

PENENTU KEBIJAKAN DIVIDEN PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Rahadian Dopin Prabulana¹, Saiful², Eddy Suranta³

¹*Bank Bengkulu*

^{2,3}*Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Bengkulu*

Abstract

The dividend distribution policy is a difficult financial decision for management. The research objective was to examine the determinants of the Dividend Payout Ratio (DPR) in companies listed on the Indonesian stock exchange. The independent variables used in this study are Free Cash Flow (FCF), Debt Rate (LEVERAGE), Foreign Ownership Level (FOREIGN), Growth Rate (GROWTH), and Company Size (SIZE).

The research sample was 62 non-financial companies listed on the Indonesia Stock Exchange using multiple regression analysis. This study is exposed to the problem of classical assumptions, namely data normality and cannot be resolved due to the limitations of the study sample. This study is also affected by the problem of heteroscedasticity so that the hypothesis testing uses weighted least square (WLS).

The results showed evidence that FCF, Growth and Size have an effect on dividend payment policies and Leverage and Foreign have no effect on dividend payments. This study shows that investors who expect dividend payments can invest in companies that have a high FCF, large size and low growth, on the other hand, if investors expect a greater investment return, it can be obtained from Capital Gain. This research also shows that agency conflicts related to FCF can be resolved through dividend payments.

Keywords: FCF, Size, Leverage, Foreign, Growth, DPR

1. Pendahuluan

Keputusan pembagian dividen merupakan suatu masalah yang sering dihadapi oleh perusahaan. Manajemen sering mengalami kesulitan untuk memutuskan apakah akan membagi dividennya atau akan menahan laba untuk diinvestasikan kembali kepada proyek-proyek yang menguntungkan guna meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Dalam keputusan pembagian dividen perlu dipertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Dengan demikian laba tidak seluruhnya dibagikan kedalam bentuk dividen namun perlu disisihkan untuk diinvestasikan kembali. Berkaitan dengan kebijakan dividen tersebut terlihat bahwa terdapat beberapa pihak yang saling berbeda kepentingan, yaitu antara kepentingan pemegang saham, pemegang obligasi, dan pihak manajemen itu sendiri. Kebijakan dividen pada dasarnya adalah penentuan seberapa besar porsi keuntungan yang akan diberikan kepada pemegang sahamnya.

Kebijakan dividen perusahaan meliputi dua komponen dasar. Pertama, rasio pembayaran dividen yang menunjukkan jumlah dividen yang dibayarkan relatif terhadap pendapatan perusahaan. Komponen kedua adalah stabilitas dividen sepanjang waktu. Bagi para investor, stabilitas dividen mungkin sama pentingnya dengan jumlah dividen yang diterima. Kebijakan dividen pada hakikatnya menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan. Kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan

publik sangat diperhatikan oleh para investor. Kebijakan tersebut dapat mengundang investor untuk membeli/ mempertahankan saham perusahaan atau sebaliknya mereka akan memutuskan untuk tidak membeli/menjual saham perusahaan. Pertimbangannya adalah tingkat pengembalian atas dana yang mereka investasikan dalam bentuk saham berupa dividen ataupun dalam bentuk capital gain harus lebih menguntungkan dibandingkan dengan obligasi pemerintah, tingkat bunga deposito ataupun lebih tinggi dari tingkat inflasi (Levy dan Sarnat, 1990).

Bhattacharya (1979) menjelaskan bahwa kebijakan dividen khususnya cash dividen berfungsi sebagai signal arus kas perusahaan yang diharapkan mampu mengatasi asyetric information di pasar keuangan. Kebijakan dividen suatu perusahaan merupakan sinyal bagi pemegang saham ataupun bagi investor yang akan menanamkan modalnya pada suatu perusahaan. Pemegang saham akan mengintrepetasikan peningkatan pembagian dividen oleh perusahaan sebagai sinyal bahwa pihak managerial memiliki prediksi arus kas yang tinggi di masa yang akan datang, sebaliknya penurunan pembagian dividen mengintrepetasikan sebagai antisipasi manajemen terhadap terbatasnya arus kas di masa yang akan datang (Black, 1976).

Penggunaan dividen dalam mengurangi agency cost bisa dilakukan untuk mengatasi masalah kelebihan aliran kas intenal (free cash flow) pada perusahaan yang profitable dan low growth. Karena perusahaan tersebut profitable tetapi pertumbuhan perusahaan rendah (low growth) jadi perusahaan masih mampu membayar dividen yang tinggi dan membiayai kesempatan investasi yang ada tanpa harus mencari tambahan dana eksternal dari utang (Ismiyanti dan Hanafi, 2003). Al-Malkawi (2005) berpendapat bahwa perusahaan dengan rasio leverage yang tinggi memiliki biaya transaksi yang tinggi, dan berada dalam posisi lemah untuk membayar dividen lebih tinggi. Dan perusahaan yang memiliki risiko tinggi cenderung memiliki volatilitas yang lebih tinggi di arus kas, daripada perusahaan-risiko rendah. Akibatnya, pendanaan eksternal kebutuhan perusahaan tersebut akan meningkat mendorong mereka untuk mengurangi dividend payout, menghindari pembiayaan eksternal mahal, Menurut Al-Malkawi (2005) ukuran perusahaan, tingkat profitabilitas, dan umur perusahaan adalah penentu utama kebijakan dividen perusahaan di Yordania.

Berdasarkan Peraturan Menteri Keuangan No. 153/PMK.010/2010 tentang Kepemilikan Saham dan Permodalan Perusahaan Efek, pemodal asing adalah orang perseorangan warga negara asing atau badan hukum asing. Secara umum, kepemilikan asing diartikan sebagai kepemilikan saham investor asing dari total modal saham. Menurut Chai (2010) kepemilikan asing memiliki pengaruh penting pada kebijakan dividen perusahaan. Investor asing cenderung memilih berinvestasi pada perusahaan yang mempunyai nilai yang lebih tinggi di pasar. Hal tersebut disebabkan karena investor asing menanamkan modalnya untuk jangka panjang. Hal tersebut ditunjukkan dari hasil penelitian Wang (2007) yang menemukan bahwa transaksi asing menurunkan tingkat volatilitas di pasar modal. Transaksi jangka panjang tersebut dapat memberikan keuntungan berupa dividen bagi para investor asing. Chai (2010) menemukan bahwa tingkat kepemilikan asing mempunyai pengaruh positif terhadap pembayaran dividen yang diukur dengan dividend payout ratio.

Damayanti dan Achyani (2006) yang menyatakan bahwa semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, maka akan semakin besar tingkat kebutuhan dana untuk membiayai ekspansi. ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Arilaha (2009) menyatakan bahwa semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, maka semakin besar kebutuhan dana yang diperlukan untuk membiayai pertumbuhan tersebut. Semakin besar kebutuhan dana tersebut, maka perusahaan lebih senang untuk menahan labanya dari pada membayarkan sebagian dividen nya. Menurut Subekti dan Kusuma (2000) perusahaan yang tumbuh cenderung membayar dividen dalam jumlah yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Al-Malkawi (2005) menyebutkan bahwa perusahaan besar cenderung membagikan dividen yang lebih besar daripada perusahaan kecil, karena perusahaan yang memiliki aset besar lebih mudah memasuki pasar modal. Sedangkan

perusahaan yang memiliki aset sedikit akan cenderung membagikan dividen yang rendah karena laba dialokasikan pada laba ditahan untuk menambah aset perusahaan. Dalam konteks Indonesia Hatta (2002) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki asset besar cenderung membayar dividen yang besar kepada pemegang saham untuk menjaga reputasi dikalangan investor.

Besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan tergantung pada kebijakan dividen dari masing-masing perusahaan dan merupakan keputusan finansial yang tidak mudah bagi pihak manajemen. Dengan demikian pihak manajemen perlu untuk mempertimbangkan faktor-faktor apa saja yang akan mempengaruhi kebijakan dividen yang ditetapkan oleh perusahaan. Oleh karena itu tujuan penelitian adalah untuk: menguji pengaruh free cash flow terhadap pembayaran dividen, menguji pengaruh tingkat leverage terhadap pembayaran dividen, menguji pengaruh kepemilikan asing terhadap pembayaran dividen, menguji pengaruh tingkat pertumbuhan terhadap pembayaran dividen, dan menguji pengaruh ukuran perusahaan terhadap pembayaran dividen.

2. Tinjauan Pustaka

2.1. Teori Keagenan

Teori keagenan dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976) yaitu teori hubungan antara prinsipal dan agen. Pada teori ini terdapat pemisahan fungsi antara pemilik dan pengusaha. Jensen dan Meckling menyatakan bahwa hubungan keagenan terjadi ketika pemilik perusahaan memperkerjakan orang lain (agen) untuk mengelola atau menjalankan perusahaannya. Dalam hubungan keagenan terkadang pihak-pihak berhubungan tidak selamanya melakukan kegiatan yang akan menguntungkan pihak lain, dimana agen atau manajemen bertindak menyimpang dari keinginan pemilik. Hal ini disebabkan agen juga memiliki kepentingan yang berbeda.

Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan yang sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain (pemegang saham). Perilaku ini biasa disebut sebagai keterbatasan rasional (*bounded rationality*) dan manajer cenderung tidak menyukai risiko (Wahidahwati, 2001). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100%, sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Suranta dkk (2005) juga menemukan bahwa terdapat kecenderungan manajer untuk mencari keuntungan sendiri (*morald hazard*). Dalam melaksanakan tugas manajerial, manajemen memiliki tujuan pribadi yang bersaing dengan tujuan prinsipal (pemilik) didalam memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (Mardiyah, 2005).

Untuk menjamin agar manajer melakukan hal yang terbaik bagi pemegang saham (investor) secara maksimal, perusahaan harus menanggung biaya keagenan (*agency cost*). Biaya keagenan merupakan biaya yang berkaitan dengan pemantauan tindakan manajemen guna menjamin agar tindakan tersebut konsisten dengan kesepakatan kontrak diantara manajer, pemegang saham dan kreditur (Mulyani, 2006).

De Jong (1999) memberikan argumen bahwa konflik keagenan berkaitan dengan *overinvestment problem* dan *underinvestment problem*. *overinvestment problem* digambarkan sebagai konflik antara manajer dan pemegang saham yang disebabkan oleh bonus, status, kekuatan dan lain-lain. Jika manajemen mempunyai lebih banyak aliran kas yang tersedia daripada aliran kas yang dibutuhkan untuk investasi pada kesempatan bertumbuh yang berharga artinya ada free cash flow, maka perlakuan *overinvestment* mungkin terjadi. Tersedianya free cash flow tersebut tidak digunakan manajer untuk membayar dividen tetapi digunakan untuk membiayai proyek yang mempunyai Net

Present Value (NPV) negatif. Akan tetapi pemegang saham menginginkan agar manajer mengeluarkan free cash flow dalam bentuk dividen dari pada menginvestasikan pada proyek-proyek yang mempunyai Net Present Value (NPV) negatif. Inilah yang disebut konflik antara manajer dan pemegang saham (overinvestment problem).

2.2. Free Cash Flow

Jensen (1986) mendefinisikan free cash flow adalah aliran kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan net present value (NPV) positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. Free cash flow ini lah yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. White et al (2003) mendefinisikan free cash flow sebagai aliran kas diskresioner yang tersedia bagi perusahaan. Free cash flow adalah kas dari aktivitas operasi dikurangi capital expenditures yang dibelanjakan perusahaan untuk memenuhi kapasitas produksi saat ini. Free cash flow dapat digunakan untuk penggunaan diskresioner seperti akuisisi dan pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan (growth-oriented), pembayaran hutang, dan pembayaran kepada pemegang saham baik dalam bentuk dividen. Semakin besar free cash flow yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang, dan dividen.

free cash flow hypothesis diasumsikan bahwa terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer terkait alokasi free cash flow perusahaan. Asumsi lainnya yaitu perusahaan mengalami kekurangan kesempatan investasi dan kesempatan bertumbuh. Dengan adanya free cash flow yang besar, manajer cenderung untuk melakukan pengeluaran investasi (Ricardson, 2006), sedangkan para pemegang saham lebih mementingkan dividen yang lebih tinggi akan kelebihan aliran kas, adanya free cash flow yang besar merupakan agency problem bagi pemegang saham (Wang, 2010).

2.3. Tingkat Financial Leverage

Agency problem yang lain timbul antara para pemegang saham sebagai pemegang saham, dan bondholders sebagai pihak klaim atas hutang. Agency problem jenis ini hanya terjadi hanya terjadi pada perusahaan yang melakukan kebijakan hutang. Crutchley dan Hansen (1999) dan Al-Malkawi (2005) menemukan bahwa tingkat leverage berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Penelitian mereka menyimpulkan bahwa perusahaan yang sangat berharap untuk menjaga arus kas internal mereka untuk memenuhi kebutuhan perusahaan, bukannya mendistribusikan tersedia kas kepada para pemegang saham dan melindungi kreditur mereka. Namun, Mollah et al. (2002) meneliti pasar yang muncul dan menemukan langsung hubungan antara financial leverage dan tingkat utang-beban yang meningkatkan biaya transaksi

2.4. Struktur Kepemilikan Asing

Kepemilikan asing menjadi solusi terbaik dalam mengurangi agency problem setelah kebijakan hutang dirasakan tidak baik lagi. Agrawal dan Knoeber (1995) menyatakan secara implicit akan hal ini dengan istilah "how to monitor the monitors". Dengan demikian jika agency problem perusahaan ingin dikurangi, maka perusahaan harus memecahkan permasalahan bagaimana mengawasi para pengawas (manajer).

Menurut Setiawan dkk (2006) kepemilikan asing merupakan porsi outstanding share yang dimiliki oleh investor atau pemodal asing (foreign investor). Berdasarkan Peraturan Menteri Keuangan No. 153/PMK.010/2010 tentang Kepemilikan Saham dan Permodalan Perusahaan Efek, pemodal asing adalah orang perseorangan warga negara asing atau badan hukum asing yang tidak bergerak pada bidang keuangan (Republik Indonesia, 2010). Dengan adanya kepemilikan asing dalam struktur kepemilikan perusahaan diharapkan akan menaikkan kinerja perusahaan karena akan menambah tekanan kepada manajer dalam menyediakan tambahan pengawasan, dapat memberikan modal-modal baru dan memperkerjakan manajer yang sudah terlatih, dan membantu perusahaan lokal miliknya untuk mendaftar di pasar internasional yang mengakibatkan biaya perolehan modalnya semakin berkurang (Lucyanda dan Lilyana, 2012).

2.5. Tingkat Pertumbuhan Perusahaan (*GROWTH*)

Dalam keputusan pembagian dividen perlu dipertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Dengan demikian laba tidak seluruhnya dibagikan kedalam bentuk dividen namun perlu disisihkan untuk diinvestasikan kembali. Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, maka akan semakin besar tingkat kebutuhan dana untuk membiayai ekspansi. Semakin besar kebutuhan dana di masa yang akan datang, semakin memungkinkan manajer untuk menahan keuntungan dan semakin kecil atau tidak ada dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.

Suharli dan Oktorina (2005) menyatakan bahwa dividen sekarang (a bird in the hand) lebih menguntungkan dibandingkan saldo laba (a bird in a bush) karena nantinya ada kemungkinan saldo laba tersebut tidak menjadi dividen di masa yang akan datang (it can fly away). Namun demikian, teori tersebut hanya memandang dari sisi pemegang saham (investor) saja, sedangkan di posisi manajemen tingkat pengembalian investor hanya merupakan salah satu dilematis dari keputusan yang akan diambil (Suharli dan Oktorina, 2005). Untuk itu diperlukan kebijakan dividen yang memenuhi harapan pemodal untuk mendapatkan dividen, di mana pada saat yang sama tidak menghambat pertumbuhan perusahaan

Sartono (2001) menyatakan bahwa pertumbuhan berhubungan secara terbalik terhadap kebijakan Dividen. Koefisien ini menunjukkan jika pertumbuhan meningkat akan berdampak pada penurunan Dividen karena untuk membiayai pertumbuhan tersebut diperlukan dana yang besar. Akibatnya Dividen yang dibagikan akan menurun. Demikian dengan Hatta (2002) menyatakan bahwa Perusahaan yang memiliki pengalaman ataupun yang mengharapkan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan mempertahankan rasio pembayaran Dividen yang rendah untuk menghindari biaya untuk pendanaan internal.

2.6. Ukuran Perusahaan (*SIZE*)

Dari penelitian yang dilakukan oleh Lloyd, Jahera dan Page (1985) serta Vogt (1994) mengindikasikan bahwa besarnya perusahaan memainkan peranan dalam menjelaskan rasio pembayaran dividen dalam perusahaan. Mereka menemukan bahwa perusahaan yang lebih besar cenderung untuk lebih matang dan mempunyai akses yang lebih mudah dalam pasar modal, di mana hal tersebut akan mengurangi ketergantungan mereka pada pendanaan internal, sehingga perusahaan akan memberikan rasio pembayaran dividen yang tinggi.

Sebaliknya, bagi perusahaan kecil atau perusahaan baru yang belum mapan, pilihan perusahaan untuk membayar dividen tidak realistis. Perusahaan seperti ini tidak memiliki akses ke pasar modal, jadi mereka harus sangat bergantung pada pendanaan internal. Sebagai akibatnya, rasio pembayaran dividen biasanya jauh lebih rendah atau bahkan nol untuk perusahaan kecil atau baru daripada perusahaan besar dan atau perusahaan publik (Keown, Scott, Martin dan Petty, 1996)

Uwuigbe et al. (2012) memberikan penjelasan bahwa perusahaan-perusahaan dengan ukuran yang lebih besar lebih mudah untuk mendapatkan pendanaan eksternal dan kurang menyukai menggunakan pendanaan internal sehingga perusahaan dengan ukuran yang lebih besar cenderung untuk membayar dividen dalam jumlah yang lebih besar. Selanjutnya Uwuigbe et al. (2012) menambahkan bahwa dengan membayar dividen dalam jumlah yang lebih besar dari perusahaan-perusahaan yang ukurannya lebih besar adalah ditujukan untuk menurunkan biaya politik yang harus ditanggung perusahaan dengan ukuran yang lebih besar dimana perusahaan dengan ukuran yang lebih besar akan menjadi pusat perhatian yang lebih besar dibandingkan perusahaan-perusahaan dengan ukuran yang lebih kecil.

2.7. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan pada rumusan masalah, tujuan penelitian, kajian teori yang relevan maupun hasil penelitian sebelumnya, maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H1: Free Cash Flow (FCF) berpengaruh positif terhadap pembayaran Dividend.

H2: Tingkat leverage keuangan perusahaan berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen.

H3: Persentase saham kepemilikan Asing berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

H4: Tingkat pertumbuhan perusahaan (GROWTH) berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen.

H5 : Ukuran perusahaan (SIZE) berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

3. Metode Penelitian

3.1. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

a. Dalam penelitian ini digunakan *dependent variable* (Y): *Dividend Payout Ratio* (DPR).

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

b. Variabel Independen

Variabel bebas / *independent variable* (X): *Free Cash Flow* (FCF), *Financial Leverage* (LEVERAGE), *Kepemilikan Asing* (FOREIGN), *Tingkat Pertumbuhan* (GROWTH), *Ukuran Perusahaan* (SIZE).

1. *Free Cash Flow* (FCF)

.*Free Cash Flow* dalam penelitian ini di rumuskan sebagai berikut:

$$FCF = \frac{\text{Net Income} + \text{Depreciation} + \text{Interest Expense} + \text{Capital Expenditure}}{\text{Total Assets}}$$

dimana:

Net Income = Laba setelah pajak

Capital Expenditure = Aktiva tetap bersih_{akhir periode} – Aktiva tetap bersih_{awal periode}

2. Tingkat *Leverage* Perusahaan (LEV)

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Total Utang Jk Pendek} + \text{Utang Jk Panjang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

3. Kepemilikan Institusi Asing (FOREIGN)

$$\text{Kepemilikan Asing} = \frac{\text{Jumlah kepemilikan saham oleh pihak asing}}{\text{Saham yang beredar}}$$

4. Tingkat Pertumbuhan Perusahaan (GROWTH)

$$G = \frac{\text{Penjualan}_t - \text{Penjualan}_{t-1}}{\text{Penjualan}_{t-1}}$$

4. Ukuran Perusahaan (SIZE)

LTA : Logaritma Total Assets

3.2 Model Penelitian

Dari variabel-variabel penelitian tersebut di atas, maka peneliti membuat model penelitian sebagai berikut:

$$\text{DPR} = b_0 + b_1\text{FCF} + b_2\text{LEV} + b_3\text{FOREIGN} + b_4\text{GROWTH} + b_5\text{SIZE} + \varepsilon$$

4. Hasil Penelitian dan Pembahasan

4.1. Sampel Penelitian

Sampel yang digunakan penelitian ini yaitu perusahaan non keuangan yang terdaftar di pasar modal Indonesia yaitu PT. Bursa Efek Indonesia dengan periode pengamatan dari tahun 2010 sampai tahun 2014. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling* adapun kriteria dari pemilihan sampel tersebut adalah sebagai berikut:

1. Laporan Keuangan menggunakan Mata uang rupiah.
2. Membayarkan dividen selama 5 tahun berturut-turut.
3. Tidak *delisting* dari bursa selama periode pengamatan.

Berdasarkan kriteria tersebut, maka diperoleh sampel penelitian sebanyak 62 perusahaan. Dari total 62 perusahaan tersebut, diperoleh observasi penelitian sebanyak 310 observasi. Deskriptif sampel penelitian dapat dilihat pada Tabel.1 berikut ini.

Tabel 1. Kriteria Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah
Perusahaan Non Keuangan BEI 2010-2014	324 Perusahaan
Perusahaan Non Keuangan BEI yang menggunakan mata uang rupiah dan tidak delisting pada 2010-2014	110 Perusahaan
Perusahaan yang tidak memenuhi syarat karena tidak membayar dividen selama 5 tahun 2010-2014	48 Perusahaan
<u>Perusahaan yang menjadi sampel penelitian</u>	<u>62 Perusahaan</u>

Sumber: Data Sekunder diolah 2015

4.2. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif memberikan gambaran umum tentang objek penelitian yang dijadikan sampel. Penjelasan data melalui statistik deskriptif diharapkan memberikan gambaran awal tentang masalah yang diteliti. Analisis deskriptif dari data yang diambil untuk penelitian ini dari tahun 2010 sampai dengan tahun 2014 yaitu sebanyak 310 data pengamatan. Deskripsi variabel dalam statistik deskriptif yang digunakan dalam penelitian ini meliputi nilai minimum, maksimum, mean, dan standar deviasi dari satu variabel dependen yaitu pada persamaan regresi pertama dividen payout ratio (DPR) dan satu variabel independen yaitu arus kas bebas (FCF), Tingkat Leverage (LEV), Ukuran Perusahaan (SIZE), Kepemilikan Asing (FOREIGN) dan Tingkat Pertumbuhan Perusahaan (GROWTH). Statistik deskriptif menggambarkan karakter sampel yang digunakan dalam penelitian ini bisa dilihat pada Tabel. 2 di bawah ini:

Tabel 2. Statistik Deskriptif

Variabel	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	-14.457831	7.925009	0.52645311	1.370181707
FCF	-0.178545	3.734117	0.19602207	0.276547503
LEVERAGE	0.046584	10.095314	1.25476133	1.220777919
SIZE	25.025890	35.998678	28.85569943	1.488578224
FOREIGN	0	0.930000	0.18795869	0.279439646
GROWTH	-2.642449	0.919767	0.11500500	0.238352745

Sumber: Data Sekunder Diolah, 2015

4.3. Hipotesis dan Pembahasan

Tabel 3 menunjukkan nilai F hitung sebesar 6,596 dengan probabilitas 0,000, maka dapat dinyatakan bahwa model regresi dapat digunakan untuk memprediksi tingkat pembayaran dividen. Berikutnya nilai adjusted R² sebesar 0,113 mempunyai arti bahwa variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen sebesar 11,3%. Dengan kata lain 11,3% dividen payout ratio mampu dijelaskan variabel free cash flow, growth dan size, sedangkan sisanya sebesar 88,7% dijelaskan oleh faktor lain yang tidak diikutkan dalam penelitian ini.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis pertama dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif antara Free Cash Flow (FCF) perusahaan dengan Dividend Payout Ratio (DPR). Hasil ini menunjukkan bahwa Perusahaan yang memiliki arus kas bebas maka akan memiliki kecenderungan untuk melakukan pembayaran dividen kepada para investor. Perusahaan dengan aliran kas bebas berlebih akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya karena mereka

dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak dapat diperoleh perusahaan lain. Tetapi ketika Free Cash Flow sebuah perusahaan jumlahnya sangat besar, maka dalam perusahaan bersangkutan mengalami overinvestment. Kondisi demikian akan membuat investor memaksa manajerial untuk membagikan kas tersebut sebagai dividen. Hasil Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rosdini (2007) yang membuktikan bahwa free cash flow berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini juga mendapatkan hasil yang sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Thanatawee (2011) yang menguji pengaruh free cash flow terhadap kebijakan dividen yang diukur dengan menggunakan DPR dan menguji sejauh mana perbedaan pengaruh free cash flow terhadap kebijakan dividen antara perusahaan yang melakukan pembayaran dividen yang tinggi dengan perusahaan yang membayarkan dividen dalam jumlah yang lebih sedikit.

Tabel 3. Pengujian Hipotesis

Variabel	Koefisien	t	Sig.	Keterangan
Konstanta	-0.753	-2.752	0.006	
FCF1	0.464	3.730	0.000	H1 Diterima
LEV1	-0.002	-0.147	0.862	H2 Ditolak
SIZE1	0.035	3.716	0.000	H3 Diterima
FOREIGN1	0.069	1.360	0.175	H4 Ditolak
GROWTH1	-0.275	-2.231	0.027	H5 Diterima
R Square	0.134			
Adjusted R Square	0.113			
F	6.596			
Sig.	0.000			

Sumber : Data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis kedua dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh negatif tingkat leverage keuangan perusahaan terhadap Dividend Payout Ratio (DPR). Hasil ini menunjukkan bahwa perusahaan telah menetapkan kebijakannya sebelum perusahaan melakukan pelunasan utangnya, sehingga pelunasan utang tersebut tidak mempunyai pengaruh terhadap dividend payout ratio yang telah ditetapkan. Pelunasan utang yang dilakukan oleh perusahaan antara lain dapat dibiayai dari laba ditahan ataupun dengan pengeluaran obligasi baru. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Karjono dan Matondang (2010), Sutoyo, dkk (2010), Swastyastu, dkk (2014), Rahayuningtyas, dkk (2014) yang memberikan konfirmasi empiris bahwa leverage (DER) tidak berpengaruh terhadap dividend payout ratio.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis ketiga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh positif tingkat Foreign terhadap Dividend Payout Ratio (DPR). Adanya kepemilikan saham oleh investor asing dalam struktur kepemilikan perusahaan-perusahaan non keuangan di Indonesia tidak berpengaruh pada jumlah dividen yang dibagikan. Tidak signifikannya pengaruh kepemilikan asing terhadap kebijakan dividen pada penelitian ini diduga karena investor asing lebih menyukai perusahaan menahan labanya daripada membayarkannya sebagai dividen sehubungan dengan adanya pajak dividen yang tinggi, sehingga adanya kepemilikan asing dalam struktur kepemilikan perusahaan tidak mempengaruhi besar kecilnya pembayaran dividen yang dibayarkan. Hasil Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Prasetyo (2009) dan Arifin (2003), dimana kepemilikan institusional baik itu berupa kepemilikan keluarga ataupun kepemilikan asing tidak berpengaruh secara positif terhadap kebijakan dividen sebuah perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis keempat dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh negatif Growth terhadap Dividend Payout Ratio (DPR). Hasil ini menunjukkan bahwa Perusahaan tidak akan membagikan dividen kepada para investor melainkan digunakan untuk melakukan investasi untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, maka akan semakin besar tingkat kebutuhan dana untuk membiayai ekspansi. Semakin besar kebutuhan dana di masa yang akan datang, akan semakin memungkinkan perusahaan menahan keuntungan dan semakin kecil atau tidak ada dividen yang dibagikan. Oleh karena itu potensi pertumbuhan perusahaan menjadi faktor penting yang menentukan kebijakan dividen. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Damayanti dan Achyani (2006) yang menyatakan bahwa semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, maka akan semakin besar tingkat kebutuhan dana untuk membiayai ekspansi. Semakin besar kebutuhan dana di masa yang akan datang, sehingga semakin besar pula laba perusahaan yang akan ditahan yang digunakan untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan, hal ini akan berakibat pada semakin rendahnya jumlah dividen yang akan dibagikan atau bahkan tidak akan ada pembagian kepada investor dalam bentuk dividen.

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis kelima dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif besarnya Size terhadap tingkat Dividend Payout Ratio (DPR). Hasil ini menunjukkan bahwa Perusahaan dengan ukuran yang besar relatif akan melakukan pembayaran dividen kepada para pemegang sahamnya. Perusahaan dengan ukuran yang besar (jika dilihat dari aset yang dimiliki perusahaan) maka akan memudahkan pihak manajemen perusahaan untuk melakukan pengelolaannya sehingga mampu mendapatkan pendapatan yang relatif besar, sehingga kecenderungan untuk membayarkan dividen kepada pemegang saham juga akan semakin besar. Penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Uwuigbe et al. (2012) menguji pengaruh profitabilitas, struktur kepemilikan saham yang dimiliki oleh dewan direksi dan ukuran perusahaan pada perusahaan-perusahaan industri yang dikelompokkan high profile yang terdaftar di Bursa Efek Nigeria dengan periode pengamatan dari tahun 2006-2010. Dengan menggunakan sampel sebanyak 50 perusahaan yang diklasifikasikan sebagai high profile, Uwuigbe et al. (2012) memberikan bukti empiris bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

5. Kesimpulan

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris mengenai pengaruh free cash flow, tingkat leverage, tingkat foreign, tingkat growth, dan size perusahaan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Berdasarkan hasil yang diperoleh kesimpulan penelitian ini sebagai berikut: Free Cash Flow berpengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran dividen. Semakin besar arus kas bebas yang ada pada perusahaan maka akan semakin besar pula kemungkinan perusahaan akan membayarkan dividen. Tingkat Leverage tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan pembayaran dividen. Perusahaan telah menetapkan kebijakan dividennya sebelum perusahaan melakukan pelunasan utangnya, sehingga pelunasan utang tersebut tidak mempunyai pengaruh terhadap dividend payout ratio yang telah ditetapkan. Persentase kepemilikan saham asing (foreign) tidak berpengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran dividen. Perusahaan dengan tingkat kepemilikan saham asing yang tinggi akan cenderung untuk tidak membagikan dividen, hal ini disebabkan karena kebanyakan perusahaan dengan kepemilikan asing tidak menyukai perusahaan untuk membayarkan pajak atas dividen, dikarenakan pajak atas dividen lebih besar dibandingkan

dengan pajak atas keuntungan yang berasal dari modal. Tingkat growth berpengaruh negatif terhadap kebijakan pembayaran dividen. Perusahaan tidak akan membagikan dividen kepada para investor melainkan digunakan untuk melakukan investasi untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, maka akan semakin besar tingkat kebutuhan dana untuk membiayai ekspansi. Semakin besar kebutuhan dana di masa yang akan datang, akan semakin memungkinkan perusahaan menahan keuntungan dan semakin kecil atau tidak ada dividen yang dibagikan. Size Perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran dividen. Perusahaan dengan ukuran yang besar (jika dilihat dari aset yang dimiliki perusahaan) maka akan memudahkan pihak manajemen perusahaan untuk melakukan pengelolaannya sehingga mampu mendapatkan pendapatan yang relatif besar, sehingga kecenderungan untuk membayarkan dividen kepada pemegang saham juga akan semakin besar.

References

- Ali, S.U dan Tuasikal, A. (2002). Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal dengan Earnings Response Coefficient. Simposium Nasional Akuntansi V Ikatan Akuntan Indonesia, 16-26.
- Al-Kuwari, D., (2007). Determinants of the Dividend Payout Ratio of Companies Listed on Emerging Stock Exchanges: The Case of the Gulf Cooperation Council (GCC) Countries. PhD thesis, University of Wales-Cardiff, UK.
- Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar, (2005) Dividend Policy of Publicly Quoted Companies in Emerging Markets: The Case of Jordan, Doctoral Thesis, School of Economics and Finance (University of Western Sydney, Sydney).
- Arifin. (2003). Efektivitas Mekanisme Bonding Dividen dan Hutang untuk mengurangi masalah Agency. Sinergi Kajian Bisnis dan Manajemen. Vol.9 No.2, Juni 2007. Hal 167-177;ISSN 1410-9018.
- Arilaha, Asril, Muhammad. (2009). Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas, Likuiditas dan Leverage terhadap Kebijakan Dividen. Jurnal Keuangan dan Perbankan, Vol. 13, No. 1, hal 78-87. Edisi Januari.
- Bekaert, G., dan Harvey, C. R. (1999). Foreign Speculators and Emerging Equity Markets. Duke Univ. Fuqua School of Business. Working Paper. No. 9721.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, Dividen Policy, and 'Bird In The Hand' Fallacy. The bell Journal of Economic, Vol. 10 , No. 1. P 259-270
- Black, F., (1976). The Dividend puzzle. Journal of Portofolio Management, Winter, Vol. 2 : P 72-77
- Böhren, Øyvind, Morten G. Josefsen dan Pål E. Steen. (2012). Stakeholder conflicts and dividend policy. Journal of Banking & Finance. Volume 36, pp. 2852-2864
- Brigham, Eugene E., Louis C. Gapenski, dan Philip R. Daves, (1999). Intermediate Financial Management. 6th ed. Orlando: The Dryden Press
- Brigham dan Houston. (2011). Dasar-Dasar Manajemen Keuangan (II). Edisi ke11. Jakarta. Salemba Empat
- Brown, Gordon T, (1996). Free Cash Flow Appraisal A Better Way. The Appraisal Journal. Vol. 64. No.2. P. 171
- Chai, D. H. (2010). Foreign Corporate Ownership and Dividends. Working Paper Centre for Business Research, University of Cambridge. No.401.
- Crutchley, Claire E., Marlin R.H Jensen, Jhon S, Jahera, JR. Dan Jennie E Raymond. (1999). Agency Problem and Simultaneity of Financial Decision Making the Role Of Institution Ownership. International Review of financial Analysis 8:2, pp. 177-179
- Damayanti, Susana dan Fatchan Achyani, (2006). Analisis Pengaruh Investasi, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividend Payout Ratio (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di BEJ). Jurnal Akuntansi dan Keuangan, Volume 5, No. 1, April 2006. Hal. 51 – 62. Universitas Muhammadiyah Surakarta.
- Darmawati, Deni., Khomsiyah dan Rika. G.R. (2004). Hubungan Coorporate Governance dan Kinerja Perusahaan. Simposium Nasional VII, Denpasar Bali.
- De Jong, Abe. (1999). An Empirical Test of the Relationship between Leverage, Tobin's Q and Corporate Governance. Chapter 3. Ph.D Dissertation. Department of Finance of Tilburg University.
- Erkaningrum F, Indri. (2013). Interactions Among Insider Ownership, Dividend Policy, Debt Policy, Investment Decision, and Business Risk. Journal of Indonesian Economy and Business, Volume 28, Number 1, 2013, 132 – 148.
- Fama, E., dan French, K. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?. Journal of Financial Economics. Vol 60: 3-43.

- Fira, Puspita. (2009). Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividend Payout Ratio. Tesis. Dipublikasikan. Jurusan Manajemen. Universitas Diponegoro.
- Ghozali, Imam. (2013). Aplikasi Analisis Multivariate dengan IBM SPSS 21. Semarang : Universitas Diponegoro.
- (2006). Aplikasi Analisis Multivariate dengan Dengan Program SPSS. Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gitman, Lawrence J, (2003). Principles of Managerial Finance. 10th edition. Addison Wesley
- Gordon, M.J., (1963). Dividends, Earnings and Stock Prices, Review of Economics and statistics. www.google.com
- Handayani, D.R. dan Hadinugroho, B. (2009). Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, ROA, Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. Jurnal Fokus Manajerial. Vol.7, No.1, 64-71.
- Hatta, Atika J, (2002). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investasi Pengaruh Teori Stakeholder. JAAI. Vol.6. No.2.
- Home. C.J dan Wachowicz.M.J. (2005). Fundamental of Financial Management Prinsip – prinsip Manajemen Keuangan. Salemba Empat.
- Husnan. S, (2001). Dasar – dasar Teori dan Analisis Sekuritas, Edisi ketiga, UPP – AMP YKPN Yogyakarta
- Indriantoro dan Supomo, (2002). Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen, Edisi pertama. BPFE – Yogyakarta, Yogyakarta.
- Ismiyanti, Fitri dan Mahduh M. Hanafi. (2003). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, kebijakan utang dan kebijakan dividen: Analisis persamaan simultan. Simposium Nasional Akuntansi VI. Surabaya, hal. 260-227.
- Jensen, M.C.; W.H. Meckling. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. Journal of Financial Economics, Vol. 3. No. 4. PP. 305-360
- Jensen, Michael C, (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review. May, vol. 76(2): 323-329
- Karjono, A., dan Matondang, R.F.D. (2010). Beberapa Faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. ESENSI, 13 (1), hal. 33 – 49.
- Keown J. Arthur, Scott Jr, David F, Petti William. (2000). Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Buku II, Edisi Pertama. Salemba Empat Jakarta.
- Kieso, D. E., Weygandt, J. J., dan Warfield, T. D. (2007). Intermediate Accounting 12 ed. Asia: John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.
- Khoiruddin. M. (2004). Upaya Meminimumkan Agency Problem dengan Menggunakan Konsep Islam tentang Perusahaan. Kompetisi. Jurnal Ekonomi, Manajemen dan Akuntansi Vol.2.86-88
- Kouki, Mondher, (2009). Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from The Tunisian Stock Market. Eropcan Journal of Scientific Research. ISSN 1450-216X. Vol. 25 No. 1 . PP. 42-53.
- Lam, Kevin C.K., Heibatollah Sami dan Haiyan Zhou. (2012). The role of cross-listing, foreign ownership and state ownership in dividend policy in an emerging market. China Journal of Accounting Research, Volume 5, pp. 199-216.
- Lang, L.H.P. and Litzemberger, R.H. (1989). Dividend Announcements : Cash Flow Signaling vs free cash flow hypothesis. The Journal of Financial Economics, Vol. 24, pp. 181 – 191
- Lee and Finerty, (1990). Corporate Finance Theory, Methods and Application. Harcourt Brace Jovanovich. USA
- Levy, H. dan Sarnat, M. (1990). Capital Investment and Financial Decision. Fourth edition. Prentice Hall.
- Litzenberger, R. H. and K. Ramaswamy, (1979). The effects of personal taxes and dividends on capital asset prices: theory and empirical evidence. Journal of Financial Economics, 7,163-195
- Mahadwartha, P.A. (2003). Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen. Simposium Nasional Akuntansi V. Ikatan Akuntansi Indonesia.
- Mardiyah, Aida Ainul. (2005). Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial, Earnings Management, dan Free Cash Flow terhadap Utang dan Kinerja. Proceeding Konfrensi Nasional Akuntansi. Fakultas Ekonomi Universitas Trisakti. Jakarta
- Martono, dan Harjito, A., (2005). Manajemen Keuangan. Edisi Pertama. Ekonisia, Yogyakarta
- Mollah, S., K. Keasey, and H. Short, (2002). The Influence of Agency Costs on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from the Dhaka Stock Exchange, Working Paper www.bath.ac.uk
- Murni, Sri dan Andriana. (2007). Pengaruh Insider Ownership, Intitutional Investor, Dividend Payment, dan Firm Growth terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta). Jurnal Akuntansi dan Bisnis 7 (1) :15-24.
- Naohiko, Baba. (2009). Increased presence of foreign investors and dividend policy of Japanese firms. Pacific-Basin Finance Journal. Volume 17, pp. 163-174.
- Prasetyo, Arief. (2009). Corporate Governance, Kebijakan Dividen, dan Nilai Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan Non keuangan Yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2007. Jakarta: Universitas Indonesia
- Prihantoro. (2003). Estimasi Pengaruh Dividen Payout Ratio pada Perusahaan Publik di Indonesia. Jurnal Ekonomi dan Bisnis. Vol.14. No.1.
- Rahayuningtyas, Septi. Suhadak dan Siti Ragil Handayani. (2014). Pengaruh Rasio- Rasio Keuangan Terhadap Dividend Payout Ratio (DPR) (Studi Pada Perusahaan Yang Listing Di BEI Tahun 2009-2011). Jurnal Akuntansi Bisnis. Volume 7.Nomor 2.

- Republik Indonesia. (2010). Peraturan Menteri Keuangan No. 153/PMK.010/2010 tentang Kepemilikan Saham dan Permodalan Perusahaan Efek. Menteri Hukum dan Hak Asasi Manusia. Jakarta.
- Rosdini Dini. (2007). Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout ratio Working Paper In Accounting and Finance Department of Accounting. Padjadjaran University. Oktober . www.google.com
- Ross, S. (1999). The Determinant of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *Bell Journal of Economics*. Spring: 23-40
- Rozeff, M. (1982). Growth, Beta and Agency Cost as Determinant of Dividend Policy Ratios. *Journal of Financial Research*. Vol. 5 No. 3, PP 249-259
- Sandra, Dessy dan Indra Wijaya Kusuma. (2004). Reaksi Pasar terhadap Tindakan Perataan laba dengan Kualitas auditor dan Kepemilikan manajerial sebagai Variabel Pemoderasi. Simposium Nasional Akuntansi VII. Denpasar – Bali, hal. 948-962
- Sartono, A. (2001). Manajemen Keuangan : Teori dan aplikasi, edisi ketiga. BPFE, Yogyakarta.
- Scott Jr., David F., Martin, John D., Petty, William, dan Keown, Arthur J. (1999). *Basic Financial Management*, Prentice Hall, Inc. 8th edition.
- Setiawan, M., Bernik, M., dan Sondari, M. C. (2006). Pengaruh Struktur Penelitian, Karakteristik Perusahaan, dan Karakteristik Tata Kelola Korporasi terhadap Kinerja Perusahaan Studi Kasus pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Bandung: Universitas Padjadjaran.
- Siaputra, Lani dan A. Surja Atmadja. (2006). Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham Sebelum dan Sesudah Ex-Dividend Date di Bursa Efek Jakarta (BEJ). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Volume 8, Nomor 1, Universitas Petra, Surabaya
- Smith Jr., Clifford W., dan Ross . Watts. (1992). The investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*. PP 263-192.
- Smith, Ruchard L dan Kim, Joo Hyun. (1994). The Combined Effects of Free Cash Flow and Financial Slack of Bidder and Target Stock Returns. *Journal of Business*. 17
- Sofyaningsih, Sri. (2010). Struktur Kepemilikan Kebijakan dividen, Kebijakan Utang, dan Nilai Perusahaan Ownership Structure, dividend Policy and Debt Policy And Firm Value. *Dinamika Keuangan dan Perbankan*. Mei 2010, Hal: 87. Vol 3, No 1.
- Subekti dan Kusuma. (2000). Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga saham. Simposium Nasional Akuntansi III. Depok. Hal. 820-842.
- Subramanyam, K.R., dan Wild, J.J. (2009). *Financial Statement Analysis* 10 ed. Singapore: Mc Graw Hill.
- Sugiarto. (2008). Kebijakan Dividend Perusahaan-Perusahaan Terbuka Non-Keuangan yang dikontrol Keluarga. *Akuntabilitas*. Maret 2008: 135-149.
- Suharli, M. (2007). Pengaruh Profitabilitas dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol.9, No.1, hal 9-17
- Suranta, Eddy., Pratana P.M. dan Fitriwati Ilyas. (2005). Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Struktur Modal. *Jurnal Akuntansi Bisnis Manajemen* Vol. 12, No. 2, hal. 101-115
- Sutoyo, Joko Eko P. dan Dian Kusumaningrum. (2011). Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Jasa Keuangan. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Volume 15. Nomor 1.
- Swastyastu, Yuniarta, dan Atmadja. (2014). Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividend Payout Ratio Yang Terdaftar Di BEI. *E-Jurnal S1 Ak Universitas Pendidikan Ganesha* . Volume 2. Nomor 1.
- Tarjo. (2005). Analisa Free Cash Flow dan Kepemilikan manajerial terhadap kebijakan Utang pada perusahaan publik di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 8, No. 1. Hal. 82-104
- Thantawee, Yordying. (2011). Life-Cycle Theory and free Cash Flow Hypothesis : Eviden from Dividen Policy in Thailand. Burapha University, Thailand. www.google.com
- Uwuigbe, Uwalomwa, Jimoh JAFARU dan Anijeshola AJAYI. (2012). Dividend Policy And Firm Performance: A Study Of Listed Firms In Nigeria. *Accounting and Management Information Systems*, Vol. 11, No. 3, pp. 442–454.
- Uyara, Ali Sani dan Askam Tuasikal, (2003). Moderasi Aliran Kas Bebas terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal dengan Earnings Response Coefficients. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol 6 No 2
- Wang, J. (2007). The Causal Relationship between Foreign Ownership and Stock Volatility in Indonesia. University of New South Wales. Di akses dari http://centerforpbefr.rutgers.edu/2007/Papers/084volatility%20causality_Vietnam.pdf. [27 Juli 2011].
- Wahidahwati. (2001). Pengaruh Kepemilikan manajerial dan kepemilikan Institusional terhadap kebijakan utang perusahaan : sebuah perspektif Teori agensi. Simposium Nasional akuntansi IV. Ikatan Akuntansi Indonesia. 1084-1107.
- Weston, J. F. And Copeland, TE, (1996) *Managerial Finance*. Ninth Edition. The Dryden Press. A.J.
- White, I Gerald., et.al. (2003). *The Analysis and Use of Financial Management*. John Wiley&Sons, Inc.
- Widarjono, Agus. (2005). *Ekonometrika Teori dan Aplikasi Untuk Ekonomi dan Bisnis*, Penerbit Ekonisia – FE UII, Yogyakarta.
- Wijaya, Lihan. R. P, Bandi dan Wibawa, Anas, (2010). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan. *SNA XIII Purwokerto*.

Halaman ini sengaja dikosongkan