



**PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, STRUKTUR MODAL, *FREE CASH FLOW* DAN *MATURITY* TERHADAP KEBIJAKAN INISIASI DIVIDEN**

(Studi pada Perusahaan yang Melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2018)

**SKRIPSI**

Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi

Pada Universitas Negeri Semarang

Oleh

**Sri Sulistiawati**

**NIM 7311415099**

**JURUSAN MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG  
TAHUN 2020**

## PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi ini disetujui untuk diajukan ke sidang panitia ujian skripsi pada:

Hari : Minggu

Tanggal : 16 Agustus 2020

Mengetahui,

Ketua Jurusan Manajemen

Pembimbing



Dorojatun Prihandono, S.E., M.M., Ph.D

NIP.197311092005011001

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Rini Setyo Witiastuti'.

Rini Setyo Witiastuti, S.E., M.M.

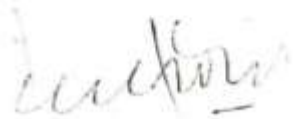
NIP.197610072006042002

## PENGESAHAN KELULUSAN

Skripsi ini telah dipertahankan di depan Sidang Panitia Ujian Skripsi Fakultas  
Ekonomi Universitas Negeri Semarang pada:

Hari : Selasa  
Tanggal : 1 September 2020

Penguji I



Moh Khoiruddin, S.E., M.Si.  
NIP.197001062008121001

Penguji II



Anindya Ardiansari, S.E., M.M.  
NIP.198407232008122004

Penguji III




Rini Setyo Witiastuti, S.E., M.M.  
NIP.197610072006042002

Mengetahui,



Dean Fakultas Ekonomi

  
Drs. Heri Yanto, M.B.A., Ph.D.  
NIP.196307181987021001

## PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Sri Sulistiawati

NIM : 7311415099

Tempat Tanggal Lahir : Banjarnegara, 27 Desember 1997

Alamat : Purbasana RT.01 RW.04 Desa Parakan, Kecamatan  
Purwanegara, Banjarnegara, Jawa Tengah

menyatakan bahwa yang tertulis di dalam skripsi ini benar-benar hasil karya saya sendiri, bukan jiplakan dari karya tulis orang lain, baik sebagian atau seluruhnya. Pendapat atau temuan orang lain yang terdapat dalam skripsi ini dikutip atau dirujuk berdasarkan kode etik ilmiah. Apabila di kemudian hari terbukti skripsi ini adalah hasil jiplakan dari karya tulis orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi sesuai dengan ketentuan yang berlaku.

Semarang, 1 September 2020



Sri Sulistiawati

7311415099

## MOTTO DAN PERSEMBAHAN

### **Motto**

*“Sesungguhnya bersama kesulitan itu ada kemudahan. Maka apabila kamu telah selesai (dari suatu urusan), kerjakanlah dengan sungguh-sungguh (urusan) yang lain. Dan hanya kepada Tuhanmulah hendaknya kamu berharap”.* (QS. Al-Insyirah: 6-8)

*“Hai orang-orang yang beriman jadikanlah sabar dan shalat sebagai penolongmu, sesungguhnya Allah beserta orang-orang yang sabar”.* (QS. Al-Baqarah: 153)

### **Persembahan**

Kupersembahkan karyaku ini pada almamaterku tercinta dan orang-orang yang berarti dalam hidupku yaitu kepada Bapakku Karsim, Ibukku terhebat Suci Nurfa'idah dan Adikku Zulfatun Nur Aliyah.

## KATA PENGANTAR

Alhamdulillahirobbil'alamin, puji syukur kehadiran Allah Subhanahu Wata'ala yang telah melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya kepada penulis sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul **“Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, *Free Cash Flow* dan *Maturity* terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen”**.

Maksud dan tujuan penulisan skripsi ini adalah sebagai pemenuhan salah satu syarat untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang. Penulisan skripsi ini tidak akan terwujud tanpa bantuan, bimbingan dan arahan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini penulis menyampaikan terima kasih yang setulusnya kepada :

1. Prof. Dr. Fathur Rohman, M.Hum., Rektor Universitas Negeri Semarang.
2. Drs. Heri Yanto, M.B.A., Ph.D., Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang.
3. Dorajatun Prihandono, S.E., M.M., Ph.D., Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang.
4. Nury Ariani Wulansari, S.E, M.Sc, Dosen Wali yang telah memberikan nasihat dan motivasi selama menjalankan studi.
5. Rini Setyo Witiastuti, S.E, M.M., Dosen Pembimbing yang telah memberikan semangat, arahan, dan telah membimbing penulis dengan penuh kesabaran dan ketelitian dalam penyelesaian skripsi ini.

6. Dosen Fakultas Ekonomi yang telah membekali berbagai pengetahuan, arahan, dan pengalaman selama penulis kuliah di Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang.
7. Keluarga Asisten Laboratorium Jurusan Manajemen yang selalu memberikan dukungan dan semangat.
8. Teman-teman seperjuangan rombel Manajemen A 2015 tercinta yang selalu memberikan masukan dan dukungan.
9. Teman-teman terbaikku Khusnul Hotimah, Fiana Defi Yanti, Ririn Amelia Sari, Fifi Fatikha, dan Piri Iryanti yang selalu menghibur.

Semoga semua pihak yang sudah membantu penulis dalam menyelesaikan skripsi ini mendapatkan balasan kebaikan dari Allah SWT dan semoga skripsi ini dapat memberikan manfaat dan menambah pengetahuan bagi pembaca. Amin.

Semarang, 1 September 2020

Penyusun

## SARI

**Sulistiawati, Sri.** 2020. “Pengaruh Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, *Free Cash Flow* dan *Maturity* terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen”. Skripsi. Jurusan Manajemen. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Semarang, Pembimbing: Rini Setyo Witiastuti, S.E, M.M.

**Kata Kunci:** *Free Cash Flow*, *Maturity*, Kebijakan Inisiasi Dividen.

Perusahaan membutuhkan sejumlah dana untuk melaksanakan kegiatan operasionalnya guna mencapai tujuan perusahaan. Salah satu usaha yang dapat dilakukan adalah dengan memperoleh pendanaan dari luar perusahaan yaitu dengan melakukan *Initial Public Offering* (IPO) atau *go public*. Namun perusahaan juga perlu memberikan keuntungan kepada pemegang saham berupa dividen. Kebijakan pembayaran dividen pertama kali yang dilakukan perusahaan setelah IPO disebut kebijakan inisiasi dividen. Kebijakan inisiasi dividen membawa konsekuensi tanggung jawab perusahaan secara finansial yang cukup fundamental, karena ketika pertama kali perusahaan memulai membayarkan dividen maka perusahaan dituntut untuk mampu menjaga konsistensi pembayaran dividen secara periodik. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan inisiasi dividen yang mencakup Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, *Free Cash Flow* dan *Maturity*.

Jenis penelitian ini adalah penelitian kuantitatif dengan teknik pengambilan sampel yaitu *purposive sampling*. Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang melakukan IPO tahun 2011-2018 dengan jumlah 220, sedangkan sampelnya berjumlah 42. Pendekatan yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda menggunakan program *Eviews 9*.

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan inisiasi dividen. Sedangkan variabel struktur kepemilikan, struktur modal dan *maturity* tidak berpengaruh terhadap kebijakan inisiasi dividen.

Simpulan dari penelitian ini, variabel *free cash flow* adalah variabel yang berpengaruh terhadap kebijakan inisiasi dividen. Semakin tinggi *free cash flow* perusahaan maka semakin tinggi kebijakan inisiasi dividen. Saran untuk perusahaan dan investor adalah lebih memperhatikan tingkat struktur modal dan *maturity* sebelum melakukan kebijakan inisiasi dividen agar dapat menguntungkan kedua pihak antara perusahaan dan investor.



## **ABSTRACT**

**Sulistiawati, Sri.** 2020. *“The Influence Of Ownership Structure, Capital Structure, Free Cash Flow And Maturity To Dividend Initiation Policy”*. Thesis. Management Department. Faculty of Economics. Universitas Negeri Semarang. Supervisor: Rini Setyo Witiastuti, S.E, M.M.

**Keywords:** *Free Cash Flow, Maturity, Dividend Initiation Policy.*

*The company needs some funds to carry out its operational activities to achieve the company's goals. One effort that can be done is to obtain funding from outside the company, namely by conducting an Initial Public Offering (IPO) or going public. However, companies also need to provide benefits to shareholders in the form of dividends. The first dividend payment policy conducted by the company after the IPO is called the dividend initiation policy. The dividend initiation policy brings financial fundamental consequences of corporate responsibility because when the company first starts paying dividends, the company required to be able to maintain the consistency of dividend payments periodically. The purpose of this study is to determine the factors that influence dividend initiation policies which include Ownership Structure, Capital Structure, Free Cash Flow and Maturity.*

*This type of research is quantitative research with a sampling technique that is purposive sampling. The population of this research is all companies doing IPO in 2011-2018 with a total of 220, while the sample is 42. The approach used is multiple linear regression analysis using the Eviews 9 program.*

*The results of hypothesis testing indicate that free cash flow has a significant positive effect on dividend initiation policy. Meanwhile, the variables of ownership structure, capital structure and maturity do not affect the dividend initiation policy.*

*The conclusion of this study, the free cash flow variable is a variable that affects the dividend initiation policy. The higher the free cash flow of the company, the higher the dividend initiation policy. Suggestions for companies and investors are to pay more attention to the level of capital structure and maturity before implementing a dividend initiation policy in order to benefit both parties between the company and the investor.*

## DAFTAR ISI

|  |      |
|--|------|
| HALAMAN JUDUL .....  | i    |
| PERSETUJUAN PEMBIMBING .....                                   | ii   |
| PENGESAHAN KELULUSAN.....                                      | iii  |
| PERNYATAAN.....  | iv   |
| MOTTO DAN PERSEMBAHAN.....                                     | v    |
| KATA PENGANTAR.....  | vi   |
| SARI.....  | viii |
| ABSTRACT .....   | ix   |
| DAFTAR ISI.....  | x    |
| DAFTAR TABEL .....   | xiii |
| DAFTAR GAMBAR.....   | xiv  |
| DAFTAR LAMPIRAN.....   | xv   |
| BAB I PENDAHULUAN.....   | 1    |
| 1.1    Latar belakang .....                                    | 1    |
| 1.2    Identifikasi Masalah .....                              | 12   |
| 1.3    Cakupan Masalah .....                                   | 13   |
| 1.4    Perumusan Masalah .....                                 | 14   |
| 1.5    Tujuan Penelitian.....                                  | 14   |
| 1.6    Manfaat Penelitian.....                                 | 15   |
| 1.6.1.    Secara Teoritis.....                                 | 15   |
| 1.6.2.    Secara Praktis.....                                  | 15   |
| 1.7    Orisinalitas Penelitian.....                            | 16   |
| BAB II KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN .....           | 18   |
| 2.1.    Kajian Teori Utama ( <i>Grand Theory</i> ).....        | 18   |
| 2.1.1.    Teori Keagenan ( <i>Agency Theory</i> ).....         | 18   |
| 2.1.2.    Teori Siklus Hidup ( <i>Life Cycle Theory</i> )..... | 22   |
| 2.2.    Kajian Variabel Penelitian.....                        | 24   |
| 2.2.1.    Kebijakan Dividen .....                              | 24   |
| 2.2.2.    Struktur Kepemilikan.....                            | 28   |
| 2.2.3.    Struktur Modal .....                                 | 29   |
| 2.2.4. <i>Free Cash Flow</i> .....                             | 32   |

|  |  |    |
|--|--|----|
| 2.2.5.                                   | <i>Maturity</i> .....  | 35 |
| 2.3.                                     | Kajian Penelitian Terdahulu.....   | 37 |
| 2.4.                                     | Kerangka Berpikir.....   | 40 |
| 2.4.1.                                   | Pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan inisiasi dividen        | 40 |
| 2.4.2.                                   | Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen .....        | 41 |
| 2.4.3.                                   | Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen ..... | 43 |
| 2.4.4.                                   | Pengaruh <i>Maturity</i> terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen.....        | 44 |
| 2.5.                                     | Hipotesis Penelitian.....  | 46 |
| <b>BAB III METODE PENELITIAN</b> .....   |  | 47 |
| 3.1.                                     | Jenis dan Desain Penelitian.....   | 47 |
| 3.2.                                     | Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel.....                      | 48 |
| 3.2.1.                                   | Populasi.....  | 48 |
| 3.2.2.                                   | Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel .....                               | 48 |
| 3.3.                                     | Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel .....                       | 49 |
| 3.3.1.                                   | Kebijakan Inisiasi Dividen .....   | 49 |
| 3.3.2.                                   | Struktur Kepemilikan.....  | 50 |
| 3.3.3.                                   | Struktur Modal .....   | 50 |
| 3.3.4.                                   | <i>Free Cash Flow</i> .....  | 51 |
| 3.3.5.                                   | <i>Maturity</i> .....  | 51 |
| 3.4.                                     | Teknik Pengumpulan Data .....  | 53 |
| 3.5.                                     | Teknik Pengolahan dan Analisis Data .....                                | 54 |
| 3.5.1.                                   | Analisis Statistik Deskriptif.....                                       | 54 |
| 3.5.2.                                   | Uji Asumsi Klasik.....   | 55 |
| 3.5.3.                                   | Uji <i>Goodness of Fit</i> suatu Model .....                             | 63 |
| 3.5.4.                                   | Pengujian Hipotesis.....   | 65 |
| <b>BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN</b> ..... |  | 68 |
| 4.1.                                     | Hasil Penelitian.....  | 68 |
| 4.1.1.                                   | Deskripsi Penelitian .....   | 68 |
| 4.1.2.                                   | Statistik Deskriptif .....   | 68 |
| 4.1.3.                                   | Uji Asumsi Klasik.....   | 72 |
| 4.1.4.                                   | Uji <i>Goodness of Fit</i> Suatu Model .....                             | 77 |
| 4.1.5.                                   | Uji Signifikansi Simultan (Uji Statistik F) .....                        | 78 |
| 4.1.6.                                   | Pengujian Hipotesis.....   | 79 |
| 4.2.                                     | Pembahasan.....  | 83 |

|                             |  |     |
|-----------------------------|--|-----|
| 4.2.1.                      | Pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan inisiasi dividen        | 83  |
| 4.2.2.                      | Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen .....        | 85  |
| 4.2.3.                      | Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen ..... | 87  |
| 4.2.4.                      | Pengaruh <i>Maturity</i> terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen.....        | 89  |
| 4.3.                        | Keterbatasan Penelitian .....  | 90  |
| <b>BAB V PENUTUP</b> .....  |  | 92  |
| 5.1.                        | Simpulan .....   | 92  |
| 5.2.                        | Saran .....  | 93  |
| <b>DAFTAR PUSTAKA</b> ..... |  | 95  |
| <b>LAMPIRAN</b> .....       |  | 107 |

## DAFTAR TABEL

|   |    |
|---|----|
| Tabel 1. 1 Perusahaan yang <i>Go-Public</i> di BEI Tahun 2011-2018.....   | 3  |
| Tabel 1. 2 <i>Research Gap</i> pengaruh struktur modal, struktur kepemilikan, <i>free cash flow</i> dan <i>maturity</i> terhadap kebijakan inisiasi dividen di Indonesia..... | 10 |
| Tabel 2. 1 Daftar Penelitian Terdahulu .....  | 38 |
| Tabel 3. 1 Penentuan Sampel Penelitian .....  | 49 |
| Tabel 3. 2 Definisi Operasional Variabel dan Pengukuran Variabel .....  | 52 |
| Tabel 3. 3 Bentuk Transformasi Data .....   | 57 |
| Tabel 3. 4 <i>Durbin Watson Test</i> : Pengambilan Keputusan Autokorelasi .....   | 63 |
| Tabel 4. 1 Statistik Deskriptif .....   | 68 |
| Tabel 4. 2 Hasil Uji Multikolinearitas.....   | 74 |
| Tabel 4. 3 Hasil Uji Heteroskedastisitas .....  | 75 |
| Tabel 4. 4 Hasil Uji Autokorelasi .....   | 76 |
| Tabel 4. 5 Hasil Uji Koefisien Determinasi Model Regresi .....  | 77 |
| Tabel 4. 6 Hasil Uji Statistik F.....   | 78 |
| Tabel 4. 7 Hasil Regresi Linear Berganda .....  | 79 |
| Tabel 4. 8 Hasil Uji Statistik t.....   | 81 |
| Tabel 4. 9 Ringkasan Hasil Penelitian .....   | 83 |

## DAFTAR GAMBAR

|  |    |
|--|----|
| Gambar 1. 1 Rata-rata Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Inisiasi Dividen<br>Tahun 2011-2018 ..... | 6  |
| Gambar 2. 1 Kerangka Berpikir .....  | 46 |
| Gambar 3. 1 Bentuk Distribusi Data .....   | 56 |
| Gambar 4. 1 Hasil Uji Normalitas sebelum Transformasi Data .....                                   | 72 |
| Gambar 4. 2 Hasil Uji Normalitas Setelah Transformasi Data .....                                   | 73 |

## DAFTAR LAMPIRAN

|  |     |
|--|-----|
| Lampiran 1 Daftar Sampel Penelitian .....                  | 108 |
| Lampiran 2 Data Penelitian sebelum Transformasi Data ..... | 110 |
| Lampiran 3 Data Penelitian setelah Transformasi Data.....  | 112 |
| Lampiran 4 Hasil Statistik Deskriptif .....                | 114 |
| Lampiran 5 Uji Normalitas sebelum Transformasi Data .....  | 114 |
| Lampiran 6 Uji Normalitas setelah Transformasi Data .....  | 116 |
| Lampiran 7 Hasil Uji Multikolinearitas .....               | 117 |
| Lampiran 8 Hasil Uji Heteroskedastisitas.....              | 118 |
| Lampiran 9 Hasil Uji Autokorelasi .....                    | 119 |
| Lampiran 10 Hasil Uji Regresi .....                        | 120 |

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar belakang**

Setiap perusahaan dihadapkan pada berbagai pilihan dalam menentukan proporsi sumber dana yang mereka miliki untuk biaya operasional perusahaan saat ini dan di masa mendatang. Sumber dana perusahaan dapat berasal dari eksternal maupun internal perusahaan. Sumber dana internal diperoleh dari pendapatan perusahaan dalam menjual produk atau jasanya, sedangkan sumber dana eksternal dapat diperoleh dari pasar modal (Achmad & Witiastuti, 2018).

Perusahaan dapat memperoleh dana tambahan dari penjualan saham kepada publik, namun perusahaan juga perlu memberikan keuntungan kepada para pemegang saham. Salah satu keuntungan pemegang saham yaitu berupa dividen. Dividen berasal dari keuntungan perusahaan dalam suatu periode yang dibagikan kepada investor. Dividen juga berperan dalam menyiratkan informasi mengenai kinerja perusahaan di masa depan, sehingga pembagian dividen pertama kali oleh perusahaan setelah IPO dapat memberi gambaran mengenai prospek perusahaan kedepan. Pembayaran dividen pertama kali yang dilakukan oleh perusahaan setelah IPO (*Initial Public Offering*) disebut inisiasi dividen (Sugeng, 2009a).

Inisiasi dividen berperan penting dalam siklus hidup suatu perusahaan terbuka. Ketika perusahaan mulai membayar dividen, maka



investor datang dan berharap perusahaan melakukannya secara rutin kedepannya (Nguyen, 2015). Perusahaan yang akan membagikan dividennya dihadapkan pada berbagai macam pertimbangan seperti perlunya untuk menahan sebagian laba untuk reinvestasi yang mungkin lebih menguntungkan, likuiditas perusahaan, sifat pemegang saham, target-target tertentu yang berhubungan dengan rasio pembayaran dividen dan faktor-faktor lain yang berhubungan dengan kebijakan dividen (Brigham & Houston, 2006).

Kebijakan inisiasi dividen dilakukan oleh perusahaan terkait dengan keputusan manajer perusahaan untuk mengawali atau memulai melakukan pembayaran dividen reguler secara berkala atau rutin. Kebijakan inisiasi dividen perusahaan membawa konsekuensi tanggung jawab perusahaan secara finansial yang cukup fundamental. Hal tersebut dikarenakan ketika pertama kali perusahaan memutuskan untuk memulai membayarkan dividen periodik (regular), maka perusahaan dituntut untuk mampu menjaga konsistensi pembayaran dividen periodik yang sudah diawalnya (Sugeng, 2009a). Sedangkan menurut Sharma (2001) perusahaan-perusahaan yang baru melaksanakan IPO tidak diharapkan segera melakukan inisiasi pembayaran dividen periodik di tahun-tahun awal pasca IPO terkait kebutuhan dana yang cukup besar untuk kepentingan investasi pada masa-masa tersebut.

Penelitian Kale, dkk (2011) menyatakan bahwa dari 6.588 perusahaan yang melakukan IPO ada 599 perusahaan atau 9,09% yang

memulai dividen selama 5 tahun pertama setelah IPO pada periode 1979-2005 pada NYSE/NASDAQ. Sedangkan Desai dan Nguyen (2015) dalam penelitian mereka juga menemukan bahwa dari 7.794 sampel perusahaan yang melakukan IPO, ada 318 perusahaan atau 4,1% yang memulai dividen di 5 tahun pertama setelah IPO pada periode 1975-2007 di Jay Ritter, Universitas Florida. Berdasarkan kedua penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa kurang dari 10% perusahaan-perusahaan di Amerika yang memutuskan untuk melakukan inisiasi dividen pada tahun-tahun awal setelah IPO.

**Tabel 1. 1 Perusahaan yang *Go-Public* di BEI Tahun 2011-2018**

| No.   | Tahun <i>Listing</i> | Jumlah Perusahaan yang IPO | Jumlah Perusahaan yang Melakukan Inisiasi Dividen pada Tahun Pertama <i>Listing</i> | Persentase Inisiasi Dividen Tahun Pertama (%) |
|-------|----------------------|----------------------------|---|---|
| 1.    | 2011                 | 25                         | 10  | 40,00   |
| 2.    | 2012                 | 22                         | 11  | 50,00   |
| 3.    | 2013                 | 30                         | 17  | 56,67   |
| 4.    | 2014                 | 23                         | 7   | 30,43   |
| 5.    | 2015                 | 16                         | 9   | 56,25   |
| 6.    | 2016                 | 14                         | 6   | 42,86   |
| 7.    | 2017                 | 36                         | 14  | 38,89   |
| 8.    | 2018                 | 54                         | 12  | 22,22   |
| Total |                      | <b>220</b>                 | <b>86</b>   | <b>39,09</b>                                  |

Sumber: <http://ww.idx.co.id> (data diolah tahun 2020)

Di lain pihak, tabel 1.1 di atas menunjukkan bahwa di Indonesia diperoleh data yang justru menunjukkan kondisi sebaliknya, dari 220 perusahaan yang *go-public* di Bursa Efek Indonesia pada kurun waktu 2011-2018 sebanyak 86 perusahaan atau sebesar 39,09% melakukan

inisiasi dividen pada tahun pertama IPO atau setelah terdaftar (*listing*) di Bursa Efek Indonesia.

Tabel 1.1 di atas menunjukkan bahwa lebih dari 30% perusahaan di Indonesia cenderung melakukan inisiasi dividen. Adanya beberapa fakta tersebut menunjukkan bahwa *go-public* perusahaan di Amerika yang merupakan negara maju, didominasi oleh sikap manajer untuk tidak melakukan inisiasi dividen pada tahun-tahun awal setelah IPO untuk menunggu ketika dianggap tepat untuk memutuskan inisiasi dividen (Sugeng, 2009a). Sedangkan berdasarkan data tabel 1.1, Indonesia sebagai negara berkembang namun lebih banyak melakukan inisiasi dividen, sehingga perlu diketahui apa saja yang mempengaruhi perusahaan melakukan kebijakan inisiasi dividen di Indonesia.

Berdasarkan data dari IDX, peneliti melakukan analisis kembali dengan melihat rata-rata dari variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan inisiasi dividen dengan melihat Laporan Tahunan. Variabel independen, yaitu struktur kepemilikan, struktur modal, *free cash flow* dan *maturity* diambil dari data tahun 2011, sedangkan variabel dependen yaitu kebijakan inisiasi dividen diambil dari data tahun 2012 satu tahun setelahnya (t+1), dengan alasan perusahaan melakukan inisiasi dividen pada tahun pertama setelah IPO. Hal tersebut berdasarkan karakteristik publikasi Laporan Tahunan dan kebijakan dividen di Indonesia. Laporan Tahunan perusahaan biasanya di publikasikan lebih lama dari bulan Desember dan bahkan diterbitkan pada tahun selanjutnya. Begitu pula

kebijakan dividen biasanya di bagikan lebih lama dari bulan Desember dan bahkan dibagikan pada tahun selanjutnya. Jadi, apabila dilakukan analisis kebijakan inisiasi dividen tahun per Desember 2011 kurang valid jika mengambil data di tahun yang sama, maka data variabel dependen diambil dari Laporan Tahunan selanjutnya 2012 (t+1) yang memuat informasi terkait kebijakan inisiasi dividen yang dilakukan oleh perusahaan.

Berikut rata-rata variabel Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, *Free Cash Flow*, *Maturity* dan Kebijakan Inisiasi Dividen selama periode pengamatan.

**Tabel 1. 2 Rata-rata Struktur Kepemilikan, Struktur Modal, *Free Cash Flow* dan *Maturity***

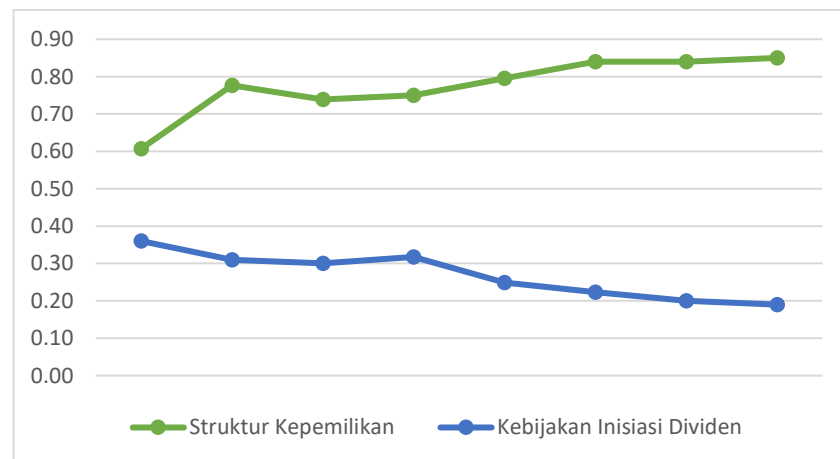
| Variabel Independen        | Tahun Pengamatan |      |      |      |      |      |      |      |
|----------------------------|------------------|------|------|------|------|------|------|------|
|                            | 2011             | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
| Struktur Kepemilikan       | 0,61             | 0,78 | 0,74 | 0,75 | 0,80 | 0,84 | 0,84 | 0,85 |
| Struktur Modal             | 0,38             | 0,37 | 0,38 | 0,17 | 0,18 | 0,59 | 0,06 | 0,26 |
| <i>Free Cash Flow</i>      | 0,07             | 0,13 | 0,34 | 0,20 | 0,17 | 0,18 | 0,35 | 0,19 |
| <i>Maturity</i>            | 0,52             | 0,80 | 0,35 | 0,66 | 0,43 | 0,69 | 0,56 | 0,79 |
| Variabel Dependen          | 2012             | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Kebijakan Inisiasi Dividen | 0,36             | 0,31 | 0,30 | 0,32 | 0,25 | 0,22 | 0,20 | 0,19 |

Sumber: Data diolah (2020)

Berdasarkan Tabel 1.2 dapat dilihat bahwa rata-rata variabel struktur kepemilikan mengalami peningkatan dari tahun 2011 sampai tahun 2018. Variabel struktur modal pada tahun 2011 ke 2018 mengalami penurunan namun pada tahun 2016 sempat mengalami peningkatan. Variabel *free cash flow* mengalami peningkatan, namun pada tahun 2014 mengalami penurunan. Variabel *maturity* mengalami fluktuasi, namun secara

*trendline* variabel maturity mengalami peningkatan dari tahun 2011 sampai 2018. Sedangkan variabel Kebijakan Inisiasi Dividen mengalami penurunan pada tahun 2012-2019.

Berdasarkan data di atas pada variabel struktur kepemilikan dan kebijakan inisiasi dividen memperlihatkan ketidaksesuaian dengan *agency theory*, dimana ketika struktur kepemilikan naik maka kebijakan inisiasi dividen akan meningkat. Namun, pada kenyataan yang ada ketika pada tahun 2011-2018 terjadi peningkatan pada variabel struktur kepemilikan, sedangkan variabel kebijakan inisiasi dividen pada tahun 2012-2019 justru mengalami penurunan. Data fluktuasi variabel struktur kepemilikan dan kebijakan inisiasi dividen dapat dilihat pada grafik dibawah ini:



Sumber: Data diolah, 2020

**Gambar 1. 1 Rata-rata Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Inisiasi Dividen Tahun 2011-2018**

Pada perusahaan yang *go public*, sudah ada pemisahan antara fungsi kepemilikan dengan fungsi pengendalian atau manajerial. Pemisahan antara fungsi kepemilikan dan pengendalian akan memicu adanya konflik

antara manajemen dengan pemegang saham (Cahyaningdyah & Ressany, 2012). Menurut Anita & Yulianto (2016), konflik yang sering terjadi antara manajer sebagai pihak perusahaan atau agen dengan pemegang saham tentang keputusan-keputusan yang menyangkut kesejahteraan pemegang saham.

Hubungan keagenan sendiri terjadi saat satu pihak yang disebut *principal* memberikan wewenang kepada pihak lain yang disebut agen untuk membuat keputusan di dalam menjalankan perusahaan. Keberadaan manajer yang berperan sebagai agen dan pemegang saham selaku pemilik perusahaan (*principal*), mengharuskan mereka untuk bisa saling bekerja sama dalam mencapai tujuan perusahaan (Erfiana & Ardiansari, 2016).

Perilaku kebijakan inisiasi dividen pada perusahaan yang *go-public* di Indonesia mengundang beberapa persoalan yang biasanya dipengaruhi oleh adanya suatu konflik keagenan. Konflik tersebut terjadi antara manajer dan pemegang saham karena perbedaan tujuan antara keduanya. Manajer (*agent*) cenderung menginvestasikan kembali keuntungan yang diperoleh agar perusahaan mengalami pertumbuhan yang lebih tinggi, semakin banyak keuntungan yang diinvestasikan kembali (*reinvestasi*), maka akan tersisa sedikit keuntungan yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, hal ini sangat bertolak belakang dengan keinginan pemegang saham yang menghendaki dividen yang tinggi (Dewi, 2011). Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimalisir dengan mekanisme pengawasan, namun munculnya

mekanisme pengawasan akan menimbulkan *agency cost* (biaya agensi) (Saputro, 2016).

Biaya agensi suatu perusahaan dapat dikurangi dengan berbagai alternatif. Menurut Sartono (2001) Salah satu alternatif untuk mengurangi biaya agensi yaitu dengan meningkatkan rasio dividen terhadap laba bersih sehingga tidak tersedia kelebihan kas (*free cash flow*) yang cukup banyak. Apabila terjadi kelebihan kas dan tidak didistribusikan kepada pemegang saham, maka akan mendorong manajemen untuk memanfaatkan ke dalam proyek-proyek yang tidak efisien (tidak *profitable*), suatu tindakan manajemen yang dianggap tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Argumen ini pertama kali dilontarkan oleh Jensen & Meckling (1986) yang disebut dengan *free cash flow hypothesis* yang merupakan bagian dari eksplanasi *agency cost model*.

Sejalan dengan hipotesis *free cash flow* tersebut, Grullon, Michaely, & Swaminathan (2002) juga mengemukakan bahwa perusahaan membayar atau menaikkan dividen lebih disebabkan mereka sudah memasuki fase kedewasaan (*maturity*). Perusahaan yang memasuki fase ini tidak lagi membutuhkan dana untuk membiayai proyek-proyek investasi yang dianggap menguntungkan sehingga dana yang tidak dimanfaatkan untuk investasi sebaiknya didistribusikan kepada pemegang saham. Pendapat ini dikenal sebagai *maturity* atau *overinvestment hypothesis* dan terbukti kebenarannya dalam menjelaskan perilaku

kebijakan dividen di lingkungan perusahaan *go-public* di Amerika (Jain, Shekhar, & Torbey, 2003; Sharma, 2001).

Cara lain yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost*, yaitu dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen sehingga manajemen merasakan manfaat langsung dari keputusan yang diambil (Saputro, 2016). Jensen & Meckling (1976) mengemukakan bahwa *agency cost* akan rendah dalam perusahaan dengan kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) yang tinggi, hal ini memungkinkan adanya penyatuan antara kepentingan pemegang saham dengan kepentingan manajer yang dalam hal ini berfungsi sebagai *agent* (manajer) dan sekaligus sebagai *principal* (pemilik perusahaan). Hal yang sama bisa terjadi di perusahaan dimana *large block shareholder* (pemegang saham dalam jumlah besar) yang biasanya terdiri dari pemegang saham institusi (*institutional shareholder*) yang memiliki kemampuan tinggi untuk mengendalikan manajer (Frankfurter & Wood, 2002).

Pada aspek lain, struktur modal merupakan faktor yang cukup berpengaruh dari *agency cost model*. Perusahaan yang memiliki struktur modal lebih banyak melibatkan modal asing (dari kreditur), maka pengawasan akan lebih intensif dari kreditur terhadap manajemen, sehingga ketergantungan terhadap dividen sebagai sarana monitoring semakin kecil dibandingkan perusahaan dengan struktur modal rendah (Hitten, 2016).



**Tabel 1. 3 *Research Gap* pengaruh struktur modal, struktur kepemilikan, *free cash flow* dan *maturity* terhadap kebijakan inisiasi dividen di Indonesia**

| <i>Research Gap</i>   | Isu  | Peneliti (Tahun)   | Temuan                   |
|---|--|--|--------------------------|
| Perbedaan hasil pengaruh struktur kepemilikan terhadap Kebijakan inisiasi dividen | Semakin tinggi kepemilikan oleh intitusional maka akan semakin tinggi dividen, karena <i>agency cost</i> akan berkurang. Struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap kebijakan inisiasi dividen. | Setiawan dan Pradana (2020); Embara, Wiagustini, & Badjra (2012); Sumartha (2016); Rokhaniyah (2020) | Positif Signifikan       |
|   |  | Hitten, dkk (2019); Ariasih dan Sunarsih (2017); Hitten (2016)                                       | Positif Tidak Signifikan |
|   |  | Maisyaroh, dkk. (2016); Mandala Moerdiyanto (2014)   | Negatif Signifikan       |
|   |  | Sugeng (2009); Anggraeni (2017)  | Negatif Tidak Signifikan |
| Perbedaan hasil pengaruh struktur modal terhadap Kebijakan inisiasi dividen       | Semakin tinggi hutang perusahaan, akan mendorong pemantauan intensif oleh kreditor, sehingga dividen semakin rendah. Struktur modal berpengaruh negatif terhadap kebijakan inisiasi dividen.           | Hitten (2016); Mandala & Moerdiyanto (2014); Dewi (2011)   | Negatif Signifikan       |
|   |  | Saputro (2016)   | Negatif Tidak Signifikan |
|   |  | Endiana & Laksmi (2019); Ariasih & Sunarsih (2017); Hitten, dkk (2019)                               | Positif Signifikan       |
|   |  | Utami & Evifajarwati (2017)  | Positif Tidak Signifikan |

| <b>Research Gap</b>  | <b>Isu</b>   | <b>Peneliti (Tahun)</b>  | <b>Temuan</b>            |
|--|--|--|--------------------------|
| Perbedaan hasil pengaruh <i>free cash flow</i> terhadap Kebijakan inisiasi dividen | Semakin tinggi <i>Free cash flow</i> , maka semakin tinggi pembayaran dividen.<br><i>Free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan inisiasi dividen. | Dewi (2011); Maisyaroh, dkk. (2016); Sari & Budiasih (2016)            | Positif Signifikan       |
|  |  | Hitten (2016)  | Positif Tidak Signifikan |
|  |  | Saputro (2016)   | Negatif Signifikan       |
|  |  | Anggraeni (2017)   | Negatif Tidak Signifikan |
| Perbedaan hasil pengaruh <i>maturity</i> terhadap Kebijakan inisiasi dividen       | Semakin tinggi <i>Maturity</i> , maka semakin tinggi pembayaran dividen.<br><i>Maturity</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan inisiasi dividen.             | Hitten, dkk (2019); Rokhaniyah (2020); Anugrawaty & Prajitno (2017)    | Positif Signifikan       |
|  |  | Sugeng (2009)  | Positif tidak signifikan |
|  |  | Ardestani, Rasid, Basiruddin, & Mehri (2013); Nurhaelis & Yazid (2017) | Negatif Signifikan       |
|  |  | Hitten (2016);   | Negatif Tidak Signifikan |

Sumber : Dari berbagai penelitian (Data diolah tahun 2020).

Adanya beberapa perbedaan hasil penelitian tentang variabel yang berpengaruh terhadap kebijakan inisiasi dividen, hal tersebut memberikan peluang bagi peneliti untuk melakukan penelitian lanjutan dalam menguji konsistensi atas signifikansi variabel-variabel yang pernah dilakukan oleh peneliti terdahulu dan pengungkapan faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan inisiasi dividen.

Dikarenakan adanya inkonsistensi hasil dari beberapa penelitian sebelumnya, maka penelitian ini dimaksudkan untuk meneliti kembali pengaruh struktur modal, struktur kepemilikan, *free cash flow* dan *maturity* terhadap kebijakan inisiasi dividen. Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan data *cross-section* yang diambil dari perusahaan yang baru saja *go-public*. Periode penelitian dilakukan dari tahun 2011 sampai dengan tahun 2018.

## 1.2 Identifikasi Masalah

Berbagai penelitian sebelumnya menghasilkan kesimpulan yang berbeda tentang kebijakan inisiasi dividen dan variabel-variabel yang berkaitan dengannya. Oleh karena itu dapat dikemukakan bahwa *Research Gap* dalam penelitian ini terdapat inkonsistensi dalam implikasi *agency theory*, yaitu antara lain:

- a. *Agency theory* mengatakan bahwa jika perusahaan menambah kepemilikan institusional, maka dapat meningkatkan kebijakan inisiasi dividen. Akan tetapi terdapat *fenomena gap*, dimana rata-rata dari kepemilikan institusional tahun 2011-2018 terjadi peningkatan, namun kebijakan inisiasi dividen mengalami penurunan.
- b. Pendapat Mandala dan Moerdiyanto (2014) tentang pengaruh signifikan struktur modal terhadap kebijakan inisiasi dividen ternyata berbeda dengan pendapat Saputro (2016) yang menyatakan faktor struktur modal tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan inisiasi dividen perusahaan khususnya perusahaan *go-public* di Indonesia.

- c. Terdapatnya hubungan antara *free cash flow* dengan kebijakan inisiasi dividen menurut Dewi (2011) dan Maisyaroh, dkk (2016) ternyata tidak sejalan dengan Hitten (2016).
- d. Studi Sugeng (2009) menunjukkan *maturity* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan inisiasi dividen. Namun, hasil penelitian Hitten, dkk (2019) menunjukkan bahwa semakin tinggi *maturity* akan semakin tinggi juga kebijakan inisiasi dividen perusahaan.

Hal ini menunjukkan bahwa beberapa implikasi *agency theory* belum bisa secara konsisten menjelaskan kebijakan inisiasi dividen perusahaan.

### **1.3 Cakupan Masalah**

Agar penelitian ini memperoleh temuan yang terfokus pada permasalahan dan terhindar dari penafsiran yang berbeda, maka perlu dilakukan pembatasan masalah. Penelitian ini difokuskan pada pengaruh struktur kepemilikan, struktur modal, *free cash flow* dan *maturity* terhadap kebijakan inisiasi dividen.

Pembatasan sampel penelitian dengan menggunakan perusahaan yang melakukan *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2018. Alasannya karena variabel kebijakan inisiasi dividen pada penelitian ini diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR) pada saat perusahaan melakukan inisiasi dividen satu tahun pertama setelah IPO. Sedangkan pada tahun 2011-2018 perusahaan yang melakukan kebijakan inisiasi dividen mengalami tren menurun.

#### **1.4 Perumusan Masalah**

Berdasarkan latar belakang, maka pertanyaan penelitian yang diajukan adalah sebagai berikut:

1. Apakah struktur kepemilikan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan inisiasi dividen pada perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2018?
2. Apakah struktur modal memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan inisiasi dividen pada perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2018?
3. Apakah *free cash flow* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan inisiasi dividen pada perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2018?
4. Apakah *maturity* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan inisiasi dividen pada perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2018?

#### **1.5 Tujuan Penelitian**

Berdasarkan rumusan masalah di atas, maka tujuan penelitian yang ingin dicapai adalah:

1. Untuk menemukan bukti empiris tentang pengaruh positif struktur kepemilikan terhadap kebijakan inisiasi dividen pada perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2018.

2. Untuk menemukan bukti empiris tentang pengaruh negatif struktur modal terhadap kebijakan inisiasi dividen pada perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2018.
3. Untuk menemukan bukti empiris tentang pengaruh positif *free cash flow* terhadap kebijakan inisiasi dividen pada perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2018.
4. Untuk menemukan bukti empiris tentang pengaruh positif *maturity* terhadap kebijakan inisiasi dividen pada perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2018.

## **1.6 Manfaat Penelitian**

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat ganda, yaitu manfaat teoritis dan manfaat praktis.

### **1.6.1. Secara Teoritis**

Penelitian ini dapat digunakan sebagai pembanding hasil riset penelitian yang berkaitan dengan kebijakan inisiasi dividen. Selain itu hasil dari penelitian ini diharapkan dapat menambah referensi bagi perkembangan ilmu manajemen keuangan dan selanjutnya dapat dijadikan dasar untuk penelitian berikutnya.

### **1.6.2. Secara Praktis**

#### **1. Bagi Perusahaan**

Jika manajemen perusahaan memperhatikan struktur modal dan *maturity*, maka perusahaan dapat mengambil keputusan yang tepat pada

saat akan membagikan dividen. Saat perusahaan memiliki struktur modal dengan tingkat hutang jangka panjang yang tinggi, perusahaan akan lebih mementingkan menggunakan keuntungannya untuk membayar kewajibannya daripada membagikan dividen kepada para investor, sehingga perusahaan dapat mencegah dari kebangkrutan. Saat perusahaan memasuki fase maturitas juga tidak lagi membutuhkan dana untuk membiayai proyek-proyek investasi yang dianggap menguntungkan sehingga dana yang tidak dimanfaatkan untuk investasi sebaiknya didistribusikan kepada pemegang saham.

## 2. Bagi Investor

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan masukan bagi investor sebagai bahan pertimbangan dalam berinvestasi di saham perdana, sehingga dapat memperoleh *return* maksimal. Jika investor memperhatikan struktur modal dengan hutang jangka panjang yang tinggi, keuntungan perusahaan tidak hanya akan digunakan untuk membayar kewajiban kepada kreditur namun juga investor. Jika investor juga memperhatikan *maturity* yang menandakan berkurangnya kebutuhan dana perusahaan, maka dana yang dimiliki perusahaan akan di alokasikan kepada investor.

### 1.7 Orisinalitas Penelitian

Penelitian ini dilakukan dengan mengacu pada penelitian Hitten (2016), dan melihat hasil penelitian-penelitian terdahulu yang melakukan

penelitian mengenai pengaruh struktur modal, struktur kepemilikan, *free cash flow*, dan *maturity* terhadap kebijakan inisiasi dividen. Adapun perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah terletak pada tahun pengamatan. Pada penelitian terdahulu yang digunakan adalah tahun 2011 sampai dengan tahun 2013, sedangkan pada penelitian ini adalah tahun 2011 sampai dengan tahun 2018. Hal ini dikarenakan pada tahun 2011-2018 perusahaan di Indonesia yang melakukan kebijakan inisiasi dividen mengalami tren penurunan yang cukup signifikan.

Selain itu dalam penelitian Hitten (2016) menggunakan *software* SPSS dalam mengolah data, sedangkan penelitian ini menggunakan *software* Eviews 9 dalam melakukan analisis data. Hal ini dikarenakan program Eviews mempunyai kelebihan dibandingkan *software* statistika seperti SPSS dan minitab dalam berbagai analisis variasi regresi (Ghozali & Ratmono, 2013). Menurut Ghozali & Ratmono (2013) kelebihan utama eviews adalah menyediakan fasilitas metode estimasi regresi yang lebih lengkap dibandingkan *software* lain.



## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN

#### 2.1. Kajian Teori Utama (*Grand Theory*)

##### 2.1.1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori agensi pertama kali diperkenalkan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976 dalam artikel tentang penerapan teori keagenan pada Manajemen Keuangan dengan judul "*Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure*". Artikel tersebut dimuat dalam *Journal of Finance Economics* yang di publikasikan pada bulan Oktober tahun 1976 di halaman 305-360. *Agency theory* adalah teori yang menjelaskan *agency relationship* dan masalah-masalah yang ditimbulkannya (Jensen & Meckling, 1976).

Menurut Jensen dan Meckling (1976) *Agency relationship* merupakan hubungan antara dua pihak, dimana pihak pertama bertindak sebagai prinsipal atau pemberi amanat dan pihak kedua sebagai agen yang bertindak sebagai perantara yang mewakili prinsipal dalam melakukan transaksi dengan pihak ketiga. Pada *agency theory* yang disebut prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Pihak prinsipal memberi kewenangan kepada agen untuk melakukan transaksi atas nama prinsipal dan diharapkan dapat

membuat keputusan terbaik bagi prinsipal dan diharapkan dapat membuat keputusan terbaik bagi prinsipalnya.

Brigham & Houston (2010) menyatakan masalah keagenan yang potensial dapat muncul jika manajer suatu perusahaan memiliki kurang dari 100% saham biasa perusahaan tersebut. Jika perusahaan berbentuk perseorangan dan dikelola sendiri oleh pemiliknya, maka dapat diasumsikan bahwa manajer dan pemilik tersebut akan mengambil setiap tindakan yang mungkin untuk memperbaiki kesejahteraannya, terutama diukur dalam bentuk peningkatan kekayaan perorangan, dan fasilitas eksekutif seperti tunjangan, kantor yang mewah, fasilitas transportasi dan sebagainya. Akan tetapi, jika manajer dan pemilik tersebut mengurangi hak kepemilikannya dengan membentuk perseroan dan menjual sebagian sahamnya kepada pihak lain (pihak luar), maka pertentangan kepentingan bisa segera muncul (Arifin & Asyik, 2015).

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan teori keagenan yang menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa terjadi konflik di antara keduanya. Hal tersebut disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut karena pengeluaran akan menambah biaya (*cost*) perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen yang akan diterima. Pemegang saham menginginkan agar *cost* tersebut dibiayai oleh hutang, tetapi manajer tidak menyukai dengan alasan bahwa

hutang mengandung risiko yang tinggi. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan (*monitoring*) yang dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan ini menyebabkan timbulnya suatu biaya yang disebut *agency cost*.

Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi biaya agensi menjadi tiga kelompok, antara lain:

1. *The Monitoring Expenditures by Principal*, yaitu biaya pengawasan yang harus dikeluarkan oleh pemilik.
2. *The Bonding Expenditures by Agent*, yaitu biaya yang harus dikeluarkan oleh agen akibat pengawasan yang harus dikeluarkan prinsipal (pemilik) kepada agen.
3. *The Residual Loss*, adalah pengorbanan akibat berkurangnya kemakmuran prinsipal karena perbedaan keputusan antara prinsipal dan agen.

Hubungan antara pemilik dengan agen juga akan mengarah pada kondisi adanya ketidakseimbangan informasi atau *asymmetric information*, dimana agen (manajer) lebih banyak mengetahui informasi dibandingkan dengan prinsipal (pemegang saham). Adanya perbedaan informasi tersebut, maka kemungkinan individu akan bertindak untuk memaksimalkan kemakmurannya masing-masing. Agen bisa

menyembunyikan informasi yang tidak diketahui oleh prinsipal untuk meningkatkan kemakmurannya. Persoalan antara manajer dengan pemegang saham dimana dana yang diberikan ke perusahaan tidak kembali hal ini dikarenakan tindakan dari manajer. Adanya permasalahan keagenan tersebut membuat para pemegang saham menjadi pesimis terhadap arus kas perusahaan di masa yang akan datang (Jensen & Meckling, 1976).

Dasar dari *agency cost model* ini adalah ketika manajer disadari bisa bertindak tidak sesuai dengan kepentingan investor atau pemegang saham, maka pemegang saham menggunakan mekanisme tertentu untuk mengontrol tindakan manajer tersebut. Salah satu dari mekanisme tersebut adalah melalui pembayaran dividen dengan *payout* yang tinggi (Beiner, 2001). Namun, Easterbrook (1984) mengemukakan bahwa efektivitas dividen sebagai salah satu sarana monitoring bergantung pula pada keberadaan sarana-sarana *monitoring* lainnya, misalnya struktur kepemilikan dan struktur modal perusahaan.

Hal yang sama bisa terjadi di perusahaan dimana pemegang saham dalam jumlah besar yang biasanya terdiri dari pemegang saham institusi (*institutional shareholder*) yang memiliki kemampuan tinggi untuk mengendalikan manajer (Frankfurter & Wood, 2002). Teori keagenan menunjukkan berbagai mekanisme untuk mengurangi biaya keagenan, diantaranya yaitu peningkatan kepemilikan saham oleh manajerial maupun

institusional, pembayaran dividen dan penggunaan hutang (Jensen & Meckling, 1976).

### **2.1.2. Teori Siklus Hidup (*Life Cycle Theory*)**

Senchak & Lee (1980) merupakan peneliti yang mengembangkan model hipotesis yang menghubungkan antara *life cycle* perusahaan dengan kebijakan pembayaran dividen dan strategi pembayaran. Senchak & Lee (1980) menggunakan pendekatan teori *life cycle* dengan memperhatikan tiga tahapan utama dalam daur hidup perusahaan yaitu perusahaan saat mengalami pertumbuhan pesat, pertumbuhan rendah dan akhirnya pertumbuhan negatif. Hasilnya, pada saat mengalami pertumbuhan pesat (tahap *growth*), perusahaan akan optimal bila mengadopsi *full financing position* dengan tidak membayar dividen sama sekali. Pada tahap pertumbuhan rendah (*mature*), perusahaan tetap menggunakan kebijakan *zero dividend*, sedangkan untuk pembiayaan menggunakan bauran utang dan laba ditahan. Pada tahap pertumbuhan negatif (tahap *decline*), perusahaan akan melakukan kebijakan *liquidating dividend* dan kebijakan pembayaran utang.

Pashley & Philippatos (1990) menyatakan pendapat yang berbeda bahwa siklus hidup perusahaan terdiri dari empat tahap utama, yaitu: *pioneering*, *expansion*, *maturity* dan *decline*. Tahap *pioneering* ditandai dengan *market share* dan *market power* yang tinggi, jumlah penjualan yang rendah pada permulaan, mengalami kerugian akibat pengeluaran biaya yang besar, sehingga sumber pendanaan berasal dari hutang dan

tidak ada pembagian dividen. Pada tahap *expansion* tingkat penjualan, keuntungan dan likuiditas mulai mengalami kenaikan sehingga perusahaan akan mulai membagi dividen meskipun dalam jumlah yang kecil. Pada tahap *maturity*, perusahaan mengalami puncak penjualan yang berdampak pada pembayaran dividen yang tinggi dan penggunaan arus kas bebas untuk reinvestasi. Pada tahap *decline* terjadi penurunan penjualan secara signifikan sehingga menyebabkan perusahaan mengalami kerugian dan pembayaran dividen dihentikan.

Anthony & Ramesh (1992) melakukan penelitian menggunakan *dividend payout*, pertumbuhan penjualan, *capital expenditure* dan umur perusahaan sebagai indikator tahap *life-cycle*. Variabel umur perusahaan ditambahkan dalam penelitian tersebut untuk mengurangi kemungkinan kesalahan pengklasifikasian perusahaan kedalam siklus hidupnya. Hasilnya, pada tahap *start-up* perusahaan cenderung akan melaporkan laba negatif, sedangkan perusahaan tahap *growth* memiliki kriteria tingkat *dividend payout* yang rendah, pertumbuhan penjualan yang tinggi dan tergolong perusahaan yang belum lama beroperasi, sedangkan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi dan diikuti dengan pembayaran dividen yang tinggi dimungkinkan perusahaan tersebut memasuki tahap *mature*.

## **2.2. Kajian Variabel Penelitian**

### **2.2.1. Kebijakan Dividen**

Menurut Ahmad & Wardani (2014), dividen adalah pembayaran dari pendapatan perusahaan atau keuntungan yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk tunai atau saham. Pengertian yang sama disampaikan oleh Kurniawati, Manalu, & Octavianus (2015), dividen adalah pembagian keuntungan perusahaan kepada pemegang saham secara pro-rata dan dibayarkan dalam bentuk uang (*dividend cash*) atau saham (*dividend stock*), yang besarnya akan ditetapkan berdasarkan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Jadi, dapat disimpulkan bahwa dividen adalah keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk tunai maupun saham melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Menurut Sartono (2012:281), kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna membiayai investasi dimasa yang akan datang. Pengertian yang juga disampaikan oleh Deitiana (2002), bahwa kebijakan dividen merupakan kebijakan untuk menentukan berapa laba bersih yang akan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan. Berdasarkan pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen adalah suatu kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan untuk mengelola keuangan perusahaan

dalam perolehan laba dari kegiatan operasionalnya yang akan berpengaruh untuk semua pihak, baik pihak perusahaan maupun pemegang saham.

Inisiasi dividen merupakan pembayaran dividen yang dilakukan pertama kali oleh perusahaan setelah IPO (*Initial Public Offering*) (Sugeng, 2009a). Sedangkan kebijakan inisiasi dividen merupakan indikasi awal yang terkait dengan keputusan dan penetapan mengenai besarnya *payout* dan *timing* dari pembayaran dividen pasca IPO (Akhadiyah & Winarno, 2015). Adanya kebijakan inisiasi dividen diharapkan distribusi keuntungan kepada pemegang saham dapat dilakukan secara konsisten dalam waktu yang tidak terbatas.

Kebijakan inisiasi dividen merupakan salah satu kebijakan keuangan yang lebih bersifat strategis dibanding kebijakan dividen reguler (Akhadiyah & Winarno, 2015). Kebijakan inisiasi dividen yang diambil oleh perusahaan membawa konsekuensi tanggung jawab perusahaan secara finansial yang cukup fundamental, karena sekali perusahaan memutuskan untuk mulai membayarkan dividen reguler, maka perusahaan tersebut dituntut untuk mampu menjaga konsistensi pembayaran dividen periodik yang sudah diawalinya tersebut.

Kesiapan perusahaan dalam melakukan inisiasi dividen didasarkan pada kemampuan finansial yang didukung oleh prospek kinerja perusahaan yang memadai. Bagi perusahaan yang mampu lebih awal membayarkan dividen pertamanya dipandang memiliki kemampuan



finansial yang lebih baik untuk menjamin konsistensi pembayaran dividen regular selanjutnya. Perusahaan yang belum siap melakukan atau menunda pembayaran dividen pertamanya dipandang belum memiliki kemampuan finansial yang memadai untuk melakukan kebijakan dividen (Sugeng, 2009a).

Sebagaimana dividen regular, besarnya dividen pertama yang ditetapkan oleh perusahaan juga diukur menggunakan tiga indikator, yaitu:

- 1) *Dividend Payout Ratio* (DPR), merupakan rasio dari *dividend per share* terhadap *earning per share*, rasio ini merefleksikan berapa bagian dari *earning* yang tersedia bagi pemegang saham biasa yang didistribusikan sebagai dividen, dengan demikian indikator ini mengindikasikan besarnya dividen yang dibayarkan oleh perusahaan relatif terhadap besarnya *earning* perusahaan (Mollah, Keasey, & Short, 2000; Rozeff, 1992). Adapun rumus *dividend payout ratio* (DPR) adalah sebagai berikut:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}} \times 100\%$$

- 2) *Dividend Yield*, merupakan rasio dari *dividend per share* terhadap *share price* dan merefleksikan berapa tingkat pendapatan/*yield* berupa dividen yang diperoleh dari investasi terhadap per lembar saham perusahaan. Indikator ini mengindikasikan besarnya dividen yang didistribusikan kepada pemegang saham relatif terhadap harga pasar saham perusahaan (Barclay, Smith, & Watts, 1995; Sprenman &

Gantenbein, 2001). Adapun rumus *dividend yield* adalah sebagai berikut:

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Share price}} \times 100\%$$

- 3) *Dividend per Share*, merupakan nilai dividen yang ditetapkan untuk tiap lembar saham biasa dan sekaligus mengindikasikan besarnya dividen yang diperoleh oleh setiap lembar saham perusahaan (Sugeng, 2009a). Adapun rumus *dividend per share* adalah sebagai berikut:

$$\text{Dividend per Share} = \frac{\text{Jumlah dividen yang dibayarkan}}{\text{Jumlah lembar saham}} \times 100\%$$

Kebijakan inisiasi dividen dalam penelitian ini diukur dengan *dividend payout ratio (DPR)*. Alasan penelitian ini menggunakan *dividend payout ratio (DPR)* sebagai variabel endogen dependen dikarenakan *DPR* pada hakikatnya menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan. Sugeng (2009) membuktikan bahwa perilaku investor/pasar dalam kebijakan dividen perusahaan sejalan dengan eksplanasi dari *signaling model*. Dipilihnya *dividend payout ratio* oleh pasar sebagai ukuran kebijakan dividen perusahaan menunjukkan bahwa pasar lebih cenderung melihat preferensi manajer terhadap komitmennya dalam mendistribusikan keuntungan (*earning*) perusahaan antara dibagikan sebagai dividen atau direinvestasikan (Dewi, 2011).

Penetapan *dividend payout ratio* sebagai proksi untuk variabel dependen juga mengikuti penelitian tentang kebijakan inisiasi dividen yang dilakukan oleh beberapa peneliti terdahulu, diantaranya Hitten & Rustam (2019), Saputro (2016), Tyas (2016), Akhadiyah & Winarno (2015), Rahmiati & Ramadona (2013), Sugeng (2009), Utami & Evifajarwati (2017) serta Mandala (2014).

### 2.2.2. Struktur Kepemilikan

Kepemilikan institusional merupakan sejumlah proporsi saham yang dimiliki oleh institusi (Rahma, 2014). Definisi yang sama diungkapkan oleh Jannah & Khoiruddin (2017), bahwa kepemilikan institusional merupakan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga. Jadi, dapat disimpulkan kepemilikan institusional adalah jumlah kepemilikan yang dimiliki oleh institusi di luar manajemen perusahaan yang investasinya bersifat jangka panjang.

Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa semakin tinggi struktur kepemilikan dikuasai oleh *insiders* (manajemen) atau semakin kecil yang dikuasai oleh *outsiders* maka semakin berkurang *agency problems*, karena semakin selarasnya antara kepentingan manajemen dengan kepentingan pemilik yang sebagian besar adalah manajemen itu sendiri. Dalam hal demikian maka semakin kecil ketergantungan kepada dividen sebagai mekanisme *monitoring*. Di samping itu, kehadiran *largeblock shareholding* seperti *institusional shareholding* yang memiliki kapasitas *monitoring* lebih efektif dibanding pemegang saham kecil dan

tersebar (*atomistic shareholder*), juga akan memperkecil peranan dividen sebagai *monitoring mechanism* (Easterbrook, 1984).

Kepemilikan institusional diproksikan dengan variabel *institutional ownership* (INST) yang dapat diperoleh dari jumlah saham yang dimiliki oleh institusi dibagi dengan jumlah saham yang beredar. Pengukuran variabel kepemilikan institusional menggunakan presentase saham yang diperoleh dari jumlah saham institusional (Ismiati & Yuniati, 2017). Adapun rumus struktur kepemilikan institusional (INST) adalah sebagai berikut:

$$\text{INST} = \frac{\text{Jumlah lembar saham institusi}}{\text{Jumlah lembar saham beredar}} \times 100\%$$

### 2.2.3. Struktur Modal

Menurut Artini & Puspaningsih (2011), perusahaan harus menentukan struktur modal yang optimal agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Brigham & Houston (2010) menyatakan bahwa struktur modal yang optimal dapat memaksimalkan laba perusahaan dimana EPS (*earning per share*) dapat memaksimalkan harga saham perusahaan. Penambahan hutang perusahaan akan memperbesar risiko perusahaan tetapi sekaligus juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Perusahaan secara dinamik menyesuaikan struktur modalnya dengan pajak, biaya keagenan, kebangkrutan dan transaksi (Yulianto, Witiastuti, & Ardiansari, 2018).

Menurut Rasyid (2015), struktur modal adalah komposisi yang dapat menunjukkan dari mana sumber pendanaan perusahaan secara khusus diperoleh, menunjukkan porsi modal yang berasal dari hutang (kreditur) dan menunjukkan porsi modal yang berasal dari pemilik modal. Kebijakan struktur modal adalah kebijakan keuangan yang didalamnya memiliki komposisi berupa hutang, saham preferen dan saham biasa (Indriani & Widyarti, 2013). Jadi, struktur modal adalah komposisi antara utang dan modal yang dimiliki oleh perusahaan.

Berikut adalah beberapa cara yang digunakan dalam mengukur struktur modal menurut beberapa ahli:

1. *Total Debt to Total Equity Ratio (DER)*

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$$

*Debt to equity ratio (DER)* merupakan perbandingan antara total utang perusahaan dibandingkan dengan total modal (*total equity*) perusahaan (Rufaidah, 2012). Rasio ini digunakan untuk mengukur perimbangan antara kewajiban yang dimiliki perusahaan dengan modal sendiri (Sjahrial & Purba, 2013).

2. *Total Debt to Total Asset Ratio (DAR)*

$$\text{DAR} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}} \times 100\%$$

Rasio DAR merupakan rasio antara total hutang (*total debts*) baik hutang jangka pendek (*current liability*) maupun hutang jangka

panjang (*long term debt*) terhadap total aktiva (*total assets*) baik aktiva lancar maupun aktiva tetap dan aktiva lainnya (Dewi, 2011).

### 3. *Number of Times Interest is Earned*

$$\text{Number of Times Interest} = \frac{\text{Income before taxes and interest expense}}{\text{Interest expense}}$$

*Net of Times Interest is Earned* (berapa kali bunga diperoleh)

merupakan kemampuan untuk memenuhi pembayaran bunga (Smith, Skousen, Stice, & Stice, 1992).

### 4. *Book Value Per Share*

$$\text{Book value per share} = \frac{\text{Common stockholders' equity}}{\text{Number of share of common stock outstanding}}$$

*Book value per share* (nilai buku per saham) mengukur ekuitas per saham dari saham biasa (Smith et al., 1992).

### 5. *Long Term Debt to Equity Ratio (LTDER)*

$$\text{LTDER} = \frac{\text{Total Long Term Debt}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$$

Rasio ini juga digunakan untuk mengukur seberapa besar perbandingan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri atau seberapa besar utang jangka panjang dijamin oleh modal sendiri (Sjahrial & Purba, 2013).

Penelitian ini menggunakan rasio hutang jangka panjang (*long-term debt*) terhadap *equity* atau *long-term debt to equity ratio (LTDER)* sebagai proksi untuk mencerminkan variabel struktur modal. Hal ini dikarenakan

keputusan menggunakan hutang jangka panjang disebabkan karena proporsi laba ditahan yang akan digunakan untuk pembiayaan investasi di masa yang akan datang berkurang. Perusahaan akan meningkatkan penggunaan hutang dalam membiayai kegiatan investasinya yang artinya perusahaan akan lebih banyak menggunakan hutang jangka panjang (Sipahutar & Gultom, 2017).

Penggunaan hutang yang semakin besar dalam perusahaan oleh pemilik modal dipandang sebagai peningkatan resiko perusahaan. Artinya apabila perusahaan meningkatkan hutang maka pemilik saham akan memperoleh laba yang semakin kecil. Semakin besar rasio ini menunjukkan tingginya kemampuan modal sendiri yang dimiliki perusahaan untuk menjamin hutang jangka panjang. Dimana ketika LTDER mengalami kenaikan maka mengindikasikan bahwa terjadi kenaikan hutang jangka panjang yang dimiliki perusahaan.

#### **2.2.4. *Free Cash Flow***

Arus kas bebas (*free cash flow*) berarti arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik hutang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan (Brigham & Houston, 2006). *Free cash flow* adalah aliran kas yang berasal dari operasional yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham karena tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi

pada aktiva tetap (*fixed asset*) (Saputro, 2016). Jadi, *free cash flow* adalah arus kas yang dapat digunakan untuk didistribusikan kepada investor setelah dikurangi untuk investasi aktiva tetap dan modal kerja.

Ada kebaikan dan biaya untuk menyimpan uang kas (Rafinda, Hadzhiev, Tähkänen, & Helvert, 2018). Perusahaan dapat memperoleh keuntungan dari kepemilikan kas karena kebutuhan keuangan eksternal lebih rendah dan mereka dapat berinvestasi dalam proyek yang menguntungkan di masa depan (Dittmar, Mahrt-Smith, & Servaes, 2003). Di sisi lain, memegang kas mencegah perusahaan berinvestasi dalam proyek-proyek berharga atau bahkan membuat mereka memperdagangkan proyek-proyek yang menguntungkan saat ini (Al-Najjar, 2013). Oleh karena itu, kepemilikan kas yang terlalu tinggi dapat menyebabkan masalah keagenan jika kepentingan manajemen dan pemegang saham terlalu berbeda (Jensen & Meckling, 1986).

*Free cash flow* memiliki hubungan positif dengan biaya agensi (*agency cost*) (Dewi, 2011). Jensen & Meckling (1986), menyatakan bahwa masalah keagenan akan meningkat ketika perusahaan menghasilkan *free cash flow* yang tinggi. Manajer cenderung menggunakan *free cash flow* untuk konsumsi pribadi atau melakukan ekspansi melalui investasi pada proyek baru dengan tujuan agar manajer dapat memperoleh kontrol yang lebih besar atas sumber daya perusahaan. Tindakan ini tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, sehingga menimbulkan masalah keagenan. *Free cash flow* sebagai aliran kas dimana



perusahaan kelebihan pendanaan yang dibutuhkan untuk semua proyek yang mempunyai *net present value* yang positif setelah keseluruhan proyek tersebut didiskontokan pada *cost of capital*-nya.

*Free cash flow* berhubungan positif dengan *dividend payout ratio* dengan anggapan bahwa semakin banyak *free cash flow* yang dimiliki perusahaan, maka dividen yang dibayarkan juga semakin tinggi (Dewi, 2011). Pemegang saham akan meminta dividen yang lebih besar ketika perusahaan menghasilkan *free cash flow* yang tinggi. Pembayaran dividen yang tinggi akan mengurangi *free cash flow* yang tersedia untuk manajer, sehingga kemungkinan penggunaan *free cash flow* oleh manajer untuk kepentingan pribadi dapat dikurangi, hal ini dapat mengurangi masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer.

Berikut adalah beberapa cara yang digunakan dalam mengukur *free cash flow* perusahaan menurut beberapa ahli:

1. Menurut Wild, Subramanyam, & Halsey (2003), pengukuran *free cash flow* (*FCF*) dapat di ukur menggunakan pengukuran sebagai berikut:

$$FCF = \frac{\text{Aliran kas operasi} - \text{Pengeluaran kas}}{\text{bersih untuk aktiva tetap}}$$

2. Menurut Hitten (2016), *Free cash flow* dapat di ukur dengan indikator *cash balance* sebagai berikut:

$$FCF = \frac{\text{Kas+Setara kas}}{\text{Total Aset}} \times 100\%$$

3. Menurut Yogi & Damayanthi (2016), *Free cash flow* diprosikan dengan rasio berikut:

$$FCF = \frac{\text{Arus kas operasi} - \text{Arus kas investasi}}{\text{Total Asset}} \times 100\%$$

Variabel *free cash flow* pada penelitian ini dihitung menggunakan rasio kas dan setara kas terhadap total aset atau *Cash Balance*. Hal ini dikarenakan penelitian yang dijadikan acuan dalam penelitian ini menggunakan proksi tersebut.

#### 2.2.5. *Maturity*

*Maturity* merupakan tingkat kedewasaan perusahaan yang merupakan salah satu tahapan dalam siklus hidup perusahaan (Sugeng, 2009b). *Maturity* merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk meningkatkan ukuran perusahaan tersebut yang dilihat dari kondisi finansialnya (Hasan & Dana, 2018). Jadi, *maturity* adalah tingkat kedewasaan perusahaan yang dilihat dari kondisi finansialnya.

Perusahaan yang memasuki *maturity phase* (fase kedewasaan) umumnya ditandai dengan menurunnya peluang pertumbuhan/investasi yang menguntungkan (*growth/investment opportunities*), menurunnya *capital expenditure*, dan dengan demikian juga ditandai oleh berkurangnya kebutuhan dana (Hitten et al., 2019). Berkurangnya kebutuhan dana ini pada gilirannya akan mendorong kenaikan dividen. Sejalan dengan *maturity hypothesis* dari Grullon, Michaely, & Swaminathan, (2002) yang

mengemukakan bahwa perusahaan membayar atau menaikkan dividen lebih disebabkan mereka sudah memasuki fase kedewasaan (*maturity*).

Jain et al. (2003), Sharma (2001) dan Bulan, Subramanian, & Tanlu (2007) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan inisiasi dividen mengalami penurunan pertumbuhan profitabilitas pasca inisiasi dividen yang mengindikasikan bahwa mereka memasuki *maturity*. Berikut adalah beberapa cara yang digunakan dalam mengukur *maturity* menurut beberapa ahli, yaitu:

1. Semakin dewasa (*mature*) perusahaan umumnya ditandai dengan semakin kecilnya pengeluaran modal (*capital expenditure*) dan peluang investasi (*investment opportunity*) (Sugeng, 2009b). Sehingga variabel *maturity* dapat dihitung menggunakan 3 indikator, yaitu *capital expenditure* (CE), *Investment Opportunities Potential* (IOS) dan *Size* dengan rumus sebagai berikut:

$$CE = \frac{\text{Total Assets}}{\text{Net Fixed Asset}_t - \text{Net Fixed Asset}_{t-1}} \times 100\%$$

$$IOS = \text{Book assets to stock market} + \text{Book value to debt}$$

$$Size = \frac{\text{Total Assets}}{\text{Offering Size}} \times 100\%$$

2. Menurut Asadi & Oladi (2015), *firm maturity* merupakan rasio perbandingan antara laba ditahan terhadap keseluruhan modal. *Firm*

*maturity* dengan skala rasio dapat dihitung dengan rumus *retained earnings ratio* (RER):

$$\text{RER} = \frac{\text{Total Retained Earning}}{\text{Total Equity}} \times 100\%$$

3. Menurut Hitten (2016), variabel *maturity* dapat di ukur dengan proksi *Capital Expenditure* sebagai berikut:

$$\text{CE} = \frac{\text{Total Assets}}{\text{Market value} + \text{Liability}} \times 100\%$$

Penelitian ini menggunakan rasio *total asset* terhadap *market value* dan *liability* atau *Capital Expenditure* (CE) sebagai proksi untuk menghitung variabel *maturity*. Hal ini dikarenakan menurut Hitten (2016) perusahaan yang memasuki *maturity phase* (fase kedewasaan) umumnya ditandai dengan menurunnya peluang pertumbuhan/investasi yang menguntungkan (*growth/investment opportunities*), menurunnya *capital expenditure*, dan dengan demikian juga ditandai oleh berkurangnya kebutuhan dana.

### 2.3. Kajian Penelitian Terdahulu

Penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan inisiasi dividen telah banyak dilakukan. Namun masih terdapat beberapa perbedaan baik dari indikator maupun hasil penelitian. Adapun perbedaan tersebut dijelaskan pada tabel 2.1 berikut:

Tabel 2. 1 Daftar Penelitian Terdahulu

| No | Nama Peneliti                | Judul Penelitian  | Variabel Bebas                             | Hasil   |
|----|------------------------------|---|--|---|
| 1. | Sugeng (2009)                | Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen di Indonesia   | Struktur Kepemilikan, Struktur Modal       | Struktur kepemilikan berpengaruh negatif signifikan; variabel struktur modal berpengaruh positif signifikan       |
| 2. | Dewi (2011)                  | Pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan terhadap <i>Free Cash Flow</i> dan Kebijakan Dividen pada Perusahaan-Perusahaan yang <i>go-public</i> di Indonesia | Struktur Kepemilikan, Struktur Modal       | Struktur modal berpengaruh negatif signifikan; struktur kepemilikan berpengaruh negatif tidak signifikan          |
| 3. | Rahmiati dan Ramadana (2013) | Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas dan Likuiditas terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Tahun 2001-2009  | Struktur Modal, Profitabilitas, Likuiditas | struktur modal dan likuiditas berpengaruh positif tidak signifikan; profitabilitas berpengaruh positif signifikan |
| 4. | Mandala (2014)               | Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Tahun 2000-2012  | Struktur Kepemilikan, Struktur Modal       | Struktur kepemilikan dan Struktur modal berpengaruh negatif signifikan  |

| No | Nama Peneliti                | Judul Penelitian  | Variabel Bebas  | Hasil  |
|----|------------------------------|---|---|--|
| 5. | Hitten (2016)                | Kebijakan Dividen dari <i>Perspektive Agency Cost Model</i> Tahun 2011-2013   | Struktur Modal, Struktur Kepemilikan, <i>Free cash flow</i> , <i>Maturity</i> | Struktur Kepemilikan dan <i>Free cash flow</i> berpengaruh positif tidak signifikan; <i>maturity</i> berpengaruh negatif tidak signifikan; struktur modal berpengaruh negatif signifikan |
| 6. | Saputro (2016)               | Pengaruh Struktur Modal, Struktur Kepemilikan dan <i>Free Cash Flow</i> terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Tahun 2006 – 2014 | Struktur Modal, Struktur Kepemilikan, <i>Free cash flow</i>                   | struktur modal dan struktur kepemilikan berpengaruh negatif signifikan; <i>free cash flow</i> berpengaruh positif signifikan   |
| 7. | Utami dan Evifajawati (2017) | Analisis Struktur Modal, Profitabilitas dan Likuiditas terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Tahun 2010-2014                    | Struktur modal, Profitabilitas, Likuiditas                                    | struktur modal, profitabilitas dan <i>leverage</i> berpengaruh positif tidak signifikan  |
| 8. | Ariasih dan Sunarsi h (2017) | Pengaruh Profitabilitas, struktur kepemilikan dan struktur modal terhadap kebijakan inisiasi deviden Tahun 2007-2015          | Profitabilitas, struktur kepemilikan, struktur modal                          | profitabilitas dan struktur modal berpengaruh positif signifikan; struktur kepemilikan berpengaruh negatif tidak signifikan  |

| No  | Nama Peneliti              | Judul Penelitian   | Variabel Bebas  | Hasil  |
|-----|----------------------------|--|---|--|
| 9.  | Endiana dan Hartini (2019) | <i>Determinants Insider Ownership in Capital Structure to Initiation of Dividends in Initial Public Offering</i>                                   | Struktur Modal, Struktur Kepemilikan  | Struktur Modal berpengaruh positif; struktur kepemilikan tidak berpengaruh   |
| 10. | Pranoto (2019)             | Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial, Institusional, Rasio <i>Leverage</i> dan <i>Debt to Equity Ratio</i> terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen | Struktur Kepemilikan Manajerial, Institusional, <i>Leverage</i> , <i>Debt to Equity Ratio</i> | Struktur kepemilikan manajerial, institusional dan rasio <i>leverage</i> berpengaruh positif tidak signifikan sedangkan <i>Debt to Equity Ratio</i> berpengaruh positif signifikan |
| 11. | Hitten, dkk (2019)         | <i>Dividend Initiation Policy and the Effect on Dividend Sustainability</i>  | Struktur Modal, Struktur Kepemilikan, <i>Maturity</i>   | Struktur modal dan <i>maturity</i> berpengaruh positif dan signifikan; Struktur Kepemilikan berpengaruh positif tidak signifikan   |

Sumber: Dari berbagai penelitian (data diolah untuk penelitian tahun 2020)

## 2.4. Kerangka Berpikir

### 2.4.1. Pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan inisiasi dividen

Perubahan struktur kepemilikan institusional dapat mempengaruhi variabilitas kebijakan dividen. Jika struktur kepemilikan institusional tinggi maka jumlah dividen yang dibayarkan akan tinggi, dan jika struktur kepemilikan institusional rendah maka jumlah dividen yang dibayarkan

akan rendah. Hal tersebut terjadi karena terdapat pemegang saham besar yang biasanya terdiri dari pemegang saham institusional yang memiliki kemampuan tinggi untuk mengendalikan manajer (Frankfurter & Wood, 1994). Adanya pemegang saham blok besar menunjukkan tingkat dispersi pemegang saham oleh publik akan kecil (Hitten et al., 2019). Situasi ini membuat perusahaan tidak perlu membayar dividen tinggi untuk mengendalikan biaya agensi.

Berdasarkan *agency theory* dari Jensen & Meckling (1976) apabila kepemilikan saham di suatu perusahaan mayoritas dikuasai oleh institusi maka penggunaan dividen sebagai sarana *monitoring* akan berkurang, sehingga kepemilikan saham institusi memberikan peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen perusahaan dan akan meningkatkan keuntungan, dengan demikian akan berdampak pada peningkatan *dividend payout ratio* (DPR). Kepemilikan institusional berperan sebagai *monitoring agent* yang melakukan pengawasan optimal terhadap perilaku manajemen di dalam menjalankan perannya untuk mengelola perusahaan. Berdasarkan pernyataan tersebut dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Hitten (2016), Hitten et al. (2019) dan Pranoto (2019).

#### **2.4.2. Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen**

Keputusan untuk memilih sumber dana yang digunakan untuk memperkuat struktur modal suatu perusahaan merupakan keputusan yang



sederhana, namun memiliki implikasi yang besar untuk apa yang akan terjadi di masa depan (Nisasmara & Musdholifah, 2016). Menurut Gautama & Haryati (2014) jika modal yang digunakan oleh perusahaan lebih banyak berasal dari hutang, maka akan mengurangi jumlah laba bersih sehingga akan mempengaruhi jumlah dividen yang dibagikan. Hal ini dikarenakan modal yang terdiri dari hutang jangka panjang terhadap ekuitas perusahaan, sehingga ketika struktur modal tinggi yang berarti bahwa jumlah hutang jangka panjang juga tinggi maka jumlah pembayaran dividen akan rendah karena dana milik perusahaan digunakan untuk membiayai hutang jangka panjang.

Jensen (1986) berpendapat bahwa dengan hutang, perusahaan mempunyai kewajiban melakukan pembayaran periodik atas bunga dan prinsipal. Hal ini bisa mengurangi keinginan manajer (agen) untuk menggunakan *cash flow* untuk kegiatan-kegiatan yang kurang optimal. Dengan kata lain eksistensi hutang memaksa manajer untuk menikmati keuntungan yang lebih sedikit dan menjadikan manajer bekerja lebih efisien. Meskipun hutang juga bisa menimbulkan konflik keagenan hutang, karena penggunaan hutang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan risiko kebangkrutan (Bathala, Moon, & Rao, 1994).

*Agency cost* yang rendah dimiliki perusahaan apabila perusahaan memiliki tingkat hutang yang tinggi (Rachmad & Muid, 2013). Hal ini dikarenakan apabila perusahaan memiliki tingkat hutang yang tinggi akan membuat kontrol maupun proses pengawasan terhadap para manajer tidak

hanya dilakukan oleh para pemegang saham tetapi juga dilakukan oleh pihak kreditur. Hal ini akan mengurangi ketergantungan para pemegang saham terhadap dividen sebagai salah satu mekanisme untuk mengatasi masalah keagenan.

Menurut Rachmad & Muid (2013) ketika perusahaan memiliki tingkat utang yang tinggi akan cenderung untuk melakukan pembayaran utang beserta bunganya yang tinggi terlebih dahulu sehingga kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen akan semakin menurun. Hasil penelitian tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Dewi (2011), Hitten (2016), Mandala (2014) Saputro (2016).

#### **2.4.3. Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen**

Perubahan *free cash flow* dapat mempengaruhi variabilitas kebijakan inisiasi dividen. Berdasarkan *agency theory*, perusahaan yang memiliki *free cash flow* tinggi akan membagikan dividen dalam jumlah yang tinggi pula (Suartawan & Yasa, 2016). Hal ini dikarenakan adanya tekanan dari pihak pemegang saham untuk membagikannya dalam bentuk dividen (Mollah et al., 2000).

Jensen & Meckling (1986) mengatakan bahwa *free cash flow* sebagai aliran kas dimana kelebihan pendanaan dibutuhkan untuk semua proyek tersebut didiskontokan pada biaya modalnya. Eksplanasi dari *agency cost model* Easterbrook (1984) menyatakan bahwa dividen merupakan salah satu sarana untuk memperkecil *agency problems/cost* di

mana semakin besar kemungkinan *agency problems* semakin besar pula dividen yang diperlukan untuk mengendalikannya. Berdasarkan kedua pendapat tersebut maka dapat disimpulkan bahwa semakin besar *free cash flow* yang ada dalam perusahaan semakin besar potensi *agency problems* yang ditimbulkan dan semakin besar pula dividen yang diperlukan untuk mengendalikannya. Hal tersebut dikarenakan manajemen tidak dapat menggunakan uang secara bebas karena uang ini dapat digunakan untuk mengembangkan bisnis atau sebagai umpan dividen bagi pemegang saham (Kusuma, Hartoyo, & Sasongko, 2018). Hasil penelitian tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Hitten (2016), Saputro (2016).

#### **2.4.4. Pengaruh *Maturity* terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen**

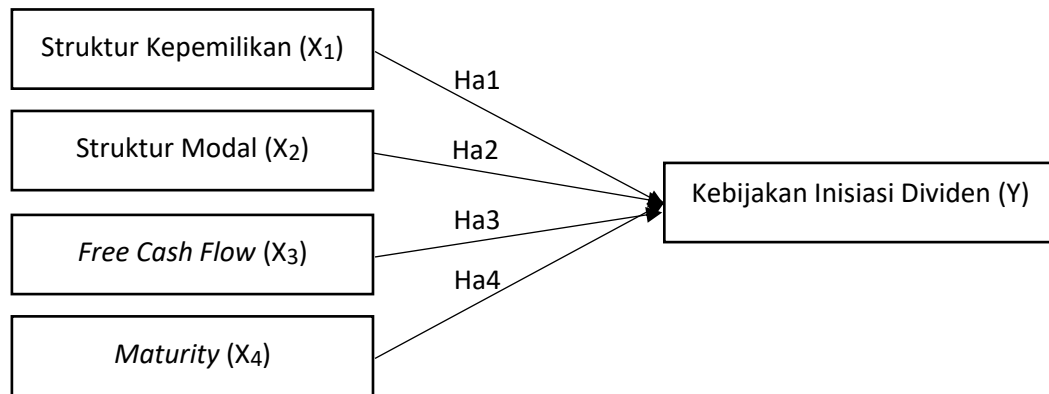
*Life cycle theory* berpendapat bahwa kebijakan dividen yang optimal dari suatu perusahaan tergantung pada stadium *life cycle stage*. De Angelo, De Angelo, & Stulz (2006) menjelaskan secara eksplisit dalam upaya menguji *life cycle theory dividend* dengan menganalisis hubungan antara kecenderungan *dividend payment* dan campuran memperoleh dan memberikan kontribusi modal. Ketika perusahaan berada dalam fase pertumbuhan tinggi, mereka sangat bergantung pada sumber-sumber eksternal untuk membiayai investasi karena kapasitas pendapatan rendah.

Semakin *mature* perusahaan maka semakin tinggi dividen yang dibagikan oleh perusahaan (Lestari & Yulianto, 2017). Menurut Hitten (2016), Hal ini dikarenakan perusahaan yang memasuki fase maturitas umumnya ditandai dengan menurunnya peluang pertumbuhan/investasi

yang menguntungkan (*growth/investment opportunities*), menurunnya *capital expenditure* dan juga berkurangnya kebutuhan dana. Oleh karena itu, rasio ini akan rendah untuk perusahaan dalam tahap pertumbuhan. Sebaliknya, perusahaan dalam tahap *mature* akan menjadi swadana.

Semua kehidupan, apapun itu mengikuti hukum alam hidup perusahaan merupakan tahapan perusahaan mulai dari tahap awal (*start*), tahap pertumbuhan (*growth*), tahap matang (*mature*) dan tahap penurunan (*decline*). Perusahaan yang berada pada tahap pertumbuhan (*growth*) cenderung untuk tidak membagikan dividen, karena pada tahap ini perusahaan lebih memilih untuk menahan laba dan membiayai pengembangan aktivitas perusahaan. Sebaliknya perusahaan yang telah mencapai tahap matang (*mature*) cenderung untuk membagikan dividen. Jadi dapat dilihat bahwa *life cycle stage* perusahaan saat *mature* memiliki pengaruh yang positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Rokhanyah (2020), Hitten & Rustam (2019).

Kerangka berpikir pada penelitian ini sesuai dengan penjelasan di atas dapat disajikan pada gambar 2.1 berikut:



Sumber: Hitten (2016)

**Gambar 2. 1 Kerangka Berpikir**

## 2.5. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kajian teori dan penelitian terdahulu yang telah dijelaskan peneliti di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H<sub>a1</sub> : Struktur kepemilikan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan inisiasi dividen

H<sub>a2</sub> : Struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan inisiasi dividen

H<sub>a3</sub> : *Free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan inisiasi dividen

H<sub>a4</sub> : *Maturity* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan inisiasi dividen.

## BAB V

### PENUTUP

#### 5.1. Simpulan

Berdasarkan hasil pengujian dan pembahasan yang telah dipaparkan mengenai pengaruh struktur kepemilikan, struktur modal, *free cash flow* dan *maturity* terhadap kebijakan inisiasi dividen, maka dapat disimpulkan bahwa:

1. Struktur kepemilikan berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan inisiasi dividen yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR).
2. Struktur modal berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan inisiasi dividen yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR).
3. *Free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan inisiasi dividen yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR).
4. *Maturity* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan inisiasi dividen yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR).

## 5.2. Saran

Berdasarkan kesimpulan yang telah diuraikan di atas, maka penulis dapat memberikan beberapa saran, antara lain:

1. Bagi peneliti selanjutnya dapat menjadikan penelitian ini sebagai pengetahuan baru untuk membuat *research gap*, khususnya yang berkaitan dengan analisis faktor yang mempengaruhi Kebijakan Inisiasi Dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hanya 5,71% variabel independen yang digunakan dapat mewakili faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan inisiasi dividen serta berdasarkan kesimpulan variabel struktur kepemilikan institusional, struktur modal dan *maturity* tidak berpengaruh terhadap kebijakan inisiasi dividen, maka penulis menyarankan bagi peneliti selanjutnya untuk menambahkan variabel independen seperti struktur kepemilikan keluarga maupun struktur kepemilikan publik sehingga dapat diketahui struktur kepemilikan mana yang berpengaruh terhadap kebijakan inisiasi dividen.
2. Bagi manajemen perusahaan, penelitian ini dapat dijadikan pertimbangan agar perusahaan di Indonesia lebih memperhatikan mengenai kebijakan inisiasi dividen yang akan ditetapkan. Apabila dilihat dari hasil uji t variabel yang berpengaruh adalah variabel *free cash flow*. Oleh karena itu manajemen perusahaan sebaiknya memperhatikan *free cash flow*, sehingga dana yang dimiliki

perusahaan tidak untuk membiayai proyek investasi namun digunakan untuk di distribusikan kepada pemegang saham.

3. Bagi investor, sebaiknya memperhatikan *free cash flow* perusahaan, karena perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang cukup tinggi menandakan perusahaan memiliki dana yang tinggi, sehingga dana yang dimiliki perusahaan di alokasikan bagi pemegang saham dalam bentuk dividen.



## DAFTAR PUSTAKA

- Achmad, I. N., & Witiastuti, R. S. (2018). Underpricing, Institutional Ownership and Liquidity Stock of IPO Companies in Indonesia. *Management Analysis Journal*, 7(3), 281–291.
- Ahmad, G. N., & Wardani, V. K. (2014). The Effect of Fundamental Factor To Dividend Policy: Evidence in Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Business and Commerce*, 4(402), 14–25. Retrieved from [www.ijbcnet.com](http://www.ijbcnet.com)
- Akhadiyah, W., & Winarno. (2015). *Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Dan Growth Terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen (Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2013)*. Universitas Negeri Yogyakarta.
- Al-Najjar, B. (2013). The Financial Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence From Some Emerging Markets. *International Business Review*, 22(1), 77–88.
- Anita, A., & Yulianto, A. (2016). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal*, 5(1), 17–23.
- Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock Prices: A test of the life-cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15, 203–227.

- Anugrawaty, & Prajitno, S. (2017). FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN PEMBAYARAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN NON-KEUANGAN. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 19(1), 58–66.
- Anwar, S. (2011). *Metodologi Penelitian Bisnis*. Jakarta: Salemba Empat.
- Ardestani, H. S., Rasid, S. Z. A., Basiruddin, R., & Mehri, M. (2013). Dividend Payout Policy , Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia. *Journal of Applied Finance & Banking*, 3(1), 123–136.
- Arifin, S., & Asyik, N. F. (2015). Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Growth Potential, dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 4(2), 1–17.
- Artini, L. G. S., & Puspaningsih, N. L. A. (2011). Struktur Kepemilikan Dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 15(1), 66–75.
- Asadi, A., & Oladi, M. (2015). Dynamic Determinants of Dividend in Affiliated and Unaffiliated Firms to Government in Tehran Stock Exchanges (TSE). *Iranian Journal of Management Studies (IJMS)*, 8(1), 139–155.
- Barclay, M. J., Smith, C. W., & Watts, R. L. (1995). The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7, 4–19.

- Bathala, C. T., Moon, K. P., & Rao, R. P. (1994). Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holding: an Agency Perspective. *Financial Management*, 23(3), 38–50.
- Beiner, S. (2001). Theories and Determinants of Dividend Policy. *Financial Management*, 24, 51–81.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2006). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan* (10th ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2010). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan* (11th ed.). Jakarta: Salemba Empat.
- Bulan, L. T., Subramanian, N., & Tanlu, L. D. (2007). On the Timing of Dividend Initiations. *Financial Management*, 36(4), 31–65.  
<https://doi.org/10.2139/ssrn.472943>
- Cahyaningdyah, D., & Ressany, Y. D. (2012). Pengaruh Kebijakan Manajemen Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 3(1).
- De Angelo, H., De Angelo, L., & Stulz, Z. (2006). Dividend Policy and The Earned or Contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory. *Journal of Financial Economics*, 81(227–254).
- Deitiana, T. (2002). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi kebijakan dividend cash. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 11(1), 56–65. Retrieved from <https://scholar.google.co.id>
- Dewi, M. P. (2011). *Pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan terhadap*

*Free Cash Flow dan Kebijakan Dividen pada Perusahaan-perusahaan yang Go-Public di Indonesia.* Universitas Udayana.

Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International Corporate Governance and Corporate Governance Cash Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 111–133.

Easterbrook, F. (1984). Two Agency Cost Explanations of Dividend. *American Economic Review*, 74, 650–659.

Embara, C. T. D. L., Wiagustini, N. L. P., & Badjra, I. B. (2012). Variabel-variabel yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen serta harga saham pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis Dan Kewirausahaan*, 6(2), 119–129.

Erfiana, D., & Ardiansari, A. (2016). Pengaruh Masalah Keagenan, Kebijakan Dividen dan Variabel Moderasi Growth Opportunity terhadap Nilai Perusahaan. *Management Analysis Journal*, 5(3), 244–256.

Ferdinand, A. (2011). *Metode Penelitian Manajemen* (5th ed.). Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Frankfurter, G. M., & Wood, B. G. (1994). The evolution of corporate dividend policy. *Journal of Financial Education*, 23, 16–33.

Frankfurter, G. M., & Wood, B. G. (2002). No Title. *International Review of Financial Analysis*, 11(2), 111–138.

Gautama, B. P., & Haryati, Y. (2014). Pengaruh Struktur Kepemilikan dan

Kebijakan Hutang terhadap Kebijakan Dividen pada Subsektor Konstruksi dan Bangunan yang Tercatat di BEI. *IMAGE*, III(2), 154–168.

Ghozali, I. (2011). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan program IBM SPSS 19*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Ghozali, I. (2018). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 25*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Ghozali, I., & Ratmono, D. (2013). *Analisis Multivariat dan Ekonometrika Teori, Konsep dan Aplikasi dengan Eviews 8*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.

Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business*, 75(3), 387–424.  
<https://doi.org/10.1086/339889>

Gujarati, D. (2003). *Basic Econometrics*. McGraw Hill.

Hasan, D. A., & Dana, I. M. (2018). PENGARUH PROFITABILITAS, LIKUIDITAS, MATURITY DAN JAMINAN TERHADAP PERINGKAT OBLIGASI TERTINGGI PADA SEKTOR KEUANGAN DI BURSA EFEK INDONESIA. *E-Jurnal Manajemen Unud*, 7(2), 643–673.  
<https://doi.org/https://doi.org/10.24843/EJMUNUD.2018.v7.i02.p04>

Hidayat, A. (2017). Tutorial Uji Asumsi Klasik dengan Eviews. Retrieved February 17, 2020, from <http://www.statistikian.com/2017/02/tutorial-uji-asumsi-klasik-eviews.html?amp>

- Hitten, A. (2016). Kebijakan Dividen dari Perspektif Agency Cost Model (Studi Kasus Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013). *Jurnal Ekonomi Bisnis Dan Kewirausahaan*, 5(1), 73–92.  
<https://doi.org/10.26418/jebik.v5i1.16184>
- Hitten, A., Mustaruddin, & Rustam, M. (2019). Dividend Initiation Policy and the Effect on Dividend Sustainability (At Initial Public Offering Companies on the Indonesia Stock Exchange). *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 147–152.
- Indriani, A., & Widyarti, E. T. (2013). Penentu-Penentu Struktur Modal Perusahaan Yang Sahamnya Masuk Jakarta Islamic Index. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 4(1), 59–68. <https://doi.org/10.15294/jdm.v4i1.2424>
- Ismiati, P. L., & Yuniati, T. (2017). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kebijakan Hutang terhadap Kebijakan Hutang. *Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen*, 6(3), 1–19.
- Jain, B. A., Shekhar, C., & Torbey, V. (2003). Determinants of Dividend Initiation by IPO Issuing Firms. *Journal of Banking and Finance*, 23(613), 1–31.
- Jannah, I. R., & Khoiruddin, M. (2017). Peran Financial Distress Memediasi Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial Terhadap Return Saham. *Management Analysis Journal*, 6(3), 1–14.
- Jayanti, I. S. D., & Puspitasari, A. F. (2017). Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. *The Indonesian Journal*

*of Applied Business*, 1(1), 1–13.

Jensen, M., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm, managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.

Jensen, M., & Meckling, W. H. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76, 323–329.

Kale, J. R., Kini, O., & Payne, J. D. (2011). *The Dividend Initiation Decision of Newly Public Firms : Some Evidence on Signaling with Dividends*.  
<https://doi.org/10.1017/S0022109012000063>

Kurniawati, L., Manalu, S., & Octavianus, R. (2015). Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen, Dan Harga Saham. *Jurnal Manajemen*, 15(1), 59–74.

Kusuma, P. J., Hartoyo, S., & Sasongko, H. (2018). Analysis of Factors that Influence Dividend Payout Ratio of Coal Companies in Indonesia Stock Exchange. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 9(2), 189–197.

Lestari, T. A., & Yulianto, A. (2017). Pengujian Dividend Life Cycle Theory. *Management Analysis Journal*, 6(4), 411–422.

Mandala, F. O. (2014). *Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Pada Perusahaan Yang Melakukan Initial Public Offering Di Bursa Efek Indonesia Periode 2000-2012*.  
Universitas Negeri Yogyakarta.

- Martono, S., Khoiruddin, M., & Wulansari, N. A. (2018). Remuneration Reward Management System As a Driven Factor of Employee Performance. *International Journal of Business & Society*, *19*, 535–545.
- Mollah, S., Keasey, K., & Short, H. (2000). The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from the Dhaka Stock Exchange. *The Financial Review, In Paper o*, 523–547.
- Nguyen, C. A. D. K. H. (2015). What explains the change in a firm's idiosyncratic volatility after a dividend initiation? *Managerial Finance*, *41*(11).
- Nisasmara, P. W., & Musdholifah. (2016). CASH HOLDING , GOOD CORPORATE GOVERNANCE AND FIRM VALUE. *Jurnal Dinamika Manajemen*, *7*(2), 117–128.
- Pashley, M. M., & Philippatos, G. C. (1990). Voluntary divestitures and corporate life cycle: Some Empirical Evidence. *Applied Economics*, *22*(9), 1181–1196.
- Prasetyo, T. (2013). Dividen, Hutang, dan Kepemilikan Institusional di Pasar Modal Indonesia: Pengujian Teori Keagenan. *Jurnal Dinamika Manajemen*, *4*(1), 10–22.
- Rachmad, A. N., & Muid, D. (2013). Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage dan Return On Assets (ROA) Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan Nonkeuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia). *Diponegoro Journal of Accounting*, *2*(3), 1–11.
- Rafinda, A., Hadzhiev, A., Tähkänen, S., & Helvert, L. Van. (2018). Determinants



of Cash Holdings in Developed and Developing Countries. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 9(1), 1–11.

Rahmiati, & Ramadona, S. (Universitas N. P. (2013). Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Kajian Manajemen Bisnis*, 2(2), 45–56.

Rasyid, A. (2015). Effects of ownership structure, capital structure, profitability and company's growth towards firm value. *International Journal of Business and Management Invention*, 4(4), 25–31.

Rokhaniyah, S. (2020). Studi empiris : kebijakan dividen pada perusahaan publik. *AKUNTABEL*, 17(1), 53–61.

Rozeff, M. (1992). How Companies Set Their Dividend-Payout Ratios. *Stern, JM and Chew, DH, The Revolution in Corporate Finance, Blackwell Publishers, Oxford.*

Rufaidah, P. (2012). *Manajemen Strategik*. Bandung: Penerbit Humaniora.

Saputro, F. S. (2016). *Pengaruh Struktur Modal, Struktur Kepemilikan Dan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen (Studi pada Perusahaan yang Melakukan IPO Pada Bursa Efek Indonesia tahun 2006 - 2014).*

Universitas Sebelas Maret.

Sari, N. K. A. P., & Budiasih, I. G. A. N. (2016). PENGARUH KEPEMILIKAN MANAGERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, FREE CASH FLOW

DAN PROFITABILITAS PADA KEBIJAKAN DIVIDEN. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 15(3), 2439–2466.

Sartono, A. (2001). *Manajemen Keuangan* (3rd ed.). Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.

Sartono, A. (2012). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.

Senchak, A. J., & Lee, W. Y. (1980). Comparative Dynamics in a Life Cycle Theory of the Firm. *Journal of Business Research*, 159–185.

Setiawan, R., & Pradana, E. W. (2020). *Institutional Ownership, Newly Appointed CEO, and Dividend Initiation*. 22(3), 435–443.  
<https://doi.org/10.14414/jebav.v22i3.1725>

Sharma, S. (2001). Do Dividend Initiation Signal Prosperity? *Journal Of Finance*, 51, 1–36.

Sipahutar, R. P., & Gultom, D. K. (2017). *PENGARUH DEBT TO EQUITY RATIO DAN LONGTERM DEBT TO EQUITY RATIO TERHADAP RETUN ON EQUITY DENGAN UKURAN PERUSAHAAN SEBAGAI VARIABEL MODERATING DI BURSA EFEK INDONESIA*. Medan.

Sjahrial, D., & Purba, D. (2013). *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Mitra Wacana Media.

Smith, J. M., Skousen, K. F., Stice, E. K., & Stice, J. D. (1992). *Intermediate Accounting Comprehensive Volume: Annotated Instructor's Edition*. College

Division, South-Western Publishing Company.

- Sprenman, K. D., & Gantenbein, P. (2001). Theories and Determinants of Dividend Policy. *Financial Management*, 24, 51–81.
- Suartawan, I. G. N. P. A., & Yasa, G. W. (2016). PENGARUH INVESTMENT OPPORTUNITY SET DAN FREE CASH FLOW PADA KEBIJAKAN DIVIDEN DAN NILAI PERUSAHAAN. *Jurnal Ilmiah Akuntansi Dan Bisnis*, 11(2), 63–74.
- Sugeng, B. (2009a). Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Di Indonesia. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 14(1), 37–48.
- Sugeng, B. (2009b). Sustainability Kebijakan Inisiasi Dividen pada Perusahaan-Perusahaan Go-Public di Indonesia. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 7(2), 262–273.
- Sugiyono. (2013). *Statistika untuk Penelitian*. Bandung: ALFABETA.
- Suharyadi, & Purwanto, S. K. (2004). *Metodologi Penelitian*. Jakarta: Gramedia.
- Sumartha, E. (2016). PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR. *Jurnal Economia*, 12(2), 167–182.
- Tyas, I. cahyaning. (2016). *Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Likuiditas, Growth, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan Non-bank yang Terdaftar Di Daftar Efek*

*Syariah Tahun 2007-2014*). Universitas Muhammadiyah Yogyakarta.

Utami, S. B., & Evifajarwati, Y. (2017). Analisis Struktur Modal, Profitabilitas dan Likuiditas terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen ( Studi pada Perusahaan yang melakukan Initial Public Offering di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2014 ). *Jurnal Ilmu Ekonomi, Manajemen Dan Akuntansi*, 6(2), 104–117.

Widarjono, A. (2013). *Ekonometrika Pengantar dan Aplikasinya Disertai Panduan Eviews*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.

Wijaya, N. (2012). PENGARUH INTELLECTUAL CAPITAL TERHADAP KINERJA KEUANGAN DAN NILAI PASAR PERUSAHAAN PERBANKAN DENGAN METODE VALUE ADDED INTELLECTUAL COEFFICIENT. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, 14(3), 157–180.

Wild, J. J., Subramanyam, K. R., & Halsey, R. F. (2003). *Financial Statement Analysis* (Internatio). McGraw-Hill.

Yogi, L. M. D. P., & Damayanthi, I. G. A. E. (2016). PENGARUH ARUS KAS BEBAS, CAPITAL ADEQUACY RATIO DAN GOOD CORPORATE GOVERNANCE PADA MANAJEMEN LABA. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 15(2), 1056–1085.

Yulianto, A., Witiastuti, R. S., & Ardiansari, A. (2018). Trade-off or Pecking Order Theory in Indonesia. *European Journal of Business and Management*, 10(30), 1–3.

Zaenal, A. (2005). *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Yogyakarta: CV Adipura.