Pacific Tbk. (TSPC)

$$Y = 2.9152 + 0.0738X_1 + 0.4524X_2 + 0.0867X_3 + 1.6591X_4$$

Interpretasi persamaan regresi data panel perusahaan TSPC adalah jika variabel *free cash flow* (X_1), kepemilikan saham manajer (X_2), kepemilikan saham institusi (X_3), dan *leverage* (X_4) sama dengan nol (0), maka nilai dividen perusahaan TSPC sebesar 2.9152. Setiap kenaikan satu nilai *free cash flow* akan menaikkan nilai dividen sebesar 0.0738 satuan. Kenaikan satu

nilai kepemilikan saham manajrer akan menaikkan nilai dividen 0.4524 satuan, kenaikan satu nilai kepemilikan saham institusi akan menaikkan nilai dividen 0.0867 satuan, dan kenaikan satu *leverage* akan menaikkan dividen sebesar 1.659 satuan.

c. Koefisien Determinasi (R^2)

Uji R^2 digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model regresi dalam menerangkan variasi variabel dependen. Kelemahan mendasar penggunaan koefisiensi determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model. Setiap tambahan satu variabel independen maka akan meningkatkan nilai R^2 tidak peduli apakah variabel tersebut berpengaruh atau tidak, sehingga penggunaan adjusted R^2 dinilai lebih baik digunakan. Nilai Adjusted R^2 dapat naik atau turun apabila satu variabel independen ditambahkan ke dalam model (Ghozali, 2013:95). Perhitungan ini menggunakan EViews 10 dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 17. Hasil Koefisien Determinasi (R^2)

R-squared	0.813410	Mean dependent var	-0.657200
Adjusted R-squared	0.720116	S.D. dependent var	1.402978

Sumber: Data diolah, 2018

Tabel 17 menunjukkan besarnya Adjusted R^2 adalah sebesar 0.720116. Hal ini berarti 72.0116% Dividen dipengaruhi oleh variasi dari keempat variabel independen yaitu *free cash flow*, kepemilikan saham manajrer, kepemilikan saham institusi dan *leverage*. Sedangkan

27.9884% sisanya dijelaskan oleh sebab lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

4. Hasil Uji Hipotesis

a) Uji F

Tabel 18. Hasil Uji F

F-statistic	8.718711
Prob(F-statistic)	0.000141

Sumber: Data Diolah, 2018

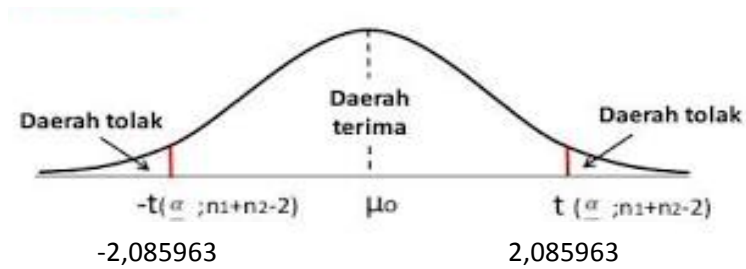
Tabel 18 menunjukkan nilai F hitung (8.718711) lebih besar dari nilai F tabel yaitu sebesar 2.866081, dan nilai *probability* (0.000141) lebih kecil dari nilai signifikansi 0,05. Berdasarkan hasil uji F tersebut, dapat diambil kesimpulan bahwa H_0 ditolak dan H_5 diterima. *free cash flow*, kepemilikan saham manajer, kepemilikan saham institusi, dan *leverage* mempunyai pengaruh simultan yang signifikan terhadap Dividen.

b) Uji t

Tabel 19. Hasil Uji t

Variable	t-Statistic	Prob.
C	1.805362	0.0899
X1?	0.366766	0.7186
X2?	3.143507	0.0063
X3?	-0.021934	0.9828
X4?	2.325641	0.0335

Sumber: Hasil olahan peneliti, 2018



Gambar 4. Pengambilan Keputusan Uji t Dua Sisi

Sumber: Data Diolah, 2018

Uji t menggunakan signifikansi 5% atau 0,05 dan menggunakan uji dua sisi. Uji dua sisi digunakan karena tidak terdapat arah yang ditentukan dalam hipotesis alternatif (Lind dkk, 2014:367).

- i. Tabel 19 menunjukkan nilai t hitung *free cash flow* (X1) lebih besar dari t tabel ($0.366766 < 2.085963$) sedangkan nilai signifikan lebih besar dari level signifikansi ($0.7186 > 0,05$). Berdasarkan hasil tersebut H_0 diterima sedangkan H_1 ditolak, jadi dapat dijelaskan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh positif tidak signifikan terhadap dividen.
- ii. Tabel 19 menunjukkan nilai t hitung kepemilikan saham manajer (X2) lebih besar dari t tabel ($3.143507 > 2.085963$) dan nilai signifikan lebih kecil dari level signifikansi ($0,0063 < 0,05$). Berdasarkan hasil tersebut H_0 ditolak sedangkan H_2 diterima, jadi dapat dijelaskan bahwa kepemilikan manajer memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap Dividen.
- iii. Tabel 19 menunjukkan nilai t hitung kepemilikan saham institusi (X3) lebih besar dari t tabel ($-0.021934 > -2.085963$) dan nilai signifikan lebih besar dari level signifikansi ($0.9828 > 0,05$).

Berdasarkan hasil tersebut H_0 diterima sedangkan H_3 ditolak, jadi dapat dijelaskan bahwa kepemilikan saham institusi memiliki pengaruh yang negatif tidak signifikan terhadap Dividen.

- iv. Tabel 19 menunjukkan nilai t hitung *leverage* (X_4) lebih besar dari t tabel ($2.325641 > 2.085963$) dan nilai signifikan lebih kecil dari level signifikansi ($0.0335 < 0,05$). Berdasarkan hasil tersebut H_0 ditolak sedangkan H_4 diterima, jadi dapat dijelaskan bahwa *leverage* memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap Dividen.

E. Interpretasi Hasil Penelitian

Pengaruh *Free Cash Flow*, Kepemilikan Saham manajer, Kepemilikan Saham Institusi, dan *Leverage* terhadap Dividen (Studi pada Perusahaan Sub Sektor Farmasi di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2017)

1. Pengaruh Simultan dari FCF, Kepemilikan Saham Manager, Kepemilikan Saham Institusi, dan *Leverage*

Berdasarkan analisis statistik *free cash flow*, kepemilikan saham manajer, kepemilikan saham institusi, dan *leverage* mempunyai pengaruh simultan yang signifikan terhadap dividen. Hasil uji F menunjukkan F hitung lebih besar daripada F tabel (2.866081) yaitu sebesar 8.718711.

2. Pengaruh FCF (X₁) Secara Parsial Terhadap DPR (Y)

Berdasarkan Hasil pengujian hipotesis dalam tabel hasil uji t, koefisien regresi *free cash flow* (FCF) dapat dituliskan Variabel X₁ memiliki nilai t_{hitung} sebesar 0.366766 dan didapatkan nilai *signifikansi* sebesar 0.7186. Nilai statistik uji t_{hitung} tersebut lebih besar daripada t_{tabel} (0.366766 < 2.085963) dan nilai *signifikansi* lebih besar daripada $\alpha = 0,05$. Pengujian ini menunjukkan bahwa H₀ diterima dan H₁ ditolak, dapat disimpulkan bahwa variabel FCF (X₁) memiliki pengaruh positif tidak signifikan terhadap variabel Dividen (Y). Pengaruh tersebut menunjukkan bahwa keberadaan FCF pada perusahaan farmasi yang menjadi sampel dalam penelitian ini dapat mempengaruhi seberapa besar dividen perusahaan yang akan dibagikan kepada para investor secara tidak signifikan.

Hasil penelitian ini dapat memperkuat penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Arilaha (2009) yang menunjukkan hasil bahwa FCF memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap dividen. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rosdini (2009) dan Lucyanda (2012) yang menyatakan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh signifikan terhadap dividen.

Penelitian ini mengemukakan bahwa besar kecilnya arus kas bebas berpengaruh tidak signifikan terhadap tinggi rendahnya pembagian dividen. Tidak signifikannya *free cash flow* dalam penelitian ini menunjukkan bahwa *free cash flow* yang dimiliki

perusahaan yang menjadi sampel penelitian tidak dapat dijadikan acuan untuk menentukan pengambilan keputusan pembayaran dividen kepada pemegang saham.

Hal ini sejalan dengan konsep *bird in hand theory* yang menyatakan bahwa nilai perusahaan akan dimaksimumkan oleh rasio pembayaran dividen yang tinggi. Investor menganggap bahwa dividen tunai (sudah pasti di tangan) sebagai hal yang risikonya rendah dibandingkan dengan potensi keuntungan atas modal yang diinvestasikan (belum tentu di tangan). Selain itu, seperti yang diungkapkan Jensen (1986) menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai *free cash flow* akan lebih baik jika dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham untuk menghindari investasi yang belum tentu menguntungkan bagi perusahaan.

3. Pengaruh MNJR (X_2) Secara Parsial Terhadap DPR (Y)

Hasil pengujian hipotesis koefisien regresi variabel MNJR (X_2) dapat dituliskan Variabel X_2 memiliki nilai t_{hitung} sebesar 3.143507 dan didapatkan nilai *signifikansi* sebesar 0,0063. Nilai statistik uji t_{hitung} tersebut lebih besar daripada t_{tabel} ($3.143507 > 2.085963$) dan nilai *signifikansi* lebih kecil daripada $\alpha = 0,05$. Pengujian ini menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan H_2 diterima, sehingga dapat disimpulkan variabel MNJR (X_2) berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR (Y). Hal ini menunjukkan kepemilikan saham manajer pada perusahaan farmasi yang menjadi sampel pada penelitian ini,

dapat memengaruhi kebijakan serta besar kecilnya pembagian dividen kepada para investor secara signifikan.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Jayanti dan Puspitasari (2017) yang menyatakan kepemilikan saham manajer memiliki pengaruh positif signifikan terhadap dividen. Pendapat lain yang bertentangan dengan penelitian dikemukakan oleh Ariesta dan Darmawan (2017) yang menyatakan bahwa variabel kepemilikan manajer memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap dividen.

Jensen dan Meckling (1976), menyatakan bahwa agency problem akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan tidak berdasar pada pemaksimalan nilai perusahaan dalam pengambilan keputusan pendanaan. Sehingga pemberian saham kepada manajer menjadi salah satu jawaban atas permasalahan agensi dalam sebuah perusahaan. Kepemilikan saham manajer yang tinggi akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham. Hasil pengujian dalam penelitian ini, antara kepemilikan saham manajer terhadap dividen yaitu menyatakan semakin tinggi kepemilikan saham manajer, maka semakin besar dividen yang akan dibayarkan.

Manajer akan bertindak lebih hati-hati, karena manajer juga merupakan pemegang saham yang akan menanggung segala

konsekuensi, sehingga kebijakan manajemen perusahaan yang akan diterapkan dapat meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Ketika manajer memiliki saham dalam perusahaan, maka ia cenderung akan mengarah pada keputusan pembayaran dividen yang lebih besar sebagai pengembalian atas investasinya.

4. Pengaruh INST (X_3) Secara Parsial Terhadap DPR (Y)

Hasil pengujian hipotesis koefisien regresi variabel kepemilikan saham institusi (X_3) memiliki nilai t_{hitung} sebesar -0.021934 dan didapatkan nilai *signifikansi* sebesar 0.9828 . Nilai statistik uji t_{hitung} tersebut lebih besar daripada t_{tabel} ($-0.021934 > -2.085963$) dan nilai *signifikansi* lebih besar daripada $\alpha = 0,05$. Pengujian ini menunjukkan bahwa H_0 diterima, dapat disimpulkan bahwa variabel INST (X_3) berpengaruh tidak signifikan terhadap variabel DPR (Y).

Pendapat Jensen dan Meckling (1976) menyatakan kepemilikan saham institusi memiliki peran yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Hal ini terjadi karena, adanya kepemilikan saham oleh institusi maka kinerja manajer diawasi oleh pemegang saham dari pihak institusi, sehingga manajer lebih serius untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Tidak signifikannya hasil penelitian ini sesuai dengan teori preferensi pajak, dimana investor institusional akan lebih menyukai perusahaan tidak membayar dividen karena tarif pajak untuk

penghasilan yang diterima dalam bentuk dividen lebih besar daripada tarif pajak penghasilan atas keuntungan modal. Selain itu, tidak semua perusahaan memilih untuk membagikan dividen dalam jumlah besar walaupun tingkat laba semakin besar, hal ini dikarenakan ada sebagian perusahaan yang memilih untuk lebih mengembangkan perusahaan dengan melakukan investasi atau mengalokasikan laba ditahan untuk kegiatan operasional perusahaan.

Hasil ini mendukung penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Ariesta (2017), bahwa kepemilikan saham institusi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan saham institusi bukan faktor utama dalam menentukan kebijakan pembagian dividen dalam perusahaan, faktor lain yang dapat memengaruhi kebijakan dividen salah satunya kondisi perekonomian perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung pendapat dari dewi (2008), yang menyatakan kepemilikan saham institusi berpengaruh negatif signifikan. Hasil pengujian hipotesis tersebut memiliki arti, semakin tinggi kepemilikan saham oleh institusi maka semakin rendah kebijakan dividen.

5. Pengaruh DER (X_4) Secara Parsial Terhadap DPR (Y)

Hasil pengujian hipotesis koefisien regresi variabel *leverage* (X_4) dapat dituliskan variabel X_4 memiliki nilai t_{hitung} sebesar 4.334373 dan didapatkan nilai signifikansi sebesar 0.0002. Nilai statistik uji t_{hitung} tersebut lebih besar daripada t_{tabel} ($4.334373 > 2,975154$) dan nilai

signifikansi lebih besar daripada $\alpha = 0,05$. Pengujian ini menunjukkan bahwa H_0 ditolak dan H_4 diterima. Disimpulkan bahwa variabel *leverage* (X_4) berpengaruh signifikan terhadap variabel DPR (Y).

Hasil ini mendukung penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Munawaroh (2017) yang mengemukakan bahwa *leverage* perusahaan memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang memiliki struktur permodalan terdiri dari kreditor dan pemegang saham, dimana pihak manajemen tidak hanya memperhatikan kepentingan *debtholder* berupa pelunasan kewajiban, tetapi juga memperhatikan kepentingan *shareholder* dengan membagikan dividen.

Sampel dalam penelitian ini menggunakan perusahaan yang membayar dividen. Apabila perusahaan membayar dividen, akan mengakibatkan laba ditahan menurun sehingga perusahaan memerlukan dana dari hutang, karena dana internal tidak mencukupi untuk membiayai pertumbuhan perusahaan. Hal tersebut dimaksudkan untuk mempertahankan para investor dalam berinvestasi dan memberikan sinyal yang baik bagi pasar.

Penggunaan hutang dapat menjadi solusi atas permasalahan ini. Penggunaan hutang akan meningkatkan monitoring dari *bondholders* dan membuat *shareholders* lebih tenang karena pembiayaan investasi tidak menggunakan dananya sehingga mengurangi risiko dari *shareholders*. Selain itu *leverage* muncul dikarenakan perusahaan

yang ingin memenuhi kebutuhan sehari-hari untuk beroperasi yang menggunakan aktiva dan sumber dana yang menimbulkan beban tetap yang berupa biaya penyusutan dari aktiva tetap, dan biaya bunga dari hutang dan juga dapat meningkatkan *return* atau penghasilan bagi perusahaan atau pemegang saham.



BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Berdasarkan hasil pembahasan, maka diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. *Free cash flow* berpengaruh tidak signifikan terhadap dividen pada perusahaan sub sektor farmasi di Bursa Efek Indonesia (periode 2013-2017) yang menjadi sampel pada penelitian ini.
2. Kepemilikan saham manajer berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen pada perusahaan sub sektor farmasi di Bursa Efek Indonesia (periode 2013-2017) yang menjadi sampel pada penelitian ini.
3. Kepemilikan saham institusi berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap dividen pada perusahaan sub sektor farmasi di Bursa Efek Indonesia (periode 2013-2017) yang menjadi sampel pada penelitian ini.
4. *Leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen pada perusahaan sub sektor farmasi di Bursa Efek Indonesia (periode 2013-2017) yang menjadi sampel pada penelitian ini.
5. *Free cash flow*, kepemilikan saham manajer, kepemilikan saham institusi, dan *leverage* secara simultan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap dividen pada perusahaan sub sektor farmasi di Bursa Efek Indonesia (periode 2013-2017) yang menjadi sampel pada penelitian ini.

B. Saran

Berdasarkan kesimpulan diatas, data diperoleh beberapa saran secara khusus bagi perusahaan farmasi yang menjadi sampel dalam penelitian ini, yang diharapkan nantinya akan bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan. Berikut adalah saran yang dapat penulis berikan :

1. Bagi pihak perusahaan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan saham manajer dan *leverage* memiliki pengaruh signifikan terhadap dividen pada perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini, oleh karena itu sebaiknya perusahaan mempertimbangkan untuk meningkatkan porsi kepemilikan saham manajer untuk menurunkan biaya agensi dan dapat meningkatkan rasio dividen pada laba bersih, sehingga akan memperkecil jumlah arus kas bebas yang beredar. Selain itu perusahaan dapat mempertimbangkan penggunaan hutang sebagai pendanaan eksternal untuk mencukupi biaya pertumbuhan perusahaan. Hal tersebut dimaksudkan untuk mempertahankan para investor dan memberikan signal yang baik bagi pasar.

2. Bagi peneliti selanjutnya

Diharapkan peneliti selanjutnya dapat melakukan penelitian dengan variabel yang berbeda agar dapat menemukan faktor atau variabel lain yang dapat mempengaruhi dividen perusahaan, dengan tahun penelitian yang lebih luas, dan objek penelitian yang lebih bervariasi.

DAFTAR PUSTAKA

BUKU

- Alexandri, Moh Benny. 2008. *Manajemen Keuangan Bisnis*, Bandung: Alfabeta.
- Alexandri, Moh Benny. 2009. *Manajemen Keuangan Bisnis Teori dan Soal*. Bandung: Alfabeta.
- Arikunto, Suharsimi. 2010. *Prosedur Penelitian Suatu Pendekatan Praktik*. Jakarta: PT. Rineka Cipta.
- Hermawan, Asep. 2006. *Penelitian Bisnis Paradigma Kuantitatif*. Jakarta: PT. Gramedia Widia Sarana Indonesia.
- Brigham dan Houston. 2010. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Buku 1* (Edisi 11). Jakarta : Salemba Empat.
- Ekananda, Mahyus. 2014. *Analisis Ekonometrika Data Panel*. Jakarta: Mitra Wacana Media Elex Media Komputindo.
- Fahmi, Irham. 2015. *Manajemen Investasi: Teori dan Soal Jawab*. Jakarta: Salemba Empat
- Ghozali, Imam. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS 23*. Semarang. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, D. N. 2003. *Basic Econometrics*. Fourthdition: McGraw-Hill, International Edition.
- Halim, Abdul dan Sarwoko. 2008. *Manajemen Keuangan (Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan)*. Yogyakarta: BPFE.
- Halim, Abdul. 2015. *Manajemen Keuangan Bisnis*. Jakarta: Mitra Wacana Media.
- Horne, James C. Van dan Wachowicz, Jr. John M. 2012. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan Edisi 13*. Jakarta: Salemba Empat.
- Kuswadi. 2006. *Memahami Rasio-Rasio Keuangan Bagi Orang Awam*. Jakarta.
- Manurung, mandala dan Rahardja Prathama. 2006. *Teori Ekonomi Mikro Suatu Pengantar*, Edisi Ketiga. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia

- Nawawi, Hadari. 2012. *Metode Penelitian Bidang Sosial*. Yogyakarta: Gajah Mada University Press.
- Sartono, Agus. 2010. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFY-YOGYAKARTA.
- Singgih, Santoso. 2012. *Panduan Lengkap SPSS Versi 20*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Siregar, Syofian. 2014. *Statistik Parametrik Untuk Penelitian Kuantitatif*. Jakarta: PT Bumi Aksara.
- Stice, Earl K, James D Stice dan Fred Skousen. 2009. *Akuntansi Keuangan Menengah, Edisi 16, Buku 2*. Edisi Bahasa Indonesia. Terjemah Oleh Ali Akbar. Jakarta: PT. Salemba Empat.
- Sugiyono. 2015. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Sutedi, Adrian. 2014. *Good Corporate Governance*, Jakarta: Sinar Grafika.
- Syamsuddin, Lukman. 2009. *Manajemen Keuangan Perusahaan: Konsep Aplikasi dalam Perencanaan, Pengawasan, dan Pengambilan Keputusan (Edisi Baru)*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada
- Syamsuddin, Lukman. 2011. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. Jakarta: Rajawali Pers.
- Weston, J. Fred, dan Copeland, Thomas E. 1992. *Managerial Finance*, edisi kesembilan, The Dryden Press, A Harcourt Brace Jovanovic College Publisher, USA, Canada, Tokyo, etc.
- Widarjono, Agus. 2013. *Ekonometrika: Pengantar dan aplikasinya*. Jakarta: Ekonosia.

JURNAL

- Apriada, Kadek. 2013. *Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Modal dan Profitabilitas pada Nilai Perusahaan*, Tesis; Denpasar, Program Pascasarjana Universitas Udayana.
- Arilaha, Muhammad Asril. 2009. *Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas, likuiditas, dan Leverage terhadap Kebijakan Dividen*. Ternate. Jurnal keuangan dan perbankan. Vol. 13, No. 1, hal. 78-87.

- Fitriyah, Fury K dan Hidayat, Dina. 2011. *Pengaruh Kepemilikan Institusional, set Kesempatan Investasi, dan Arus Kas Bebas terhadap Utang*. Media Riset Akuntansi, Vol. 1, No.1.
- Hanafi, M dan Fitri, Ismiyati. 2003. Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, risiko kebijakan hutang, dan kebijakan dividen: Analisis persamaan simultan. Simposium Nasional Akuntansi VI, Hlm.820-849.
- Hong Vo, Duc Hong dan Nguyen, Van Thanh. 2014. *Managerial Ownership, Leverage and Dividend Policies: Empirical Evidence from Vietnam's Listed Firms*. International Journal of Economics and Finance; Vol. 6, No. 5.
- Hsiao, C, 1992. *Panel Analysis for Metric Data, Paper 9213, Southern California: Department of Economics*.
- Isnanta, R. 2010. *Pengaruh Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan terhadap Manajemen Laba dan Kinerja Keuangan*. Jurnal Manajemen 10(5).
- Jabbouri, Imad. 2016. *Determinants of Corporate Dividend Policy in Emerging Markets: Evidence from MENA stock markets*. *Research in International Business and Finance* 37 (2016) 283–298
- Jensen, Michael C. 1986. Agency Cost of Free cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review* 76 (2), 323-329.
- Jensen, Michael dan Meckling. 1976. *The Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure*. *Journal of Financial and Economics*, 3:305-360.
- Kalay, Anver. 1982. *Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraints*. *Journal of Financial Economics* 10(1982) 211-233. North Holland.
- Kouki, Mondher dan Guizani Moncef. 2009. *Ownership Structure and Dividend Policy Evidence From Tunisian Stock Market*. *European Journal of Scientific Research*, Vol. 25 No. 1, pp. 42-53.121.
- Lucyanda,J dan Lilyana. *Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Terhadap Dividend Payout Ratio*. *Jurnal Dinamika Akuntansi*.Vol.4, No.2, September 2012, p.129-138.
- Melinda, Fong Ida. 2008. *Interdependensi Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Keuangan*. *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, 7 (2), h: 128-137.

- Munawaroh, Soimah. 2017. *Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Likuiditas, Kepemilikan Institusional, Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen*. Naskah Publikasi. Universitas Muhammadiyah Yogyakarta.
- Ningsih, Hermun. 2009. *Pengaruh Insider Ownership, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Pembayaran Deviden terhadap Return Saham pada Perusahaan Publik di Indonesia*. Ekobis Vol. 10, No.2, Juli 2009:125-133
- Nurjayanti, Novita Putri. 2016. *Faktor-faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio pada Perusahaanaan Manufaktur di BEI Tahun 2012-2014*. Universitas muhammadiyah Surakarta.
- Perdana, Ramadhan dan Raharja Sukmadan. 2014. *Analisis Pengaruh Corporate Governance terhadap Nilai Perusahaan*. Diponegoro Journal of Accounting, (Online), Vol. 3, No. 3.
- Rosdini, Dini. 2009. *Pengaruh Free Cash Flow terhadap Dividen Payout Ratio*. Working Paper In Accounting and Finance. October 2009 Reserch Days, Faculty Of Economic-Padjadjaran University, Bandung.
- Rozeff, M. S. 1982. Growth, beta, and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research*, 5(3), 249-259.
- Setiana, Esa dan Sibagariang, Reffina. 2013. *Pengaruh Free Cash Flow dan Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)*. Medan: Jurnal Telaah Akuntansi, Vol. No. 01
- Siregar, Sylvia Veronica dan Sidharta, Utama. 2006. *Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktek Corporate Governance Terhadap Pengelolaan Laba*. Proceeding Simposium Nasional Akuntansi VIII Solo.
- Tarjo. 2008. *Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan Institusional dan Leverage terhadap Manajemen Laba, Nilai Pemegang Saham serta Cost of Equity Capital*. Simposium Nasioanal Akuntansi XI. Pontianak
- Wahidahwati. 2002. *Kepemilikan Manajerial dan Agency Conflict: Analisis Persamaan Simultan Non Linier dari Kepemilikan Manajerial, Penerimaan Resiko (Risk Taking), Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen*. SNA V. September: 601-614.
- Wiliandri, Ruly. 2011. *Pengaruh Blockholder Ownership dan Firm Size terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan*. Jurnal Ekonomi Bisnis Juli TH. 16, No. 2.

Yaari, Uzi *et al.* 2016. *Finance methodology of Free Cash Flow. Global Finance Journal* GLOFIN-00329; No of Pages 11.

WEBSITE

Britama. 2012. "Sejarah dan Profil Singkat DVLA (Darya-Varia Laboratoria Tbk). Diakses pada 3 September 2018 dari www.britama.com

_____. 2012. "Sejarah dan Profil Singkat KAEF (Kimia Farma Tbk). Diakses pada 3 September 2018 dari www.britama.com

_____. 2012. "Sejarah dan Profil Singkat KLBF (Kalbe Farma Tbk). Diakses pada 3 September 2018 dari www.britama.com

_____. 2012. "Sejarah dan Profil Singkat MERK (Merck Indonesia Tbk). Diakses pada 3 September 2018 dari www.britama.com

_____. 2012. "Sejarah dan Profil Singkat SIDO (Sido Muncul Tbk). Diakses pada 3 September 2018 dari www.britama.com

_____. 2012. "Sejarah dan Profil Singkat PYFA (Pyramida Farma Tbk). Diakses pada 3 September 2018 dari www.britama.com

_____. 2012. "Sejarah dan Profil Singkat TSPC (Tempo Scan Pacific Tbk). Diakses pada 3 September 2018 dari www.britama.com

Bursa Efek Indonesia. 2017. "Laporan Keuangan dan Tahunan ". Diakses pada 20 Februari 2018 dari www.idx.co.id.

Kementrian Perhubungan Indonesia. 2014. "Industri Tekstil dan Alas Kaki Ditargetkan Naik 6,3 Persen". Diakses pada 4 Maret 2018 dari www.kemenperin.go.id.

CNN Indonesia. 2018. "Investasi industri Kimia, Tekstil, dan Aneka Rp117 T di 2018. Diakses pada 5 Maret 2018 dari www.cnnindonesia.com

Kamus Besar Bahasa Indonesia (online). 2018. Pengertian Dividen. Diakses 10 Maret 2018. www.kbbi.web.id.

Media Indonesia. 2017. "Industri Farmasi Semakin Sehat". Diakses pada 25 Juni 2018 dari www.mediaindonesia.com



LAMPIRAN

Lampiran 1. Data Penelitian

No.	Perusahaan	Tahun	DPR	FCF	MNJR	INST	DER
1	DVLA	2013	0.307200	0.037275	0	0.926600	0.301028
2	DVLA	2014	0	-0.032666	0	0.930000	0.284504
3	DVLA	2015	0.674700	-0.092473	0	0.930000	0.413717
4	DVLA	2016	0	0.973956	0	0.924600	0.385137
5	DVLA	2017	0.454800	0.202232	0	0.924600	0.469933
6	KAEF	2013	0.250000	0.230099	0.000023	0.900300	0.521798
7	KAEF	2014	0.002000	0.152025	0.000023	0.900300	0.638845
8	KAEF	2015	0	0.242534	0.000023	0.900300	0.737946
9	KAEF	2016	0.200000	0.154577	0.000023	0.900300	1.030707
10	KAEF	2017	0	0.105588	0.000008	0.900300	1.369713
11	KLBF	2013	0.449700	0.252378	0	0.567100	0.331190
12	KLBF	2014	0.431400	0.259348	0	0.567100	0.265604
13	KLBF	2015	0.444400	0.204646	0	0.566800	0.252154
14	KLBF	2016	0.448400	0.191277	0	0.565000	0.221614
15	KLBF	2017	0	0.172083	0	0.567700	0.195926
16	MERK	2013	0.000800	0.150403	0.001000	0.866510	0.072058
17	MERK	2014	0.802300	0.076504	0	0.866500	0.294223
18	MERK	2015	0.534300	1.300088	0	0.866500	0.354991
19	MERK	2016	0	0.234588	0	0.866500	0.276763
20	MERK	2017	0	0.222500	0	0.866500	0.376267
21	PYFA	2013	0	0.818366	0.230800	0.538500	0.864926
22	PYFA	2014	0	0.978789	0.230800	0.538500	0.788924
23	PYFA	2015	0	0.437162	0.230800	0.538500	0.580204
24	PYFA	2016	0	0.982271	0.230800	0.538500	0.583402
25	PYFA	2017	0	0.991350	0.230800	0.538500	0.465826
26	SIDO	2013	0	-0.400383	0.810000	0	0.124188
27	SIDO	2014	0.867100	-0.335006	0.810000	0	0.070878
28	SIDO	2015	0.857200	-0.193853	0.810000	0	0.076125
29	SIDO	2016	0.811600	-0.123983	0.820000	0	0.083299
30	SIDO	2017	0	0.846125	0	0.810000	0.090589
31	TSPC	2013	0.531800	0.036787	0.009730	0.773400	0.399955
32	TSPC	2014	0	0.126920	0.008100	0.775200	0.353406
33	TSPC	2015	0.431100	0.155782	0.006810	0.781600	0.449049
34	TSPC	2016	0.419600	0.173995	0.005940	0.784200	0.420802
35	TSPC	2017	0	0.148194	0	0.785600	0.442846

Lampiran 2. Data Penelitian dengan Logaritma Natural

No.	Perusahaan	Tahun	DPR	FCF	MNJR	INST	DER
1	DVLA	2013	- 1.180256 278	- 3.2894423 73	0	- 0.076233 306	- 1.200551 995
2	DVLA	2014	0	- 0.0326661 4	0	- 0.072570 693	- 1.257007 966
3	DVLA	2015	- 0.393487 131	- 0.0924732 02	0	- 0.072570 693	- 0.882573 114
4	DVLA	2016	0	- 0.0263891 23	0	- 0.078394 067	- 0.954156 164
5	DVLA	2017	- 0.787897 517	- 1.5983389 52	0	- 0.078394 067	- 0.755165 148
6	KAEF	2013	- 1.386294 361	- 1.4692439 47	- 10.68001 634	- 0.105027 238	- 0.650474 739
7	KAEF	2014	- 6.214608 098	- 1.8837117 51	- 10.68001 634	- 0.105027 238	- 0.448093 421
8	KAEF	2015	0	- 1.4166127 83	- 10.68001 634	- 0.105027 238	- 0.303884 628
9	KAEF	2016	- 1.609437 912	- 1.8670654 58	- 10.68001 634	- 0.105027 238	- 0.030244 975
10	KAEF	2017	0	- 2.2482150 19	- 11.73606 902	- 0.105027 238	- 0.314601 229
11	KLBF	2013	- 0.799174 585	- 1.3768284 54	0	- 0.567219 624	- 1.105063 05
12	KLBF	2014	- 0.840719 545	- 1.3495853 89	0	- 0.567219 624	- 1.325748 801
13	KLBF	2015	- 0.811030 221	- 1.5864748 74	0	- 0.567748 771	- 1.377715 267
14	KLBF	2016	- 0.802069 588	- 1.6540342 58	0	- 0.570929 548	- 1.506818 149
15	KLBF	2017	0	- 1.7597804 16	0	- 0.566162 169	- 1.630018 242
16	MERK	2013	0	- 1.8944394 97	- 6.907755 279	- 0.143281 629	- 2.630283 929
17	MERK	2014	- 0.220272 676	- 2.5704088 07	0	- 0.143293 17	- 1.223417 296

Lanjutan lampiran 2.

No.	Perusahaan	Tahun	DPR	FCF	MNJR	INST	DER
18	MERK	2015	- 0.626797 8	0.2624320 28	0	- 0.143293 17	- 1.035662 842
19	MERK	2016	0	- 1.4499251 13	0	- 0.143293 17	- 1.284593 735
20	MERK	2017	0	- 1.5028273 23	0	- 0.143293 17	- 0.977456 281
21	PYFA	2013	0	- 0.2004450 81	- 1.466203 744	- 0.618967 782	- 0.145111 325
22	PYFA	2014	0	- 0.0214396 91	- 1.466203 744	- 0.618967 782	- 0.237085 287
23	PYFA	2015	0	- 0.8274513 83	- 1.466203 744	- 0.618967 782	- 0.544375 513
24	PYFA	2016	0	- 0.0178882 33	- 1.466203 744	- 0.618967 782	- 0.538878 793
25	PYFA	2017	0	- 0.0086875 18	- 1.466203 744	- 0.618967 782	- 0.763943 105
26	SIDO	2013	0	0	- 0.210721 031	0	- 2.085958 733
27	SIDO	2014	- 0.142600 969	0	- 0.210721 031	0	- 2.646795 19
28	SIDO	2015	- 0.154084 015	0	- 0.210721 031	0	- 2.575378 553
29	SIDO	2016	- 0.208747 671	0	- 0.198450 939	0	- 2.485318 735
30	SIDO	2017	0	- 0.1670886 56	0	- 0.210721 031	- 2.401422 486
31	TSPC	2013	- 0.631487 8	- 3.3026009 52	- 4.632541 383	- 0.256958 9	- 0.916403 238
32	TSPC	2014	0	- 2.0642005 51	- 4.815891 217	- 0.254634 218	- 1.040137 741
33	TSPC	2015	- 0.841415 197	- 1.8592957 15	- 4.989363 159	- 0.246412 178	- 0.800623 266
34	TSPC	2016	- 0.868453 402	- 1.7487271 43	- 5.126046 146	- 0.243091 189	- 0.865592 865

35	TSPC	2017	0	- 1.9092361 36	0	- 0.241307 522	- 0.814533 199
----	------	------	---	----------------------	---	----------------------	----------------------

Lampiran 3. Hasil Deteksi Nilai *Outliers*

KODE	zy	zx1	zx2	zx3	zx4
DVLA	0.17371	-0.59724	-0.48256	0.86826	-0.40881
	-0.84489	-0.77181	-0.48256	0.8801	-0.46715
	1.39224	-0.92108	-0.48256	0.8801	-0.01094
	-0.84489	1.74068	-0.48256	0.8613	-0.11185
	0.66311	-0.18551	-0.48256	0.8613	0.18754
KAEF	-0.01595	-0.11596	-0.48247	0.77666	0.37066
	-0.83826	-0.31083	-0.48247	0.77666	0.78392
	-0.84489	-0.08492	-0.48247	0.77666	1.13382
	-0.18174	-0.30446	-0.48247	0.77666	2.16748
	-0.84489	-0.42673	-0.48253	0.77666	3.36441
KLBF	0.6462	-0.06035	-0.48256	-0.38388	-0.30232
	0.58552	-0.04295	-0.48256	-0.38388	-0.53388
	0.62863	-0.17949	-0.48256	-0.38492	-0.58137
	0.64189	-0.21285	-0.48256	-0.39119	-0.6892
	-0.84489	-0.26076	-0.48256	-0.38179	-0.7799
MERK	-0.84224	-0.31487	-0.47875	0.65897	-1.21724
	1.81533	-0.49932	-0.48256	0.65893	-0.43284
	0.92671	2.55469	-0.48256	0.65893	-0.21828
	-0.84489	-0.10475	-0.48256	0.65893	-0.49449
	-0.84489	-0.13492	-0.48256	0.65893	-0.14316
PYFA	-0.84489	1.35233	0.39625	-0.48349	1.58215
	-0.84489	1.75274	0.39625	-0.48349	1.31381
	-0.84489	0.40086	0.39625	-0.48349	0.57688
	-0.84489	1.76143	0.39625	-0.48349	0.58817
	-0.84489	1.78409	0.39625	-0.48349	0.17304
SIDO	-0.84489	-1.68961	2.60163	-2.35909	-1.03318
	2.03019	-1.52643	2.60163	-2.35909	-1.22141
	1.99737	-1.17412	2.60163	-2.35909	-1.20288
	1.84617	-0.99973	2.63971	-2.35909	-1.17755
	-0.84489	1.42162	-0.48256	0.46214	-1.15181
TSPC	0.91842	-0.59845	-0.44551	0.33467	-0.05953
	-0.84489	-0.37349	-0.45171	0.34094	-0.22388
	0.58453	-0.30145	-0.45663	0.36323	0.11381
	0.5464	-0.25599	-0.45994	0.37228	0.01408
	-0.84489	-0.32039	-0.48256	0.37716	0.09191

Lampiran 4. Analisis Statistik Deskriptif

	Y	X1	X2	X3	X4
Mean	0.237220	0.373314	0.047423	0.735780	0.393778
Median	0.000800	0.204646	0.000000	0.781600	0.376267
Maximum	0.802300	1.300088	0.230800	0.930000	0.864926
Minimum	0.000000	-0.092473	0.000000	0.538500	0.072058
Std. Dev.	0.266956	0.385850	0.093622	0.160204	0.174022
Skewness	0.451009	1.083718	1.496610	-0.164060	1.005055
Kurtosis	1.769951	2.815612	3.245314	1.308002	4.285441
Jarque-Bera	2.423599	4.928936	9.395363	3.094291	5.930109
Probability	0.297661	0.085054	0.009116	0.212855	0.051558
Sum	5.930500	9.332838	1.185580	18.39451	9.844449
Sum Sq. Dev.	1.710377	3.573131	0.210362	0.615971	0.726807
Observations	25	25	25	25	25



Lampiran 5. Hasil *Chow Test*

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	7.515020	(4,16)	0.0013
Cross-section Chi-square	26.433947	4	0.0000

Cross-section fixed effects test equation:

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 07/29/18 Time: 22:09

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 5

Total panel (balanced) observations: 25

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	0.213961	0.282354	0.757776	0.4574
X2	0.343379	0.118940	2.886988	0.0091
X3	0.458558	1.275203	0.359596	0.7229
X4	0.841525	0.400714	2.100063	0.0486
C	1.287010	0.809439	1.590004	0.1275
R-squared	0.462854	Mean dependent var		-0.657200
Adjusted R-squared	0.355425	S.D. dependent var		1.402978
S.E. of regression	1.126386	Akaike info criterion		3.252763
Sum squared resid	25.37493	Schwarz criterion		3.496538
Log likelihood	-35.65953	Hannan-Quinn criter.		3.320376
F-statistic	4.308461	Durbin-Watson stat		0.925389
Prob(F-statistic)	0.011254			

Lampiran 6. Hasil *Hausman Test*

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	30.060079	4	0.0000

Cross-section random effects test comparisons:

Variable	Fixed	Random	Var(Diff.)	Prob.
X1	0.073827	0.213961	0.005901	0.0681
X2	0.452405	0.343379	0.014569	0.3664
X3	-0.086732	0.458558	14.930386	0.8878
X4	1.659186	0.841525	0.439262	0.2173

Cross-section random effects test equation:

Dependent Variable: Y

Method: Panel Least Squares

Date: 07/29/18 Time: 22:11

Sample: 2013 2017

Periods included: 5

Cross-sections included: 5

Total panel (balanced) observations: 25

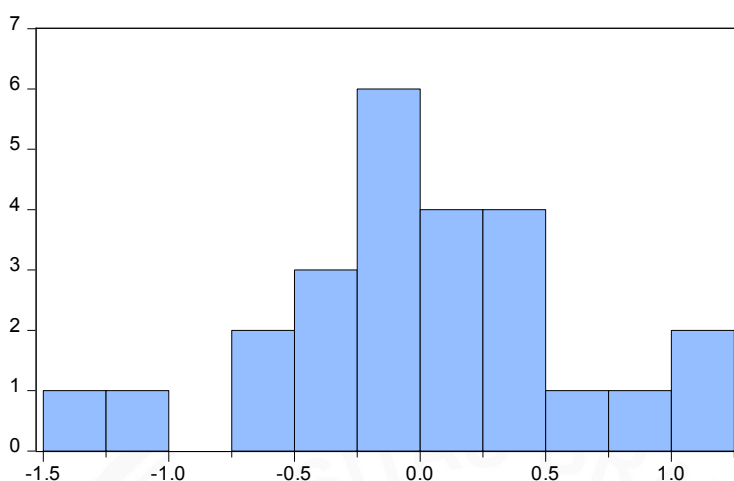
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2.286539	1.266526	1.805362	0.0899
X1	0.073827	0.201291	0.366766	0.7186
X2	0.452405	0.143917	3.143507	0.0063
X3	-0.086732	3.954299	-0.021934	0.9828
X4	1.659186	0.713432	2.325641	0.0335

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.813410	Mean dependent var	-0.657200
Adjusted R-squared	0.720116	S.D. dependent var	1.402978
S.E. of regression	0.742233	Akaike info criterion	2.515405
Sum squared resid	8.814549	Schwarz criterion	2.954200
Log likelihood	-22.44256	Hannan-Quinn criter.	2.637108
F-statistic	8.718711	Durbin-Watson stat	1.938371
Prob(F-statistic)	0.000141		

Lampiran 7. Hasil Uji Jarque-Bera Test



Series: Standardized Residuals
Sample 2013 2017
Observations 25

Mean	0.000000
Median	-0.010225
Maximum	1.121338
Minimum	-1.451074
Std. Dev.	0.606030
Skewness	-0.219194
Kurtosis	3.086089
Jarque-Bera	0.207913
Probability	0.901265

Lampiran 8. Hasil Uji Matriks Korelasi

	X1	X2	X3	X4
X1	1.000000	0.408647	0.375469	-0.418672
X2	0.408647	1.000000	-0.002347	-0.034894
X3	0.375469	-0.002347	1.000000	-0.244783
X4	-0.418672	-0.034894	-0.244783	1.000000

Lampiran 9. Hasil Uji Glejser

Dependent Variable: RESABS
Method: Panel Least Squares
Date: 07/29/18 Time: 22:20
Sample: 2013 2017
Periods included: 5
Cross-sections included: 5
Total panel (balanced) observations: 25

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	-0.059194	0.103944	-0.569479	0.5754
X2	-0.007177	0.043786	-0.163922	0.8714
X3	0.005301	0.469447	0.011292	0.9911
X4	0.041162	0.147517	0.279031	0.7831
C	0.435316	0.297983	1.460875	0.1596

R-squared	0.046970	Mean dependent var	0.456341
Adjusted R-squared	-0.143636	S.D. dependent var	0.387749
S.E. of regression	0.414662	Akaike info criterion	1.254152
Sum squared resid	3.438896	Schwarz criterion	1.497927
Log likelihood	-10.67690	Hannan-Quinn criter.	1.321765
F-statistic	0.246424	Durbin-Watson stat	2.361360
Prob(F-statistic)	0.908437		

Lampiran 10. Hasil Uji *Durbin Watson*

Durbin-Watson stat	1.938371

Lampiran 11. Hasil Analisis Regresi Data Panel

Dependent Variable: Y?
 Method: Pooled Least Squares
 Date: 10/11/18 Time: 23:53
 Sample: 2013 2017
 Included observations: 5
 Cross-sections included: 5
 Total pool (balanced) observations: 25

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
c	2.286539	1.266526	1.805362	0.0899
X1?	0.073827	0.201291	0.366766	0.7186
X2?	0.452405	0.143917	3.143507	0.0063
X3?	-0.086732	3.954299	-0.021934	0.9828
X4?	1.659186	0.713432	2.325641	0.0335
Fixed Effects (Cross)				
_DVLA--C	-1.015231			
_KLBF--C	-0.562253			
_MERK--C	-0.791250			
_PYFA--C	1.740065			
_TSPC--C	0.628669			

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.813410	Mean dependent var	-0.657200
Adjusted R-squared	0.720116	S.D. dependent var	1.402978
S.E. of regression	0.742233	Akaike info criterion	2.515405
Sum squared resid	8.814549	Schwarz criterion	2.954200
Log likelihood	-22.44256	Hannan-Quinn criter.	2.637108
F-statistic	8.718711	Durbin-Watson stat	1.938371
Prob(F-statistic)	0.000141		

Lampiran 12. Curriculum Vitae**Curriculum Vitae**

Name : Nadya Ulfa Widjaya
Date of Birth : 26 / 05 / 1996
Religion : Islam
Address : Jl. Madrasah No. 60A Cilandak
 Gandaria Selatan, Jakarta Selatan 12420
Phone : 081217186506
Email : nadyanau26@gmail.com

**Educational Background :**

- 2002 – 2008 SDI Al - Ikhlas
- 2008 – 2011 SMP Negeri 68 Jakarta
- 2011 – 2014 SMA Negeri 46 Jakarta (Ilmu Pengetahuan Alam)
- 2014 – 2018 Universitas Brawijaya (Adm.Bisnis/Bisnis Internasional)

Additional Information :

- 2011 – 2014 (Paskibra SMAN 46 Jakarta)
- 2015 – 2016 (Himpunan Mahasiswa Administrasi Bisnis – Hubungan Masyarakat)

Activity in Events / as Event Committee :

- 2014 : October Project - Perlengkapan
Vote for Business – Desain dan Dokumentasi
- 2015 : Kick Fest – Crew Volunteer
- 2016 : ESPRIEX 3.0 - Public Relation
Bina Desa – Ketua Pelaksana
Greeneration Friend of earth (Lombok) – participant
Start Up Action 2016 - participant

Personal Skills :

- | | |
|------------------------|------------------------|
| ●●●●○ Microsoft Office | ●○○○○ CorelDraw |
| ●○○○○ Adobe Photoshop | ●●●●○ English language |