

**RETURN ON ASSET, INVESTMENT OPORTUNITY SET, FREE CASH FLOW
TERHADAP DIVIDEND PAYOUT RATIO DENGAN CORPORATE GOVERNANCE
SEBAGAI VARIABEL INTERVENING**

Dien Sefty Framitha
diensefty84@gmail.com
Nurhayati Suchartini
nurhayatisuchartini@gmail.com

Universitas Serang Raya

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini untuk membuktikan pengaruh langsung dan tidak langsung dari return on asset (X1), investment oportunity yang diukur CAPBVA (X2), free cash flow (X3) terhadap dividen payout ratio melalui corporate governance yang diukur dari score CGPI. Subjek dalam penelitian ini adalah perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan corporate governance perception indeks yang dilakukan oleh Indonesia institute for corporate governance (IICG) selama 2011-2015 serta mempublikasikan laporan keuangan sampai dengan 31 desember. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode purpose sampling dan kriteria perusahaan terpilih menjadi 7 sampel yang berarti ada 35 data yang dapat dianalisis. Data dianalisis dengan SPSS versi 23, analisis data yang digunakan regresi sederhana untuk melihat pengaruh langsung dan analisis jalur untuk melihat ada tidaknya hubungan tidak langsung melalui corporate governance. Dari hasil penelitian ini hanya satu hipotesis yang diterima sementara yang lainnya ditolak. Return on asset mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap dividen payout ratio, investment oportunity set tidak berpengaruh terhadap dividen payout ratio, free cash flow tidak berpengaruh terhadap dividen payout ratio, tidak ada pengaruh return on asset melalui corporate governance terhadap dividen payout ratio, investment oportunity set tidak berpengaruh melalui corporate governance terhadap dividen payout ratio, free cash flow tidak berpengaruh melalui corporate governance terhadap dividen payout ratio dan corporate governance ditolak sebagai variabel intervening.

Kata kunci : *Corporate governance, dividen payout ratio*

ABSTRACT

The purpose of this study is to prove the direct and indirect effect of Return On Asset (X1), Investment oportunity set measured by CAPBVA (X2), and Free cash flow (X3) on the dividend payout ratio (Y) through corporate governance as measured by scores CGPI (Z). Subjects in this study were the companies ranked in the Corporate Governance Perception Index ranking (CGPI) conducted by the Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG) in 2011-2015 which published their financial statements as of December 31. The sample selection is done with less use of purposive sampling method and criteria used by 7 companies selected which mean have 35 data. Analysis data with SPSS 23 version,

analysis of the data used simple regression to identify independent variables that influence the dependent variable and path analysis to detect whether an indirect relationship through corporate governance. The research found that only one hypotheses are accepted, while other are rejected. The research concludes that Return on asset have significant influence on dividend payout ratio; Investment opportunity set didn't have significant effect on dividend payout ratio; free cash flow didn't have significant effect on dividend payout ratio; didn't have significant effect Return on asset through corporate governance on dividend payout ratio, Investment opportunity set through Corporate Governance on dividend payout ratio didn't have significant effect, and free cash flow through Corporate Governance on dividend payout ratio didn't have significant effect, and the Corporate Governance is rejected to be added in the model as an intervening variable.

Keyword : Return on Asset, Investment Opportunity Set, Free Cash Flow, Corporate Governance, Dividen Payout Ratio.

PENDAHULUAN

Salah satu cara mengetahui tingkat perkembangan perekonomian suatu negara bisa dilihat dari perkembangan pasar modal yang terdapat pada negara tersebut. Pasar modal (Capital Market) merupakan pasar dengan berbagai instrumen keuangan jangka panjang dalam bentuk ekuitas dan hutang yang jatuh tempo lebih dari satu tahun. Didalam pasar modal terdapat berbagai jenis perusahaan, perusahaan yang terdaftar di pasar modal, umumnya perusahaan besar dan perusahaan yang sedang berkembang serta membutuhkan dana dari para investor untuk melakukan ekspansi perusahaannya, dengan terdaftar dipasar modal memudahkan perusahaan untuk mendapatkan pendanaan guna meningkatkan pertumbuhan perusahaan dan dapat mencapai keuntungan yang diinginkan perusahaan serta mencapai salah satu tujuan perusahaan yakni memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Menurut Sulistiyowati (2010) Peningkatan nilai perusahaan dapat dicapai jika perusahaan mampu beroperasi dan mencapai keuntungan yang ditargetkan. Dengan tercapainya keuntungan yang ditargetkan ini yang nantinya dapat menarik minat masyarakat dan para pengusaha untuk berinvestasi. Dalam berinvestasi investor tentu memiliki harapan dari investasi yang telah mereka lakukan berupa *capital gain* serta *dividen*. Menurut Aharony dan Swary (1980) dalam Nurhidayat (2006) mengemukakan bahwa informasi yang diberikan pada saat pengumuman *dividen* lebih berarti dari pada pengumuman *earning*.

Kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan publik sangat diperhatikan oleh para investor hal ini dikarenakan *dividen* diterima menurut dasar periode berjalan, sementara prospek realisasi keuntungan modal diperoleh di masa, artinya untuk memperoleh *capital gain* harus berani untuk berspekulasi bahwa harga saham yang akan datang lebih besar daripada harga saham pada waktu pembelian sehingga *dividen* lebih baik daripada *capital gain* Atmaja (1994) dalam Rosdiana, (2015).

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan profit atau laba. Menurut Halim (2005:85) yang dikutip oleh Sariyah (2015) rasio *profitabilitas* sangat bermanfaat bagi kelangsungan hidup perusahaan karena dapat membantu perusahaan untuk mengetahui kontribusi keuangan perusahaan dalam jangka pendek atau jangka panjang.

Selain itu adanya paket kebijakan yang diambil pemerintah kebijakan deregulasi berlanjut ke paket jilid dua yang dikeluarkan pada 29 September 2015. Pada paket kedua ini kebijakan deregulasi difokuskan untuk memperbaiki iklim investasi dan tetap menjaga stabilitas nilai tukar rupiah.

Disatu sisi, banyaknya kebijakan yang akan diterbitkan bisa dipandang sebagai antisipasi pemerintah terhadap situasi yang gampang berubah di kala krisis global seperti

sekarang. Namun, disisi lain, jangan sampai terjebak pada kebijakan *business as usual* yang tidak memberikan gereget yang berarti. (litbang Kompas) Kondisi semacam ini dapat menentukan set kesempatan investasi (IOS) suatu perusahaan (Scott, 2003).

Fenomena *kebijakan dividen* di Indonesia yaitu adanya perusahaan yang membagikan dividen akan tetapi menuai kritik dimana dividen yang diterima tidak sebanding dengan reinvestasi yang ditanamkan di Indonesia, selain itu kondisi Ekonomi Global Tahun 2014 merupakan tahun pemulihan dan stabilisasi ekonomi akibat fenomena kebangkrutan Lehman Brothers pada tahun 2008 serta krisis Eropa di Yunani pada tahun 2012. Untuk mengatasi fenomena krisis yang menimbulkan kepanikan pasar finansial global khususnya di Eropa dan AS tersebut, Amerika Serikat membuat sebuah kebijakan ekonomi yang tidak lazim yakni kebijakan *Quantitative Easing*. QE adalah salah satu kebijakan moneter yang dilakukan oleh bank sentral suatu negara guna meningkatkan jumlah uang beredar (*money supply*) di pasar. Kebijakan ini dilakukan antara lain dengan memangkas bunga menjadi 0,25% bahkan 0,1%, mencetak uang lebih banyak, serta dengan menyuntikkan likuiditas kepada *Emerging Markets* (EM) (www.kompasiana.com) Berdasarkan *Emerging market index* yang dikeluarkan oleh Morgan Stanley, Indonesia termasuk dalam kategori *Emerging Market*, sehingga dapat disimpulkan pasar modal di Indonesia memiliki kesempatan yang tinggi untuk berkembang, karena akan menjadi salah satu tujuan para investor untuk melakukan investasi di Indonesia dikarenakan adanya set kesempatan berinvestasi yang nantinya akan berdampak pada pembagian *dividen*, ini juga tentunya berhubungan dengan arus kas perusahaan (*Free Cash Flow*).

Free cash flow yang tinggi pada perusahaan hanya dapat menjadi masalah ketika perusahaan memiliki sedikit kesempatan investasi. Kondisi seperti itu akan membuat manajer tertarik untuk menggunakan *free cash flow* yang tidak menguntungkan perusahaan (Jensen, 1988), Menurut Rosdini (2009) dalam Adnan, et al (2014) aliran kas bebas (*free cash flow*) merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan 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, oleh karena itu pengaturan tata perusahaan (*Corporate Governance*) yang baik sangat diperlukan.

Mekanisme *corporate governance* sebagai suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan diharapkan dapat memberikan pengawasan terhadap manajemen dalam mengelola perusahaan sehingga hal tersebut dapat meyakinkan pihak *principal* bahwa mereka akan memperoleh *return* atas dana yang di investasikan.

Corporate governance atau tata kelola perusahaan yang baik membantu terciptanya hubungan yang kondusif dan dapat dipertanggungjawabkan diantara elemen dalam perusahaan yang bertujuan untuk mengurangi konflik keagenan

Selain itu terdapat gap antara teori yang dikemukakan diatas dengan praktek yang terjadi. Berdasarkan data dibawah ini dapat kita lihat fenomena gap ini

Tabel 1
Rata-rata ROA, IOS, FCF dan DPR

NO	KODE EMITEN	ROA					CAPBVA					FREE CASH FLOW					DPR				
		2011	2012	2013	2014	2015	2011	2012	2013	2014	2015	2011	2012	2013	2014	2015	2011	2012	2013	2014	2015
1	BMRI	2,30	2,52	2,57	2,42	2,32	0,09	0,15	0,09	0,15	0,09	3,42	1,16	1,52	2,20	1,00	19,8307	30,00	30,00	25,00	30,00
2	BBNI	1,94	2,11	2,34	2,60	1,80	0,07	0,16	0,24	0,17	2,86	4,90	1,74	-1,70	-0,47	4,19	20,03	29,99	29,98	25,0069	25,00
3	BBRI	3,21	3,29	3,41	3,02	2,89	0,06	0,17	0,19	0,24	0,24	3,27	-0,62	0,39	9,07	4,81	19,4432	29,7428	29,74157	30,0329	30,00
4	JSMR	5,64	6,20	3,31	3,88	3,59	0,48	0,11	0,61	0,34	0,58	7,31	6,60	6,45	4,79	4,19	44,565	39,9322	52,0596	34,4498	19,99165
5	BBTN	1,26	1,22	1,19	0,79	1,08	0,05	0,0761	-0,05	-0,02	0,04	5,11	1,34	-2,68	-1,55	0,84	20,5772	26,1757	29,97297	19,5463	20,43429
6	PTBA	26,83	22,86	15,88	12,54	12,06	1,89	5,62	8,14	7,97	9,42	29,24	12,37	8,02	8,42	7,17	60,0119	57,1117	56,32238	37,9206	30,81828
7	TINS	13,65	7,04	7,05	6,84	1,10	2,344	3,38	0,67	0,12	2,24	-5,36	7,24	-14,73	-10,79	6,94	50,0	50,0	56,86	50,00	30,0
RATA-RATA		7,83	6,46	5,53	4,95	3,75	0,71	1,38	1,41	1,28	2,21	6,84	4,26	-0,39	1,67	4,16	33,49	37,56	40,71	31,71	26,61

Sumber : www.idx.co.id (data diolah kembali)

Pada tahun 2012 ke 2013, ROA mengalami penurunan sebesar 0,93% namun tidak diikuti dengan penurunan pada DPR yang justru mengalami kenaikan sebesar 3,14% hal ini berbeda dengan teori yang menyatakan *profitabilitas* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen (Jensen dan halim 2005) seperti dikutip patrica, dkk (2013) dan Sariyah (2015) dimana apabila ROA mengalami penurunan seharusnya dividen pun demikian.

Teori menyatakan bahwa semakin besar kesempatan investasi maka semakin kecil dividen yang dibagikan karena lebih baik jika dana tersebut ditanamkan pada investasi yang menghasilkan *net present value* positif (hanafi,2004). Sedangkan fakta yang terjadi pada tahun 2011-2014 rata-rata CAPBVA mengalami kenaikan yang diikuti juga dengan kenaikan DPR, dan ketika IOS mengalami penurunan diikuti juga dengan penurunan *dividen payout ratio*.

Pada tahun 2014 ke 2015 terjadi kenaikan *Free cash flow* sebesar 2,49% sedangkan pembagian dividen pada tahun 2014 ke 2015 mengalami penurunan sebesar 5,1% sehingga terdapat kas berlebih yang ada di perusahaan yang seharusnya dapat didistribusikan kepada para pemegang saham, sedangkan semakin tinggi *free cash flow* perusahaan semakin tinggi pula dividen yang dibayarkan perusahaan, karena perusahaan memiliki cukup kas yang tersedia. menurut Jensen (1986) berpendapat bahwa terlalu banyak *free cash flow* akan mengakibatkan ketidakcukupan internal dan pemborosan sumber daya perusahaan, sehingga mengarah ke biaya agensi sebagai beban dari pemegang saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Suherli (2007), marpaung (2009) dan rizal ahmad (2009) bahwa *Investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap *dividen payout ratio* hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Pradana dan sugiartha (2014), sedangkan penelitian yang dilakukan oleh michel suharli (2007), Putri (2013) menunjukkan hasil bahwa *investment opportunity set* berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan deviden hal ini menunjukkan semakin meningkatnya nilai IOS maka penyebaran deviden juga meningkat. Berdasarkan latarbelakang diatas sehingga peneliti tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul Pengaruh *Return On Asset, Investment Oportunity Set, Free Cash Flow terhadap Dividend Payout Ratio dengan Corporate Governance sebagai Variabel Intervening pada perusahaan dalam daftar Corporate Governance Perception Index (CGPI) yang dirilis The Indonesia Institute For Corporate Governance(IICG) Periode 2011-2015*).

TINJAUAN PUSTAKA

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan *profit* atau laba. Perusahaan yang dapat membukukan *profit* tinggi maka perusahaan tersebut dinilai berhasil dalam menjalankan usahanya, dan dapat menciptakan pendanaan internal bagi perusahaan sendiri, setelah ada dana tersebut, maka perusahaan akan menggunakan untuk ditahan menjadi laba di tahan dan dibagikan kepada para pemilik sebagai dividen. Semakin besar profit perusahaan, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividen, hal ini sejalan dengan teori *signalling*, teori ini menyatakan bahwa pembayaran dividen merupakan sinyal bagi investor tentang prospek perusahaan dimasa mendatang, sehingga perusahaan yang membagikan dividen menunjukkan bahwa perusahaan itu memiliki prospek yang baik dimasa yang akan datang. Penelitian yang dilakukan oleh Nur farisah (2015) menunjukkan bahwa *Return On Asset* berpengaruh signifikan positif terhadap *Dividen payout Ratio*, penelitian ini di kuatkan dengan hasil penelitian Pradana, mahaputera, dan wirawati (2014), Wati (2015)

Investment oportunity set menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan. Menurut Bringham dan houston (2011:221), selama satu tahun mungkin perusahaan membayarkan nol dividen karena perusahaan membutuhkan uang untuk mendanai peluang investasi yang baik tetapi pada tahun berikutnya perusahaan

mungkin membayarkan dividen dalam jumlah besar karena peluang investasi yang buruk dan tidak perlu menambah banyak uang. Dalam teori *signaling* menyatakan bahwa semakin besar kesempatan investasi maka semakin kecil dividen yang dibagikan karena lebih baik jika dana tersebut ditanamkan pada investasi yang menghasilkan *net present value* positif, sehingga dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen kepada para pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan.

free cash flow merupakan aliran kas *diskresioner* yang tersedia bagi perusahaan. *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. Aliran kas bebas menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi menyasiasi pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan.

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan profit atau laba. *Corporate governance* mengarahkan pengelolaan perusahaan pada upaya pencapaian *profit* dan *sustainability* secara seimbang, pencapaian tersebut merupakan wujud pemenuhan pemegang saham dan tidak dapat dilepaskan dari upaya pencapaian *sustainability* yang merupakan wujud pemenuhan kepentingan para *stakeholders*. Teori keagenan memprediksi bahwa Perusahaan yang memperoleh pendapatan yang lambat atau *profitabilitas* yang sedikit maka cenderung akan mengumumkan lebih banyak informasi tentang pelaksanaan *corporate governance* guna melepaskan tekanan dari pasar, karena pentingnya pemilik perusahaan memberikan pengelolaan perusahaan kepada para *profesional* dalam menjalankan usahanya, tambahan informasi diperlukan untuk menghilangkan keraguan pemegang saham terhadap dipenuhinya hak-hak mereka. Penelitian yang dilakukan oleh (Kusumawati2007) dalam Adnan et al (2014), bahwa *profitabilitas* suatu perusahaan berhubungan signifikan terhadap *Corporate governance* Sulistyowati (2010)

Investment Oportunity set melalui Corporate Governance terhadap Dividen Payout Ratio

Hartono (2003:58) dalam Pradana menyatakan kesempatan investasi atau *investment opportunity set* menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan Menurut Brigham dan Houston (2001:221), selama satu tahun mungkin perusahaan membayarkan nol dividen karena perusahaan membutuhkan uang untuk mendanai peluang investasi yang baik tetapi pada tahun berikutnya perusahaan mungkin membayarkan *dividen* dalam jumlah besar karena peluang investasi yang buruk dan tidak perlu menahan banyak uang, peneliti memiliki dugaan bahwa dengan memiliki kesempatan investasi maka perusahaan cenderung akan mengumumkan lebih banyak tentang pelaksanaan *Corporate Governance* guna memberikan informasi kepada investor bahwa peluang investasi perusahaan dalam keadaan baik, yang tentunya akan meningkatkan jumlah dividen yang akan diterima oleh para investor dimasa mendatang. Hal ini sejalan dengan konsep *agency theory* dimana menjelaskan hubungan antara *principals* dan *agent*, pihak *principals* memberikan mandat kepada pihak lainnya yaitu *agent* untuk melakukan semua kegiatan atas nama *principals* dalam kapasitas nya sebagai pengambil keputusan (Sinkey, 1992:78; Jensen dan Smith, 1984:7). Penelitian yang dilakukan oleh (Kusumawati2007) Adnan et al (2014) bawa *investment oportunity set* memiliki hubungan yang signifikan terhadap dividen melalui *corporate governance*.

Free cash flow merupakan aliran kas *diskresioner* yang tersedia bagi perusahaan, yang artinya dapat digunakan untuk penggunaan seperti pembayaran kepada pemegang saham

dalam bentuk dividen. Kebijakan dividen dalam Werner R.Murhadi (2008:4) merupakan suatu kebijakan yang dilakukan dengan pengeluaran biaya yang cukup mahal, karena perusahaan harus menyediakan dana dalam jumlah besar untuk keperluan pembayaran dividen. Semakin tinggi *free cash flow* perusahaan maka penerapan *corporate governance* yang digunakan juga akan semakin tinggi sehingga diperlukan tata kelola perusahaan yang lebih baik juga agar dana yang ada bisa digunakan sesuai dengan porsinya. Penelitian yang dilakukan oleh adnan (2014), rosdini(2009) menyatakan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh terhadap *dividen payout ratio* melalui *corporate governance*.

METODE PENELITIAN

Sampel dan data

Sampel dan data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan perusahaan dalam daftar *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) yang dirilis *The Indonesia Institute For Corporate Governance* (IICG) dan juga terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015, penentuan sampel dalam penelitian ini menggunakan purposive sampling yaitu 1) Perusahaan yang masuk dalam pemeringkatan penerapan *Corporate governance* berupa skor pemeringkatan CGPI (*Corporate Governance Perception Index*) yang dirilis *The Indonesia Institute For Corporate Governance* (IICG) Periode 2011-2015; 2) Perusahaan tersebut terdaftar di Bursa Efek Indonesia; 3) Perusahaan mempublikasikan laporan keuangan Audit per 31 Desember dan dinyatakan dalam satuan mata uang Rupiah; 4) Data perusahaan lengkap dengan variabel yang akan diteliti; 5) Perusahaan dengan jenis usaha keuangan dan non keuangan. Dan berdasarkan kriteria ini maka didapatkanlah 7 perusahaan dengan 35 data.

Tabel 3.3
Daftar Perusahaan yang dijadikan Sampel Penelitian

NO	KODE	NAMA
1	BMRI	PT Bank Mandiri (Persero) Tbk
2	BBNI	PT Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk
3	BBRI	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk
4	JSMR	PT Jasa Marga (Persero) Tbk
5	BBTN	PT Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk
6	PTBA	PT Bukit Asam (Persero) Tbk
7	TINS	Timah (Persero) Tbk

Data *return on asset*, *investment oportunity set* dan *free cash flow* bersumber dari laporan keuangan tahunan perusahaan yang dipublikasikan di bursa efek indonesia. Sedangkan data implementasi *good corporate governance* menggunakan hasil riset dan pemeringkatan *corporate governance perception indeks* (CGPI) yang dilakukan oleh *the indonesia institute for corporate governance* (IICG) pada tahun 2011-2015.

Variabel dependen

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *dividen payout ratio*, *Dividen payout ratio* merupakan perbandingan antara *dividen per share* dengan *earning per share*

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

Variabel intervening

Variabel intervening *Corporate governance* yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data implementasi dari hasil pemeringkatan *Corporate Governance Perception Index (CGPI)* yang dirilis *The Indonesia Institute For Corporate Governance (IICG)* dengan mendapatkan hasil predikat sangat terpercaya dan terpercaya.

Variabel independen

Variabel independen dalam penelitian ini adalah :

1. Return on asset :

Return on Asset adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. Menurut sartono (2008:124) dalam Rosdiana Winda Nilai ROA sebuah perusahaan diperoleh dengan rumus:

$$\text{ROA} = \frac{\text{LABA BERSIH}}{\text{Total Asset}} \times 100\%$$

2. *Investment Opportunity Set*

Hartono (2003:58) dalam Putri (2013) menyatakan kesempatan investasi atau *investment opportunity set* menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan. Pada penelitian ini, *Rasio capital expenditure to book value asset (CAPBVA)* digunakan sebagai proksi dari kesempatan investasi karena rasio ini merupakan proksi berdasarkan investasi, secara matematis *Rasio capital expenditure to book value asset (CAPBVA)* di formulasikan sebagai berikut :

Rasio Capital expenditure to book value asset

$$\text{CAPBVA} = \frac{\text{nilai buku aset tetap t} - \text{nilai buku aset tetap t-1}}{\text{total aset}}$$

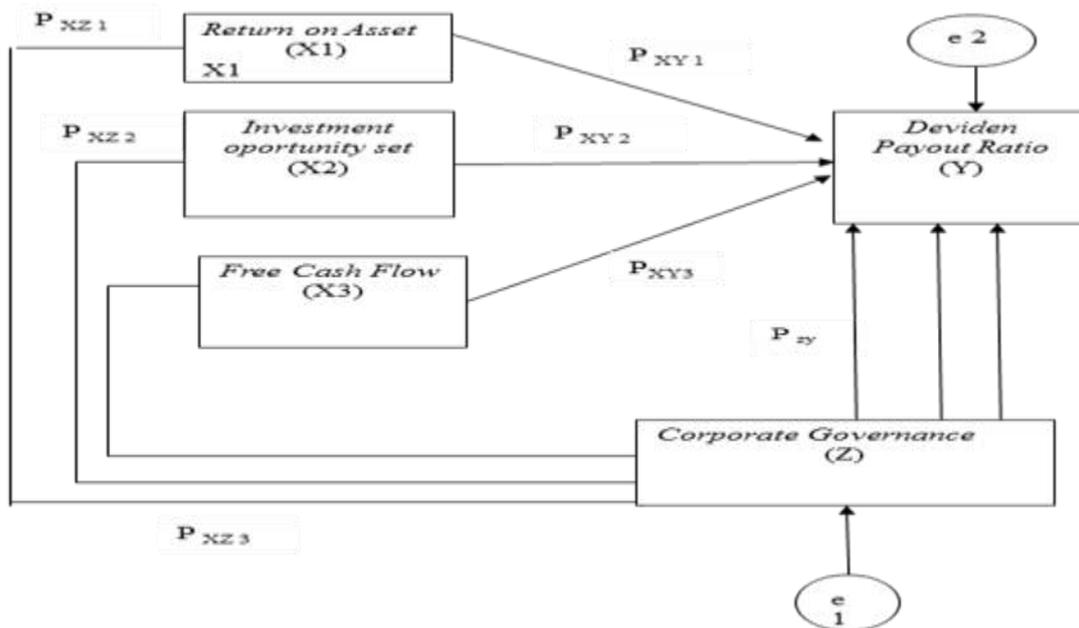
3. *Free cash flow*

free cash flow merupakan kas yang berlebih di perusahaan yang dapat dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen, aliran kas bebas (*free cash flow*) merupakan kas perusahaan yang dapat di distribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada asset tetap Rosdini (2009) dalam Adnan, et al (2014).

$$\text{FCF} = \frac{\text{Arus kas dari kegiatan operasi-pengeluaran modal}}{\text{total aset}}$$

Metode analisis data

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis jalur (*Path Analysis*) Analisis ini digunakan untuk menganalisa pola hubungan antar variabel dengan tujuan mengetahui pengaruh tidak langsung dari variabel bebas terhadap variabel terikat yang dimediasi oleh variabel intervening. Data yang akan diolah terlebih dahulu harus bebas dari uji asumsi klasik. Pengujian asumsi klasik ini bertujuan agar nilai parameter pengguna yang digunakan valid. Setelah itu dilakukan pengujian regresi untuk melihat pengaruh langsung, sementara path analisis untuk menggambarkan pola hubungan yang mengungkapkan pengaruh baik secara langsung maupun tidak langsung yaitu :



Gambar 1. Diagram Analisis Jalur

Berdasarkan diagram analisis jalur diatas diajukan hubungan bahwa *return on asset*, *investment oportunity set*, *free cash flow* berpengaruh secara langsung terhadap , namun demikian bahwa *return on asset*, *investment oportunity set*, *free cash flow* berpengaruh juga secara tidak langsung melalui *corporate governance*. Perhitungan koefisien jalur pada penelitian ini menggunakan *regresi standarized* dengan melihat pengaruh pada masing-masing persamaan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik deskriptif

Berdasarkan hasil penelitian dengan jumlah 35 sampel diketahui bahwa variabel *return on asset* memiliki nilai minimum 0,79 dan nilai *maximum* 26,83 dengan nilai rata-rata 5,5100. Variabel *investment oportunity set* memiliki nilai *minimum* -0,05 dan nilai *maximum* 9,42 dengan nilai rata-rata 1,3993. Variabel *free cash flow* memiliki nilai *minimum* -14,73 dan nilai *maximum* 29,24 dengan nilai rata-rata 3,3095. Variabel *corporate governance* memiliki nilai *minimum* 75,68 dan nilai *maximum* 93,29 dengan nilai rata-rata 85,6920. Variabel *dividen payout ratio* memiliki nilai *minimum* 19,44 dan nilai *maximum* 60,01 dengan nilai rata-rata 34,0156.

1. Uji Normalitas

Uji asumsi klasik yang digunakan dalam penelitian ini untuk menguji normalitas residual adalah uji statistik non-parametrik Kolmogorov-Smirnov (K-S). Dengan melihat angka *probabilitas* dengan ketentuan, *probabilitas* < 0,05 maka H_A diterima dan H₀ ditolak, sedangkan *probabilitas* > 0,05 maka H_A ditolak dan H₀ diterima. Hasil uji statistik non-parametrik Kolmogorov-Smirnov (K-S) dapat dilihat pada tabel 4.9 sebagai berikut :

Hasil Output Uji Normalitas

Model	Kolmogorov-Smirnov	Asymp. Sig. (2-tailed)	Keterangan
1	0,130	0,144	Distribusi Normal
2	0,068	0,200	Distribusi Normal

Berdasarkan tabel diatas tingkat signifikan baik pada model 1 maupun model 2 berada diatas 0,05 dengan kata lain H_0 diterima dan H_a ditolak yang berarti data terdistribusi normal.

2. Uji multikolonieritas

Uji multikolonieritas dilakukan dengan melihat nilai *tolerance* dan *Variance Inflation Factor* (VIF). Apabila *tolerance value* > 0,10 dan nilai VIF < 10 maka tidak terjadi multikolonieritas.

Uji Multikolonieritas				
Model	Variabel	Tolerance	VIF	Keterangan
1	<i>Return On Asset</i>	0,483	2,069	Tidak Multikolonieritas
	<i>Investment Oportunity Set</i>	0,597	1,675	Tidak Multikolonieritas
	<i>Free Cash Flow</i>	0,713	1,402	Tidak Multikolonieritas
2	<i>Return On Asset</i>	0,382	2,615	Tidak Multikolonieritas
	<i>Investment Oportunity Set</i>	0,597	1,675	Tidak Multikolonieritas
	<i>Free Cash Flow</i>	0,632	1,583	Tidak Multikolonieritas
	<i>Corporate Governance</i>	0,723	1,384	Tidak Multikolonieritas

dari hasil uji multikolonieritas menggunakan SPSS versi 23.00, dapat dilihat tidak ada nilai *tolerance* yang berada dibawah 0,1 dan tidak ada nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) yang berada diatas 10 sehingga dapat disimpulkan bahwa model 1 maupun model 2 regresi terbebas dari masalah multikolonieritas.

3. Uji Autokorelasi

Untuk menguji ada tidaknya gejala *autokorelasi* maka dapat dideteksi dengan uji Durbin Watson (DW test) dengan syarat tidak terjadi autokorelasi dengan melihat nilai $d_u < d < 4-d_u$ (Ghozali,2016 : 108).

Uji Autokorelasi		
Model	Durbin Watson	Keterangan
1	1,839	Tidak Terjadi Autokorelasi
2	1,872	Tidak Terjadi Autokorelasi

a. Model 1 = $d_u < DW < 4-d_u = 1,653 < 1,839 < 2,347$ Oleh karena DW_{hitung} lebih besar daripada batas atas 1,653 dan lebih kecil dari pada $4-d_u = 4-1,653 = 2,347$ maka tidak terdapat autokorelasi positif dan negatif.

b. Model 2 = $d_u < DW < 4-d_u = 1,726 < 1,872 < 2,274$ Oleh karena DW_{hitung} lebih besar dari pada batas atas 1,726 dan lebih kecil dari pada $4-d_u = 4-1,726 = 2,274$ maka tidak terdapat autokorelasi positif dan negatif.

4. Uji heterokedastisitas

Cara untuk mendeteksi ada atau tidak nya heterokedastisitas yaitu dengan uji *glejser*, *glejser* mengusulkan untuk meregresi nilai absolut residual terhadap variabel independen.

Uji Heterokedastisitas			
Model	Variabel	Sig	Keterangan
1	<i>Return On Asset</i>	0,618	lulus

			heterokedastisitas
2	<i>Investment Oportunity Set</i>	0,705	lulus heterokedastisitas
	<i>Free Cash Flow</i>	0,971	lulus heterokedastisitas
	<i>Return On Asset</i>	0,415	lulus heterokedastisitas
	<i>Investment Oportunity Set</i>	0,737	lulus heterokedastisitas
	<i>Free Cash Flow</i>	0,713	lulus heterokedastisitas
	<i>Corporate Governance</i>	0,101	lulus heterokedastisitas

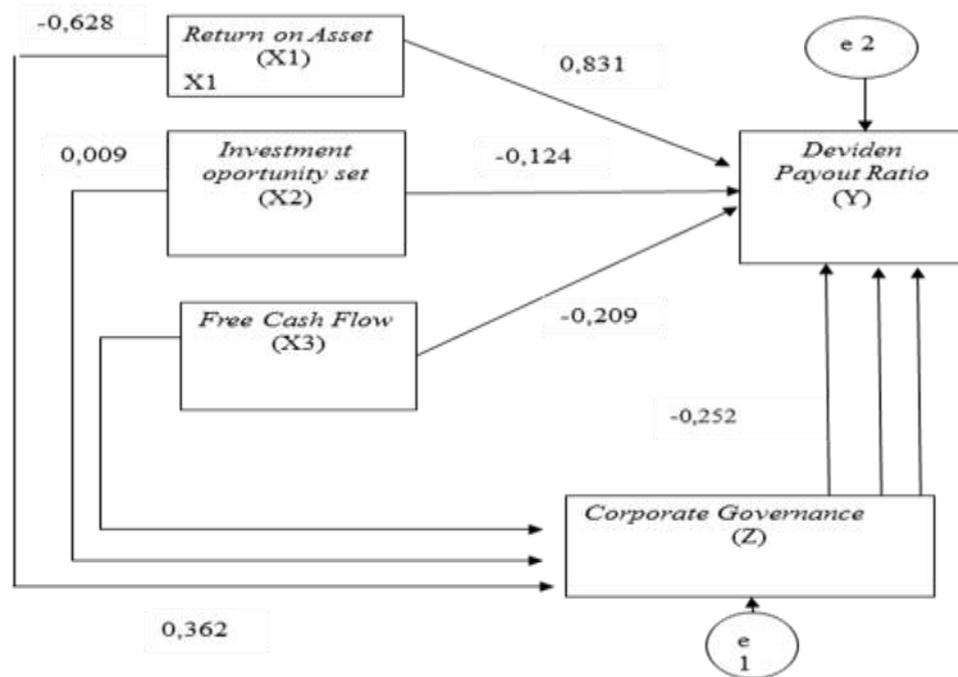
Berdasarkan tabel diastidak ada satupun variabel independen yang signifikan baik pada model 1 maupun model 2 secara statistik mempengaruhi variabel dependen nilai absolut (AbsUi), hal ini terlihat dari probabilitas signifikansinya diatas 0,05. Jadi dapat disimpulkan pada model 1 maupun model 2 tidak terdapat gejala Heterokedastisitas.

Uji hipotesis

Hasil Pengujian

Variabel	Beta	T	Sig
<i>Return On Asset</i>	-0,628	-2,861	0,007
<i>Investment Oportunity Set</i>	0,009	0,046	0,964
<i>Free Cash Flow</i>	0,362	2,000	0,054
Ttabel	=1,697		
R Square	= 0,277		
Variabel	Beta	T	Sig
<i>Return On Asset</i>	0,831	4,987	0,000
<i>Investment Oportunity Set</i>	-0,124	-0,926	0,362
<i>Free Cash Flow</i>	-0,209	-1,611	0,118
<i>Corporate Governance</i>	-0,252	-2,077	0,046
Ttabel	=1,697		
R Square	= 0,681		

Interprestasi Path



Gambar 2
Diagram jalur dari model toritis penelitian

Dari gambar tersebut dan penjelasan sebelumnya dilakukan pengujian koefisien determinasi total. Untuk mengetahui total keragaman data yang dijelaskan oleh model dengan rumus :

$$R^2_M = 1 - Pe_1 \cdot Pe_2$$

Dimana :

$$Pe_1 = 1 - R_1$$

$$Pe_2 = 1 - R_2$$

Dimana R_1 adalah R Square untuk persamaan 1 yaitu sebesar 0,277, R_2 adalah R Square untuk persamaan 2 yaitu 0,681 sehingga :

$$Pe_1 = 1 - 0,277 = 0,723$$

$$Pe_2 = 1 - 0,681 = 0,319$$

Sehingga diperoleh koefisien determinasi total :

$$R^2_M = 1 - (0,723 \cdot 0,319) = 0,77 \text{ atau } 77\%$$

Hasil perhitungan R^2_m mengindikasikan keragaman data yang dapat dijelaskan oleh model path sebesar 77% atau dengan kata lain informasi yang terkandung dalam data dapat dijelaskan dengan model tersebut dan sisanya 23% dijelaskan oleh variabel lain seperti *Grow*, *DER*, *Curret Ratio*, *likuiditas*.

Dari tabel hasil pengujian dapat dilihat pengaruh langsung Variabel *return on asset* memiliki nilai $4,987 > 1,697$ maka dapat dikatakan bahwa nilai t hitung lebih tinggi dari t tabel, memiliki nilai signifikansi 0,000 atau lebih kecil dari 0,05 dan koefisien path berstandar positif (0,831) maka dapat disimpulkan *return on asset* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividen payout ratio*, sedangkan untuk variabel *investment oportunity set* nilai signifikan lebih dari 0,05 dan t hitung lebih kecil dari t tabel maka dapat disimpulkan *investment oportuntiy set* tidak berpengaruh terhadap *dividen payout ratio*, dan untuk variabel *free cash flow* nilai signifikan lebih

dari 0,05 dan t hitung lebih kecil dari t tabel maka dapat disimpulkan *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap *dividen payout ratio*.

Hasil pengujian pengaruh tidak langsung

Hipotesis pengaruh tidak langsung dapat diukur dari hasil kali pengaruh langsung dari variabel (X) terhadap (Z) dan t hitung didapat dari

$$Sp_{2p3} = \sqrt{p_3^2 sp_{2^2} + p_2^2 Sp_{3^2} + Sp_{2^2} Sp_{3^2}}$$

$$t = \frac{p_{2p3}}{Sp_{2p3}}$$

Hasil perhitungan pengaruh tidak langsung

Variabel Bebas	Variabel Perantara	Variabel Terikat	Path	total pengaruh korelasi	t
<i>Return On Asset</i>	<i>Corporate</i>	<i>Dividen</i>			
	<i>Governance</i>	<i>payout ratio</i>	0,158	0,989	0,6119
<i>Investment Oportunity Set</i>	<i>Corporate</i>	<i>Dividen</i>	-		
	<i>Governance</i>	<i>payout ratio</i>	0,002	-0,126	0,0143
<i>Free Cash Flow</i>	<i>Corporate</i>	<i>Dividen</i>	-		
	<i>Governance</i>	<i>payout ratio</i>	0,091	-0,300	0,5999

Dilihat dari tabel diatas dimana hipotesis ke empat pengaruh *return on asset* terhadap *dividen payout ratio* melalui *corporate governance* t hitung 0.6119 lebih kecil dari t tabel 1,697 dengan tingkat signifikansi diatas 5% maka secara statistik tidak mempunyai pengaruh yang signifikan. Hipotesis ke lima pengaruh *investment oportunity set* terhadap *dividen payout ratio* melalui *corporate governance* t hitung 0,0143 lebih kecil dari t tabel 1,697 dengan tingkat signifikansi diatas 5% nilai t hitung lebih kecil dari t tabel 1,697 secara statistik tidak berpengaruh dan hipotesis ke enam pengaruh *free cash flow* terhadap *dividen payout ratio* melalui *corporate governance* t hitung 0,5999 lebih kecil dari t tabel 1,697, dengan tingkat signifikansi diatas 5% tidak berpengaruh.

SIMPULAN

Dari ke enam hipotesis yang diajukan hanya satu hipotesis yang berpengaruh yakni H₁ *Return on asset* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividen payout ratio* yang artinya perolehan laba yang tinggi dapat meningkatkan *dividen payout ratio* yang tinggi pula, sehingga *profitabilitas* mutlak diperlukan oleh perusahaan apabila akan membayar dividen karena *profitabilitas* diartikan sebagai kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba atau *profit* dalam upaya meningkatkan nilai pemegang saham, dan kelima hipotesis yang tidak berpengaruh peneliti menduga hal ini terjadi karena adanya wewenang yang hampir mutlak pada RUPS, wewenang tersebut membuat para pemegang saham mayoritas dalam menentukan berbagai keputusan, perusahaan sedang membutuhkan banyak dana untuk perkembangan perusahaan seperti investasi pada aset tetap atau menggunakan untuk modal kerja dan kebijakan yang ada pada perusahaan dimana adanya kebijakan yang mayoritas dimiliki oleh para pemegang saham sehingga besar atau kecilnya *free cash flow* yang dimiliki perusahaan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap besarnya *dividen payout ratio* yang akan diterima, dan *corporate governance* ditolak sebagai variabel intervening karena

dari ketiga hipotesis pengaruh tidak langsung yang diajukan ketiganya ditolak yang diajukan *Return on asset* tidak berpengaruh terhadap *dividen payout ratio* melalui *corporate governance*, peneliti menduga hal ini terjadi dikarenakan adanya faktor lain yang menyebabkan dampak seperti ini, faktor tersebut bisa dikarenakan perusahaan tersebut sedang berkembang, karena perusahaan yang sedang mengalami masa pertumbuhan akan banyak membutuhkan danaan untuk membiayai proyek investasi dibandingkan membagikan dividen kepada para pemegang saham.

Dan saran untuk penelitian selanjutnya untuk meneliti kembali variabel *return on asset*, *investment opportunity set*, *free cash flow* serta menambahkan waktu penelitian yang lebih panjang agar mendapatkan hasil yang lebih akurat lagi. Dan mengganti variabel intervening, dengan *free cash flow*.

Daftar Pustaka

- Adnan, et al.(2014).” *Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Growth, Dan Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio Perusahaan Dengan Mempertimbangkan Corporate Governance Sebagai Variabel Intervening.*”89-100
- Brigham,Eugene F dan Joel F.Houston.”*Manajemen Keuangan Buku 2 Edisi 11.*” Erlangga.Jakarta.2011
- Farisah,Nur(2015).” *Pengaruh Investment Opportunity Set, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Dan Debt To Equity Ratio Terhadap Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Sektor Real Estate Dan Property Yang Terdaftar Di Bei*”.SKRIPSI
- Ghozali, G.”*Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program Ibm SPSS 23*”. Badan penerbit universitas diponogoro, Semarang, 2013 cetakan VIII 2016 januari.
- Pradana,S,W,L, Sanjaya,I,S.” *Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow,Dan Investment Opportunity Set Terhadap Dividend Payout Ratio(Studi Empiris Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di BEI).*”FE. Universitas Atma Jaya Yogyakarta
- Putri,D,A.(2013) .”*Pengaruh Investment Opportunity Set, Kebijakan Utang Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek*
- Rosdiana,winda(2015),” *Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Dan Growth Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Good Corporate Governance Sebagai Variabel Intervenin.*”Skripsi
- Sariyah (2015).” *Pengaruh Profitabilitas, dan investment opportunity set Terhadap Kebijakan Dividen.*”
- Setiawaty,B.(2016),” *Pengaruh Mekanisme Good Corporate Governance terhadap Kinerja Perbankan Dengan Manajemen Risiko Sebagai.*” Jurnal Ekonomi dan Manajemen.Vol13.13-24
- Sinambela,L P. ”*Metodelogi penelitian Kuantitatif.*”Graha Ilmu,Yogyakarta,2014
- Suartawan. Yasa.(2016).”*Pengaruh Investment Opportunity Set Dan Free Cash Flow Pada Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan.*” 2014-2044. ISSN: 2302-8559

Sugiyono. "Metodelogi penelitian Kuantitatif,Klualitatif dan R&D."alfabeta,Bandung,2012

Suherli,Michel.(2007)." Pengaruh *Profitability* Dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Tunai Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat." *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*.Vol. 9. 9-17

Sulastrı,Isti.(isti.sulastrı@swamail.com) (2016, 07 Februari) Mereka yang Terpercaya.Edition 27/2016,tanggal 28 Desember 2016,SWA,Sajian utama.Vicky Rachman,(nurhayatisuchartini@gmail.com).

Sulistyowati,et al(2010)." Pengaruh *Profitabilitas*, *Leverage*, dan *Growth* Terhadap Kebijakan Dividen dengan *Good Corporate Governance* sebagai Variabel *Intervening*."1-22

Wati,T,A,P.(2015)." Pengaruh *Return On Asset*, *Debt To Equity Ratio*,*Collateral Asset*, Dan Pertumbuhan Aset Terhadap Kebijakan Dividen.