

PENGARUH FREE CASH FLOW TERHADAP

DIVIDEND POLICY

Oleh : Dini Rosdini

ABSTRAK

Dividen yang dibagikan kepada pemegang saham sangat bergantung pada kebijakan perusahaan. Kebijakan dividen suatu perusahaan juga dipengaruhi oleh Free Cash Flow yang merupakan aliran kas diskresioner yang menggambarkan fleksibilitas keuangan perusahaan.

Penelitian ini menganalisis pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Dividend Payout Ratio*, dimana Free Cash Flow diukur dengan mengurangi *cash flow from operations* dengan *net capital expenditure* ditambah *changes in working capital*. Unit analisis penelitian ini adalah perusahaan manufaktur tertentu pada tahun 2000-2002 yang sesuai dengan kriteria penelitian.

Analisis regresi dilakukan untuk meneliti pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio*. Berdasarkan uji t untuk meneliti signifikansi diperoleh hasil bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

Dari hasil penelitian ini dapat ditarik kesimpulan bahwa *free cash flow* dapat dijadikan salah satu indikator dalam penetapan kebijakan dividen dalam suatu perusahaan.

Kata Kunci: *Free Cash Flow*, Dividen, *Dividend Payout Ratio*.

Pendahuluan

Masalah keagenan dapat menimbulkan konflik yang melibatkan berbagai pihak, konflik dapat terjadi antara manajer dengan pemegang saham, antara manajer bersama-sama pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas, antara pemegang saham dengan para kreditur, juga antara manajer dengan *stakeholders* lainnya. Jensen (1986) mengemukakan bahwa manajer memiliki insentif untuk memperbesar perusahaan melebihi ukuran optimalnya sehingga mereka tetap melakukan investasi meskipun memberikan *net present value* negatif. *Overinvestment* semacam ini dilakukan dengan menggunakan dana yang dihasilkan dari sumber internal perusahaan yaitu aliran kas bebas untuk menghindari pengawasan yang berhubungan dengan penambahan modal dari luar perusahaan. Padahal dana semacam ini seharusnya dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk peningkatan dividen atau pembelian kembali saham perusahaan.

Besar kecilnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tergantung pada kebijakan dividen masing-masing perusahaan dan dilakukan berdasarkan pertimbangan berbagai faktor. Menurut Gitman (2003) faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan adalah *debt covenant*, likuiditas, posisi kas, prospek pertumbuhan perusahaan, dan kuasa kendali para pemegang saham yang memiliki mayoritas saham perusahaan.

Kebijakan dividen atau keputusan dividen pada hakikatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan (Levy dan Sarnat, 1990).

Pembayaran dividen khususnya *cash dividend* kepada para pemegang saham sangat tergantung pada posisi kas yang tersedia, hal ini dibuktikan oleh penelitian yang dilakukan oleh Sutrisno (2001) yang menyatakan bahwa di antara beberapa faktor yang mempengaruhi *Dividend Payout Ratio*, hanya faktor posisi kas (*cash position*) dan *Debt to Equity Ratio* yang berpengaruh signifikan. Posisi kas yang benar-benar tersedia bagi para pemegang saham akan tergambar pada *free cash flow* yang dimiliki oleh perusahaan.

Free Cash Flow (aliran kas bebas) menggambarkan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan. Jensen (1986) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai kas yang tersisa setelah seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* positif dilakukan. 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.

Sedangkan menurut Ross et al (2000), aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap. Aliran kas bebas menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan.

Berbagai kondisi perusahaan dapat mempengaruhi nilai aliran kas bebas, misalnya bila perusahaan memiliki aliran kas bebas tinggi dengan tingkat pertumbuhan rendah maka aliran kas bebas ini seharusnya didistribusikan kepada pemegang saham, tetapi bila perusahaan memiliki aliran kas bebas tinggi dan tingkat pertumbuhan tinggi maka aliran kas bebas ini dapat ditahan sementara dan bisa dimanfaatkan untuk investasi pada periode mendatang.

Karena kondisi tersebut di atas, maka mengindikasikan bahwa adanya aliran kas bebas yang besar dalam suatu perusahaan belum tentu menunjukkan bahwa perusahaan tersebut akan membagikan dividen dengan jumlah yang lebih besar dibandingkan dengan ketika perusahaan memiliki aliran kas bebas yang kecil. Sehingga penulis tertarik untuk meneliti bagaimana pengaruh free cash flow (aliran kas bebas) terhadap kebijakan dividen yang diprosikan oleh Dividend Payout Ratio.

Identifikasi Masalah

Masalah yang akan dipecahkan di dalam penelitian ini adalah :
“Bagaimana pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Dividend Payout Ratio*?”

Definisi Free Cash Flow

Jensen (1986) mendefinisikan *free cash flow* adalah aliran kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. *Free cash flow* ini lah yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer.

Ketika *free cash flow* tersedia, manajer disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan atau akan menginvestasikan *free cash flow* dengan return yang kecil (Smith & Kim, 1994).

White et al (2003) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas diskresioner yang tersedia bagi perusahaan. *Free cash flow* adalah kas dari aktivitas operasi dikurangi *capital expenditures* yang dibelanjakan perusahaan untuk memenuhi kapasitas produksi saat ini. *Free cash flow* dapat digunakan untuk penggunaan diskresioner seperti akuisisi dan pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan (*growth-oriented*), pembayaran hutang, dan pembayaran kepada pemegang saham baik dalam bentuk dividen. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang, dan dividen.

Ross et al (2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap. *Free cash flow* menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar “strategi” menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang melakukan

pengeluaran modal, *free cash flow* akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan dan yang tidak (Uyara dan Tuasikal, 2003)

Free cash flow dikatakan mempunyai kandungan informasi bila *free cash flow* memberi signal bagi pemegang saham. Dapat dikatakan pula bahwa *free cash flow* yang mempunyai kandungan informasi menunjukkan bahwa *free cash flow* mampu mempengaruhi hubungan antara rasio pembayaran dividen dan pengeluaran modal dengan *earnings response coefficients* (Uyara dan Tuasikal, 2003).

Definisi Dividen

Menurut Gitman (2003) dividen kas yang dibayarkan merupakan penilaian investor atas suatu saham. Dividen kas mencerminkan arus kas kepada pemegang saham dan menginformasikan kinerja perusahaan saat ini dan yang akan datang. Karena *retained earnings* (saldo laba) adalah salah satu bentuk pendanaan internal, maka keputusan mengenai dividen dapat mempengaruhi kebutuhan pendanaan eksternal perusahaan. Dengan demikian, semakin besar dividen kas yang dibayarkan oleh perusahaan, maka semakin besar pula jumlah pendanaan eksternal yang dibutuhkan melalui pinjaman hutang atau penjualan saham.

Pendefinisian dividen yang senada diungkapkan oleh Ross et al (1999), Ross menyatakan bahwa dividen adalah suatu bentuk pembayaran yang dilakukan oleh perusahaan kepada para pemiliknya, baik dalam bentuk kas maupun saham. Dividen dikatakan juga sebagai “komponen pendapatan” dari *return* investasi pada saham.

Teori Kebijakan Dividen

Dividen merupakan adalah pembayaran dari perusahaan kepada para pemegang saham atas keuntungan yang diperolehnya. Kebijakan dividen adalah

kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh pihak perusahaan, berupa penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan dan besarnya saldo laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan (Sutrisno, 2001)

Dalam banyak hal, dividen sering diperlakukan sebagai pertimbangan terakhir setelah pertimbangan investasi dan pertimbangan pembiayaan lainnya, sehingga timbul *the residual value theory of dividend*. Disamping itu, ada juga yang mempertimbangkan pembagian dividen kas untuk mengurangi masalah keagenan.

Gitman (2003) memberikan definisi kebijakan dividen sebagai suatu perencanaan tindakan perusahaan yang harus dituruti ketika keputusan dividen harus dibuat. Sedangkan Lee dan Finerty (1990) mengartikan kebijakan dividen sebagai suatu keputusan perusahaan apakah akan membagikan *earnings* yang dihasilkan kepada para pemegang saham atau akan menahan *earnings* untuk kegiatan reinvestasi dalam perusahaan.

Dengan demikian, kebijakan dividen merupakan penggunaan laba bersih setelah pajak yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan berapa besar bagian laba bersih yang akan digunakan untuk membiaya investasi perusahaan. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba yang diperolehnya dalam bentuk dividen, maka akan mengurangi *retained earnings* dan selanjutnya mengurangi total sumber dana internal. Sebaliknya, jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperolehnya, maka kemampuan pembentukan dana internal akan semakin besar.

Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga dapat memaksimumkan harga saham perusahaan.

Berikut ini adalah pemaparan mengenai beberapa teori kebijakan dividen:

1. *Hipotesis Kontrak*

Konsep dasar hipotesis kontrak digambarkan oleh Myers (1977, dalam Smith & Watts 1992) sebagai berikut: IOS perusahaan merupakan *call option* (hak untuk melakukan pembelian atau investasi di masa mendatang pada tingkat harga tertentu) yang nilainya bergantung pada kecenderungan bahwa manajemen

akan melaksanakan kesempatan tersebut. Jika perusahaan memiliki hutang yang berisiko tinggi dan dengan hutang tersebut perusahaan melaksanakan pilihan untuk menjalankan proyek yang memiliki *net present value* positif, maka akan terdapat kemungkinan terjadinya penurunan nilai perusahaan.

Hubungan antara kebijakan investasi dan dividen dapat diidentifikasi melalui arus kas perusahaan, yaitu semakin besar jumlah investasi dalam satu periode tertentu, akan semakin kecil dividen yang diberikan. Dengan demikian perusahaan yang bertumbuh (aktif melakukan kegiatan investasi) diidentifikasi sebagai perusahaan yang *free cash flow*nya rendah (Jensen, 1986 dalam Smith dan Watts 1992) dengan pembayaran dividen yang rendah pula.

Argumentasi mengenai hipotesis kontrak adalah *new issue market* merupakan salah satu cara menurunkan biaya agensi, karena berarti terjadi peningkatan pengawasan terhadap manajer oleh pemegang saham yang jumlahnya menjadi lebih banyak atau hak kontrol yang lebih besar bagi pemegang saham. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki pilihan pertumbuhan yang rendah akan segan atau jarang melakukan *new issue market*. Salah satu cara mempertahankan nilai modal saham yang ada adalah dengan membayar dividen lebih tinggi (Rozef 1982 dan Easterbrook 1984, dalam Smith & Watts 1992).

2. Hipotesis *Pecking Order*

Hipotesis *Pecking Order* yang dikemukakan oleh Myers & Majluf (1984) di dalam Hartono (1999) menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan untuk membayar dividen relatif rendah dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek-proyek investasinya. Bahkan bagi perusahaan bertumbuh, peningkatan dividen dapat menjadi berita buruk (*bad news*) karena diduga perusahaan telah mengurangi rencana investasinya (Kalay 1982, dalam Hartono 1999).

3. Hipotesis Sinyal

Hipotesis sinyal yang dikemukakan oleh Miller & Rock (1985) di dalam Hartono (1999) menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas tinggi akan membayar dividen lebih tinggi. Jika sinyal meningkat karena adanya disparitas

informasi antara manajer dengan investor, maka perusahaan yang memiliki disparitas informasi besar yang biasanya merupakan perusahaan yang memiliki pilihan pertumbuhan yang kecil akan membayarkan dividen lebih tinggi (hubungan negatif) sebagai sinyal bahwa kondisi perusahaan baik.

4. *Residual Dividend policy*

Kebijakan ini menyatakan bahwa dividen yang dibayarkan merupakan sisa dari laba perusahaan setelah dikurangkan dengan yang dibayarkan untuk membiayai perencanaan modal perusahaan (Weston dan Brigham, 1993). Artinya, perusahaan membayarkan dividen hanya jika terdapat kelebihan dana atas laba perusahaan yang digunakan untuk membiayai proyek yang telah direncanakan. Dasar dari kebijakan ini adalah bahwa investor lebih menyukai perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali laba daripada membagikannya dalam bentuk dividen apabila laba yang diinvestasikan kembali tersebut dapat menghasilkan *return* yang lebih tinggi daripada *return* rata rata yang dapat dihasilkan investor dari investasi lain dengan risiko yang sebanding.

Dividend Payout Ratio

Dividend Payout Ratio merupakan indikasi atas persentase jumlah pendapatan yang diperoleh yang didistribusikan kepada pemilik atau pemegang saham dalam bentuk kas (Gitman, 2003). Dividend Payout Ratio (DPR) ini ditentukan perusahaan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham setiap tahun, penentuan DPR berdasarkan besar kecilnya laba setelah pajak.

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earnings per share}}$$

Kerangka Pemikiran

Keputusan suatu perusahaan untuk membagikan dividen serta besarnya dividen yang dapat dibagikan kepada para pemegang saham sangat tergantung pada posisi kas perusahaan tersebut. Meskipun perusahaan dapat memperoleh laba yang tinggi namun apabila posisi kas menunjukkan keadaan yang tidak begitu baik, perusahaan mungkin tidak dapat membayar dividen. Misalnya, apabila perusahaan membutuhkan dana yang cukup besar untuk membiayai investasinya atau perusahaan tersebut sedang tumbuh sehingga sebagian besar dananya tertanam dalam aktiva tetap dan modal kerja, maka kemampuannya untuk membayar dividen kas pun sangat terbatas.

Menurut Scott Jr. et al (1999:575) kebijakan dividen terdiri dari dua komponen, yang pertama adalah *Dividend Payout Ratio* yang mengindikasikan jumlah dividen yang akan dibayarkan sehubungan dengan jumlah *earnings* perusahaan. Sedangkan komponen yang kedua adalah stabilitas dari dividen.

Definisi Dividend Payout Ratio menurut Van Horne & Machowicz Jr. (1998:483) Dividend Payout Ratio adalah:

“Annual cash dividends divided by annual earnings; or alternatively Dividend per Share divided by Earning per Share. The ratio indicates the percentage of a company’s earnings that’s paid out to shareholder in cash.”

Jadi, *Dividend Payout Ratio* merupakan persentase dividen tunai yang dibayarkan dibagi laba tahun berjalan.

Dividen merupakan arus kas keluar sehingga semakin kuat posisi kas perusahaan, akan mempengaruhi besarnya kemampuan perusahaan dalam membayar dividen. Kas yang benar-benar tersedia bagi para pemegang saham adalah suatu *free cash flow*.

Free Cash Flow didefinisikan oleh Jensen (1986) sebagai kelebihan dana kas setelah dipakai untuk mendanai seluruh proyek yang memberikan *net present value* positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. Pengertian senada diungkapkan oleh Brown (1996) yang mendefinisikan aliran kas bebas sebagai *cash flow* yang dihasilkan dari operasi bisnis yang sedang

berjalan dan tersedia untuk didistribusikan kembali kepada pemegang saham tanpa mempengaruhi tingkat pertumbuhan perusahaan saat ini.

Begitu pula Francis et al (2000) dan Brigham, et al (1999) memberikan pengertian aliran kas bebas sebagai kas yang tersedia untuk didistribusikan bagi investor sesudah terpenuhinya kebutuhan seluruh investasi yang diperlukan untuk mempertahankan operasi.

Sedangkan Kieso dan Weygandt (2002) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai jumlah aliran kas diskresioner suatu perusahaan yang dapat digunakan untuk tambahan investasi, melunasi hutang, membeli kembali saham perusahaan sendiri (*treasury stock*), atau menambah likuiditas perusahaan.

White dan Sondhi (2003) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai jumlah aliran kas dari aktivitas operasi (*Cash Flow From Operating Activities*) dikurangi *Capital Expenditures*.

Semua pengertian di atas memiliki makna senada yaitu menjelaskan adanya dana yang berlebih di perusahaan yang seharusnya didistribusikan kepada para pemegang saham dimana keputusan pendistribusian ini sangat dipengaruhi oleh kebijakan manajemen.

Hipotesis

Berdasarkan pada perumusan masalah dan landasan teori yang diajukan, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H₁: “*Free Cash Flow* berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*”

Dalam penelitian ini, *Free Cash Flow* digunakan sebagai variabel bebas (*independent variable*) sedangkan *Dividend Payout Ratio* sebagai variabel terikat (*dependent variable*).

Objek dan Metode Penelitian

Objek penelitian ini adalah *Free Cash Flow* dan *Dividend Payout Ratio (DPR)*. Objek penelitian ini difokuskan pada seluruh perusahaan manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Jakarta dalam periode laporan keuangan tahun 2000-2002. Pembatasan periode laporan keuangan yang dimulai tahun 2000 berkaitan dengan periode setelah krisis ekonomi dan batasan tahun 2002 berkaitan dengan ketersediaan data yang dapat diakses.

Operasionalisasi Variabel

Sesuai dengan objek penelitian, *Free Cash Flow* berfungsi sebagai variabel bebas (*independent variable*) dan *Dividend Payout Ratio (DPR)* berfungsi sebagai variabel terikat (*dependent variable*).

Free Cash Flow diukur dengan membagi *Free Cash Flow* 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 Ross et.al. (2000) adalah:

$$\text{Free Cash Flow} = \text{cash flow from operations} - (\text{net capital expenditure} + \text{changes in working capital})$$

dimana:

Cash flow from operations (aliran kas operasi) = nilai bersih kenaikan/penurunan arus kas dari aktivitas operasi perusahaan.

Net capital expenditure (pengeluaran modal bersih) = nilai perolehan aktiva tetap akhir – nilai perolehan aktiva tetap awal.

Changes in working capital (perubahan modal kerja) = modal kerja akhir tahun – modal kerja awal tahun.

Sementara *Dividend Payout Ratio (DPR)* dihitung dengan rumus:

$$DPR = \frac{\text{dividen pershare}}{\text{(earning pershare)}}$$

Operasionalisasi variabel secara terperinci dapat dilihat pada Tabel 1 berikut ini.

Tabel 1

Struktur Operasionalisasi Variabel

<i>Variabel</i>	Definisi	Indikator	Skala
<i>Independent Variable</i>			
Free Cash Flow per Total Asset (FCF/TA)	Aliran kas diskresioner yang tersedia bagi perusahaan (White et al, 2003)	<ul style="list-style-type: none"> - Cash flow from operations - Net capital expenditures - Net working capital 	Rasio
<i>Dependent Variable</i>			
Dividend Payout Ratio (DPR)	Persentase yang diperoleh yang didistribusikan kepada pemilik atau pemegang saham dalam bentuk kas (Gitman, 2003)	<ul style="list-style-type: none"> - Dividend pershare - Earning pershare 	Rasio

Metode Analisis

Teknik analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis penelitian adalah Analisis Regresi Linear Sederhana (*Linear Regression*). Sesuai dengan sifat analisisnya, analisis regresi dalam penelitian ini dimanfaatkan untuk menganalisis

pengaruh *Free Cash Flow per Total Asset (FCF/TA)* terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)* .

Dalam wujud persamaan, model analisis yang diuji adalah:

$$\text{DPR} = b_0 + b_1 (\text{FCF/TA}) + e \quad \dots\dots\dots$$

dimana : FCF/TA : *Free Cash Flow per Total Asset (independent variable)*

DPR : *Dividend Payout Ratio (dependent variable)*

e : error

b_0 : kontanta/intersep

b_1 : koefisien regresi dari FCF/TA

Pengujian hipotesis didasarkan pada p-value dari masing-masing parameter atau dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel. Peneliti menetapkan kriteria penerimaan dengan uji dua sisi dengan tingkat signifikansi 5%. Jika t hitung lebih besar dari t tabel atau t hitung lebih kecil dari minus t tabel, maka hipotesis nol ditolak, sedangkan jika t hitung lebih kecil dari t tabel atau t hitung lebih besar dari minus t tabel, maka hipotesis nol diterima.

Hasil Penelitian

Hasil Uji Hipotesis:

H_0 : $\beta=0$, FCF tidak berpengaruh terhadap DPR

H_1 : $\beta\neq 0$, FCF berpengaruh terhadap DPR

Dari hasil pengolahan data tersebut diperoleh hasil sebagai berikut:

	<i>Coefficients</i>	<i>Significance F</i>	<i>P-value</i>	<i>t Stat</i>
Intercept	0.14371385 8	0.000234219	9.69361E-14	7.691502
	0.10062684 1		0.000234219	-3.70967

Sehingga, persamaan regresi yang terbentuk adalah:

$$\text{DPR} = 0.144 + 0.101 \text{ FCF} + e$$

Dari hasil uji regresi linear berganda pada tingkat signifikansi 0,05 menunjukkan bahwa hipotesis nol (H_0) dapat ditolak karena $t\text{-hitung} > t\text{-tabel}$, dimana nilai signifikansi ($p\text{ value}$) $< \alpha$ ($0,00023 < 0,05$) atau dengan kata lain hipotesis alternatif satu (H_1) diterima.

Dengan demikian, dapat diambil kesimpulan bahwa Free Cash Flow memiliki pengaruh terhadap Dividend Payout Ratio. Pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio* bersifat positif artinya semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi *dividend payout ratio* atau semakin rendah *free cash flow* maka semakin rendah *dividend payout ratio*. Hal ini bisa dilihat dari nilai koefisien regresi dimana nilai $\beta_1 = 0,101$ yang artinya setiap terjadi kenaikan *free cash flow* sebesar satu maka akan terjadi kenaikan *dividend payout ratio* sebesar 0,101 begitu juga setiap terjadi penurunan *free cash flow* sebesar satu maka akan terjadi penurunan *dividend payout ratio* sebesar 0,101.

Hasil ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Smith and Watts (1992) yang menyatakan bahwa untuk menghindari terjadinya *overinvestment (free cash flow problem)*, manajer akan membagikan dividen dalam jumlah yang tinggi. Lang and Litzenberger (1989) menyatakan bahwa bagi perusahaan *overinvesting*, kenaikan dividen mengimplikasikan pengurangan kebijakan manajemen atas investasi yang telah *overinvesting* sehingga respon pemegang saham positif terhadap kenaikan dividen tersebut. Peningkatan dividen merupakan sinyal yang positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, karena meningkatnya dividen diartikan sebagai adanya keuntungan yang akan

diperoleh di masa yang akan datang sebagai hasil yang diperoleh dari keputusan investasi yang perusahaan dengan *net present value* positif (Hasnawati, 2004)

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, Eugene E., Louis C. Gapenski, dan Philip R. Daves. (1999). *Intermediate Financial Management*. 6th ed. Orlando: The Dryden Press.
- Brown, Gordon T. (1996). Free Cash Flow Appraisal A Better Way ?. *The Appraisal Journal*.
- Easterbrook, F. (1984). Two Agency-Cost Explanation of Dividends. *American Economic Review*. Vol 16.
- Francis, Jennifer, Perl Olsson dan Dennis R. Oswald. (2000). Comparing The Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earning Equity Estimates. *Journal of Accounting Research*. Vol. 38, No.1. Spring: 45-70
- Gaver, Jennifer J., dan Gaver, Kenneth M. (1993). Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics* 16.
- Gitman, Lawrence J. (2003). *Principles of Managerial Finance*. 10th edition. Addison Wesley.
- Gujarati, Damodar. (1995). *Basic Econometrics*. Mc Graw Hill.
- Jensen, Michael C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. May, vol. 76(2): 323-329
- Jogiyanto Hartono. (1999). *An Agency Cost Explanation for Dividend Payments*. Working Paper. Universitas Gadjah Mada.

- Jogiyanto Hartono. (2004). *Metodologi Penelitian Bisnis: salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*. BPFE.
- Julianto Agung Saputro. (2003). Analisis Hubungan antara Gabungan Proksi Investment Opportunity Set dan Real Growth dengan Menggunakan Pendekatan Confirmatory Factor .
- Kallapur, Sanjay dan Trombley, Mark A. (1999). The Association Between Investment Opportunity Proxies and Realized Growth. *Journal of Business and Accounting* 26.
- Kieso, Donald E. dan Jerry J. Wseygandt. (2002). *Intermediate Accounting*. John Wiley and Sons, Inc. New York.
- Koch, Paul D dan Shenoy, Catherine. (1999). The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies. *Financial Management*. Vol 28 No 4.
- Lee dan Finerty. (1990). *Corporate Finance Theory, Methods and Applications*. Harcourt Brace Jovanovich. USA.
- Levin, David M, Berenson, Mark, dan Stephen, David. (1999). *Statistics for Managers*. Prentice Hall.
- Levy, H. dan Sarnat, M. (1990). *Capital Investment and Financial Decision*. Fourth edition. Prentice Hall.
- Mollah, Sabur A dan Keasey, Kevin dan Short, Helen. (2000). *The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from the Dhaka Stock Exchange*. Working Paper.
- Ross, S. (1977). The Determinant of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *Bell Journal of Economics*. Spring: 23-40.
- Rozeff, M.S. (1982). Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*. Vol 8.
- Scott Jr., David F., Martin, John D., Petty, William, dan Keown, Arthur J. (1999). *Basic Financial Management*, Prentice Hall, Inc. 8th edition.
- Sekaran, Uma. (2003). *Research Methods For Business*. Wiley.

- Smith, Ruchard L dan Kim, Joo Hyun. (1994). The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack of Bidder and Target Stock Returns. *Journal of Business*. 17
- Sri Hasnawati (2004). *Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan publik di Bursa Efek Jakarta*. Disertasi. Universitas Padjadjaran.
- Sritua Arief. (1993). *Metodologi Penelitian Ekonomi*. Penerbit Universitas Indonesia.
- Sutrisno. (2001). Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Dividend Payout Ratio. *TEMA*, Volume II, Nomor 1, Maret 2001.
- Uyara, Ali Sani dan Askam Tuasikal. (2003). Moderasi Aliran Kas Bebas terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal dengan Earnings Response Coefficients. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol 6 No. 2.
- Van Horne, James C. dan Wachowicz, Jr. (1998). *Fundamental of Financial Management*. Prentice Hall, Inc. 10th edition.
- Vogt, Stephen C., dan Joseph D. Vu. (2000). Free Cash Flow and Long-Run Firm Value: Evidence from the Value Line Investment Survey. *Journal of Managerial Issues*. Vol. XII No. 2
- Watts, R.L. dan Zimmerman, J.L. (1986). *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall. Engelwood Cliffs. NJ.
- Weston, J Fred & Brigham, Eugene F. (1993). *Essentials of Managerial Finance*. Harcourt Brace & Company.
- White, Gerald I., Sondhi, Ashwinpul C., dan Fried, Dov. (1998). *The Analysis and Use Of Financial Statements*. John Wiley and Sons, Inc. New York.