

## **INVESTMENT OPPORTUNITY SET DAN FREE CASH FLOW PADA TINGKAT PEMBAYARAN DIVIDEN PERUSAHAAN MANUFAKTUR**

**Dwi Aristantia<sup>1</sup>**  
**I Made Pande Dwiana Putra<sup>2</sup>**

<sup>1</sup>Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia  
e-mail: dwi.aristantia@yahoo.com/telp: +62 81 23 84 39 928

<sup>2</sup>Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana(Unud), Bali, Indonesia

### **ABSTRAK**

Tujuan dari penelitian ini untuk menguji pengaruh *investment opportunity set* dan *free cash flow* pada tingkat pembayaran dividen perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2009 hingga 2013. Hal ini perlu diteliti karena adanya fluktuasi tingkat pembayaran dividen pada perusahaan manufaktur periode tersebut. Sebanyak 30 perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini diperoleh melalui metode *purposive sampling* yang sesuai dengan kriteria tertentu. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh pada tingkat pembayaran dividen dan *free cash flow* berpengaruh positif pada tingkat pembayaran dividen. Kedua variabel ini secara serempak berpengaruh terhadap tingkat pembayaran dividen. Sebesar 17,9 persen perubahan tingkat pembayaran dividen pada perusahaan manufaktur dapat dijelaskan oleh variabel-variabel *investment opportunity set* dan *free cash flow*, sedangkan sebesar 82,1 persen dijelaskan oleh variabel lain di luar model penelitian.

**Kata kunci:** *free cash flow, investment opportunity set, tingkat pembayaran dividen*

### **ABSTRACT**

The purpose of this research was to examine the effect of *investment opportunity sets* and *free cash flow* to level of dividend payments of manufacturing companies recorded in the Indonesia Stock Exchange from 2009 to 2013. This needs to be investigated because of the fluctuations in the level of dividend payments on manufacturing companies in that period. Total of 30 companies sampled in this study were obtained through *purposive sampling* method in accordance with certain criteria. The results of this research showed that *investment opportunity set* doesn't influence level of dividend payments and *free cash flow* have positive effect to level of dividend payments. Both of these variables simultaneously affect the level of dividend payments. 17,9 percent change in the level of dividend payments in manufacture companies can be explained by the variables *investment opportunity set* and *free cash flow*, while 82,1 percent was explained by other variables outside the research model.

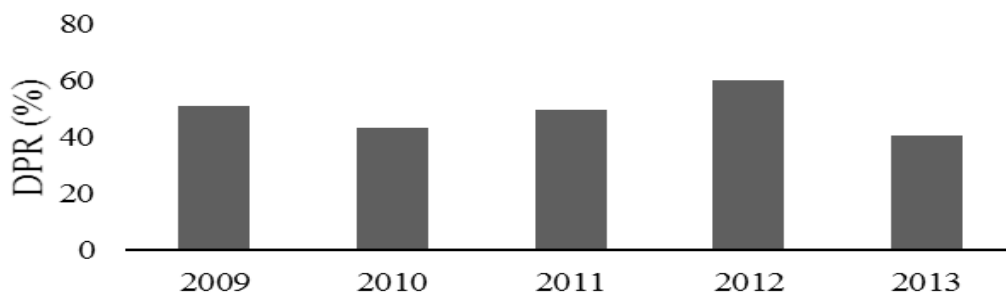
**Keywords:** *free cash flow, investment opportunity set, level of dividend payments*

## **PENDAHULUAN**

Mayoritas perusahaan yang tercatat di PT.BEI sekitar 30 persen terdapat pada sektor manufaktur. Sektor manufaktur merupakan sektor terbesar dibandingkan sektor-sektor lainnya di BEI. Adanya sub sektor industri di dalam sektor

manufaktur yang hampir menguasai pasar modal, sehingga dapat memudahkan dalam melihat efek pasar modal secara menyeluruh (Simanjutak, 2011).

Rata-rata tingkat pembayaran dividen sektor manufaktur pada tahun 2009-2013 mengalami fluktuasi. Rata-rata *dividend payout ratio* (DPR) sektor manufaktur dapat dilihat pada Gambar 1.



**Gambar 1. Rata-rata Tingkat Pembayaran Dividen Sektor Manufaktur**

Sumber: *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) diolah, 2010-2014

Berdasarkan grafik di atas, dapat dilihat tingkat pembayaran dividen pada tahun 2010 sebesar 43,20 persen menurun dari tahun 2009 yaitu 51,24 persen. Selanjutnya, terjadi peningkatan hingga 60,10 persen pada tahun 2012. Namun, penurunan yang cukup drastis kembali terjadi pada tahun 2013 yang hanya mencapai 40,44 persen.

Fluktuasi tingkat pembayaran dividen sektor manufaktur tahun 2009 hingga 2013 menjadi suatu masalah yang menarik untuk diteliti. Kebijakan dalam menentukan tingkat pembayaran dividen akan mengabulkan ekspektasi investor terhadap dividen namun tidak harus memperlambat perkembangan perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan sebaiknya melakukan penetapan tingkat pembayaran dividen dengan mempertimbangkan dividen yang akan dibayar saat ini sehingga

perusahaan dapat memaksimalkan harga saham guna meningkatkan pertumbuhan perusahaan itu sendiri (Aulia, 2011).

Kepentingan yang berbeda terhadap penggunaan laba dari pihak-pihak yang terkait dengan perusahaan menyebabkan jumlah dividen yang diserahkan sesuai dengan peraturan/kebijakan perusahaan itu sendiri (Haryetti dan Ekayanti, 2012). Pihak manajemen sebagai pemegang kendali perusahaan lebih menyukai laba yang ditahan sehingga dapat digunakan untuk mendanai kegiatan dan ekspansi perusahaan. Namun, pihak investor lebih menyukai laba tersebut dibagikan dalam bentuk dividen karena itu merupakan pendapatan bagi investor (Nugroho, 2010).

Manajemen perusahaan membatasi pembayaran dividen karena laba perusahaan yang menurun atau terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan. Hal ini terjadi karena laba perusahaan digunakan sebagai sumber dana internal. Padahal di sisi lain, para investor mengharapkan pembayaran dividen yang merata atau cenderung meningkat dari tahun ke tahun sebab pembayaran dividen yang stabil dapat meningkatkan kepercayaan investor kepada perusahaan (Aulia, 2011).

Berbagai teori berusaha menjelaskan mengenai dividen. Miller dan Modigliani (1961) mengemukakan *dividend irrelevance theory* yaitu besar atau kecilnya dividen yang dibagikan tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Return yang telah diekspektasikan terhadap aktiva dapat menentukan besaran nilai perusahaan, bukan dari pemisahan laba menjadi dividen. Menurut Gordon dan Lintner (1956), pada *Bird-in-the hand theory* mengemukakan bahwa para investor lebih mengharapkan dividen yang tinggi daripada *capital gain*

karena *capital gain* yang diharapkan dapat menimbulkan risiko yang lebih besar karena dividen ditentukan oleh pasar melalui penentuan harga saham. Namun, berbeda halnya dengan *Tax preference theory*, Litzenberger dan Ramaswamy (1979) menyatakan bahwa penanam modal lebih memilih dividen yang rendah sedangkan dividen yang tinggi akan dikenakan pajak yang tinggi pula. Teori ini menunjukkan bahwa investor memilih dividen yang rendah untuk dapat menghemat pembayaran pajak.

*Agency theory* menyatakan bahwa manajer harus membayar dividen untuk meminimalkan terjadinya konflik antara prinsipal (investor) dan agen (manajer). Semakin besar dividen yang dibagikan maka konflik yang terjadi semakin rendah (Kuswanto, dkk, 2012). Manajemen seringkali menggunakan dana yang seharusnya untuk membayar dividen kepada investor justru untuk melakukan investasi yang berlebihan (Lucyanda dan Lilyana, 2012).

Pihak manajemen perlu mempertimbangkan faktor-faktor yang memengaruhi tingkat pembayaran dividen. Secara khusus, penelitian ini meneliti pengaruh *investment opportunity set* (IOS) dan arus kas bebas terhadap tingkat pembayaran dividen. IOS merupakan alternatif perusahaan dalam memanfaatkan laba bersih yang dimilikinya. Perusahaan dapat menggunakan laba untuk investasi kembali atau untuk dibagikan dalam bentuk dividen. Arus kas bebas menunjukkan sisa kas yang ada dapat digunakan untuk membayar dividen kepada investor.

*Investment Opportunity Set* atau adalah pilihan penanaman modal di masa mendatang (Myers, 1977). IOS adalah beban yang dikeluarkan oleh pihak manajemen yang mencerminkan nilai perusahaan sesuai dengan kebijakan dari

manajemen itu sendiri. IOS juga dapat digunakan sebagai pilihan investasi saat ini dan diharapkan akan menghasilkan keuntungan yang lebih banyak (Gaver dan Gaver, 1993). Konsep IOS menyatakan bahwa perusahaan merupakan kombinasi antara aset yang dimiliki (*asset in place*) dan *investment opportunity (intangible asset)* (Yendrawati dan Rezki, 2013).

Perusahaan yang berada dalam posisi yang sangat baik akan melakukan penanaman modal baru sehingga membayar dividen yang tinggi tidak perlu dilakukan. Dana yang semestinya dapat diberikan sebagai dividen kepada para investor cenderung digunakan dalam melakukan penanaman modal yang lebih mendatangkan keuntungan bagi perusahaannya. Namun sebaliknya, perusahaan yang berada pada posisi yang kurang baik atau pertumbuhannya lambat cenderung membagikan dividen yang lebih tinggi (Suharli, 2007).

Hasil penelitian Haryetti dan Ekayanti (2012) serta Lucyanda dan Lilyana (2012) menyatakan IOS tidak mempengaruhi dividen. Namun, penelitian lain dilakukan oleh Sari (2010), Darabi *et al.* (2014) dan Ardestani *et al.* (2013) menunjukkan bahwa IOS memiliki hubungan yang positif dengan dividen. Berbeda dengan penelitian Suharli (2007), Abor dan Bokpin (2010), Nugroho (2010), Subramaniam *et al.* (2011), Kangarlouei *et al.* (2012) dan Hussain dan Usman (2013) yang menyatakan bahwa IOS memiliki pengaruh negatif dengan dividen.

Pembayaran dividen khususnya dividen tunai sangat bergantung pada posisi kas yang tersedia. *Free cash flow* yang dimiliki perusahaan menunjukkan kas yang tersedia bagi investor. Jensen (1986) mendefinisikan aliran kas bebas

sebagai kas yang tersedia setelah seluruh proyek yang menghasilkan NPV positif dilakukan. Pembayaran dividen mengurangi aliran kas bebas yang tersedia bagi manajer untuk melakukan investasi. Perusahaan dengan tingkat aliran kas yang tinggi seharusnya membayar dividen yang tinggi pula.

Penelitian sebelumnya oleh Kargar dan Ahmadi (2013), dan Lopolusi (2013) mengungkapkan bahwa dividen tidak dipengaruhi oleh *free cash flow*. Namun, Rosdini (2009), Thanatawee (2011), Aulia (2011) serta Lucyanda dan Lilyana (2012) menunjukkan bahwa *free cash flow* mempengaruhi *dividend payout ratio* secara positif. Melainkan penelitian Taleb (2012) menunjukkan bahwa dividen dipengaruhi negatif dengan *free cash flow*.

Hasil dari beberapa penelitian terdahulu yang telah diuraikan diatas mengenai pengaruh IOS dan *free cash flow* pada tingkat pembayaran dividen menunjukkan ketidakkonsistenan hasil yang diperoleh antara satu peneliti dengan peneliti lainnya. Hasil-hasil tersebut menimbulkan kesenjangan penelitian (*research gap*). Oleh karena itu, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh *Investment Opportunity Set* dan *Free Cash Flow* pada Tingkat Pembayaran Dividen Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI”.

Berdasarkan pemaparan diatas, permasalahan dalam penelitian ini yaitu apakah *investment opportunity set* berpengaruh pada tingkat pembayaran dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI? Serta apakah *free cash flow* berpengaruh pada tingkat pembayaran dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI?

## METODE PENELITIAN

Lokasi penelitian dilaksanakan pada PT. BEI dengan mengunjungi laman resminya dan ICMD serta laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di PT.BEI sepanjang tahun 2009-2013. Metode pengambilan sampel dilakukan secara *non-probability sampling* dengan penentuan sampel berdasarkan beberapa kriteria berikut: 1) Perusahaan manufaktur yang tercatat di PT.BEI dan menerbitkan laporan keuangan tahun 2009 – 2013, 2) Jenis mata uang dalam laporan keuangan adalah rupiah, 3) Perusahaan membagikan dividen secara kontinyu selama periode penelitian.

Variabel terikat dalam penelitian ini yaitu pembayaran dividen yang diproksikan dengan *dividen payout ratio* (DPR).

$$DPR = \frac{\text{dividen per lembar saham}}{\text{Laba bersih per lembar saham}} \dots\dots\dots(1)$$

Penelitian ini menggunakan dua variabel bebas. Variabel pertama yaitu *investment opportunity set* (X1) dalam penelitian ini diproksikan dengan CAP/BVA.

$$CAP/BVA = \frac{\text{nilai perolehan aktiva tetap (t)} - \text{nilai perolehan aktiva tetap (t-1)}}{\text{total aset (t)}} \dots\dots\dots(2)$$

Variabel bebas yang kedua yaitu *free cash flow* (X2) yang pengukurannya merujuk pada penelitian Rosdini (2009).

$$Free\ cash\ flow = \frac{CFO - (NCE + CWC)}{Total\ Aset} \dots\dots\dots(3)$$

Pengujian model regresi linear berganda adalah salah satu teknik analisis data dalam penelitian ini, data harus diuji menggunakan uji asumsi klasik sebelum menganalisis dengan regresi linear berganda.

$$DPR = \beta_0 - \beta_1IOS + \beta_2FCF + e \dots\dots\dots(4)$$

**HASIL DAN PEMBAHASAN**

Hasil dari uji normalitas ditunjukkan pada Tabel 1. Berdasarkan hasil olahan dari SPSS dapat dilihat bahwa data residual model regresi dalam penelitian ini berdistribusi normal dengan signifikansinya  $0,124 > 0,05$ .

**Tabel 1.**  
**Hasil Uji Normalitas**

Kolmogorov-Smirnov Z	Asymp. Sig. (2-tailed)
1,180	0,124

Sumber: Data diolah, 2014

Uji autokorelasi digunakan untuk menguji adanya pengaruh data dari pengujian sebelumnya pada model regresi. Regresi yang bebas dari autokorelasi mempunyai arti model regresi yang layak digunakan. Berdasarkan Tabel 2 dapat diamati bahwa nilai DW sebesar 1,966. Berdasarkan tabel D-W dengan menggunakan  $n=150$  dan parameter  $k=2$ , dihasilkan nilai  $d_l = 1,7062$  dan nilai  $d_u = 1,7602$ .

**Tabel 2.**  
**Nilai Durbin-Watson**

Model	Durbin-Watson
1	1,966

Sumber: Data diolah, 2014



Berdasarkan hasil diatas dapat diamati bahwa nilai  $du < d < 4-du$  yaitu  $1,7602 < 1,966 < 2,2398$ . Sehingga dapat ditarik asumsi bahwa tidak terdapat autokorelasi pada model regresi.

Uji multikolinieritas digunakan untuk melihat apakah pada model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel-variabel bebas.

**Tabel 3.**  
**Hasil Uji Multikolinieritas**

Variabel	Tolerance	VIF
IOS	0,965	1,036
FCF	0,965	1,036

Sumber: Data diolah, 2014

Berdasarkan hasil olahan dengan SPSS, dapat disimpulkan bahwa seluruh variabel independen memiliki nilai *tolerance* lebih besar dari 0,1 dan memiliki nilai VIF lebih kecil dari 10. Hal tersebut mempunyai makna tidak ditemukan gejala multikolinieritas pada variabel-variabel bebas dalam model regresi.

Uji heteroskedastisitas diuji dengan menggunakan uji Glejser. Jika nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 maka tidak terjadi heteroskedastisitas dalam model regresi. Hasil uji heteroskedastisitas dapat dilihat pada Tabel 4.5 sebagai berikut:

**Tabel 4.**  
**Hasil Uji Heterokedastisitas**

Variabel	Sig.
<i>Investment Opportunity Set</i>	0,761
<i>Free Cash Flow</i>	0,084

Sumber: Data diolah, 2014

Berdasarkan Tabel 4 diatas, dapat dilihat nilai 0,761 adalah nilai signifikansi dari variable IOS dan variabel FCF memiliki nilai signifikansi 0,084. Hasil ini

menunjukkan bahwa tidak terjadi heteroskedastisitas dalam model regresi karena nilai signifikansinya lebih besar dari 0,05.

**Tabel 5.**  
**Pengujian Analisis Regresi Linear Berganda**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	0,393	0,037		10,688	0,000
	IOS	-0,058	0,368	-0,012	-0,157	0,876
	FCF	0,829	0,144	0,434	5,746	0,000
R <sup>2</sup> = 0,179		F=17,285;Sig.=0,000				

Sumber: Data diolah, 2014

Nilai sebesar 0,179 berarti bahwa 17,9 persen perubahan tingkat pembayaran dividen pada perusahaan manufaktur dapat dijelaskan oleh variabel-variabel *investment opportunity set* dan *free cash flow*. Sedangkan nilai sebesar 82,1 persen dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar model penelitian.

Uji nilai F hitung sebesar 17,285 dengan nilai signifikansi sebesar 0,000. Hal ini menunjukkan bahwa variabel *investment opportunity set* dan *free cash flow* secara simultan berpengaruh terhadap tingkat pembayaran dividen. Ini juga berarti bahwa variabel *investment opportunity set* dan *free cash flow* layak digunakan dalam model regresi.

Hasil pengujian secara parsial menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi variabel *investment opportunity set* sebesar -0,058 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,876. Koefisien regresi yang bernilai negatif berarti semakin tinggi nilai *investment opportunity set* maka semakin menurun tingkat pembayaran dividen, begitu juga sebaliknya. Hal ini disebabkan oleh laba perusahaan yang digunakan

untuk memanfaatkan kesempatan investasi diimbangi dengan menurunnya jumlah dividen yang dibagikan. Namun, tingkat signifikansi yang lebih besar dari 0,05 berarti bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh pada tingkat pembayaran dividen. Oleh karena itu, hipotesis pertama yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh negatif pada tingkat pembayaran dividen ditolak.

*Investment opportunity set* tidak berpengaruh pada tingkat pembayaran dividen menunjukkan bahwa *investment opportunity set* bukan merupakan faktor yang dipertimbangkan oleh perusahaan manufaktur dalam menetapkan tingkat pembayaran dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Haryetti dan Ekayanti (2012) serta Lucyanda dan Lilyana (2012).

Hasil pengujian secara parsial menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi variabel *free cash flow* yaitu sebesar 1,173 dengan nilai signifikansi 0,000. Nilai koefisien regresi yang positif dengan signifikansi lebih kecil dari 0,05 berarti bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap tingkat pembayaran dividen. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar *free cash flow* maka perusahaan membagikan dividen semakin banyak sehingga hipotesis kedua yang menyatakan *free cash flow* berpengaruh positif terhadap tingkat pembayaran dividen diterima.

Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang besar akan mendapatkan tekanan dari penanam modal kepada pimpinan perusahaan dalam memberikan dividen. Hal tersebut dilakukan agar pimpinan perusahaan tidak menggunakan arus kas bebas sebagai kebijakan yang cenderung merugikan para penanam modal. Seharusnya manajemen menggunakan *free cash flow* sebagai kebijakan

meminimalkan biaya agensi (Aulia, 2011). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Rosdini (2009), Thanatawee (2011), Aulia (2011) serta Lucyana dan Lilyana (2012) yang menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap tingkat pembayaran dividen.

## **SIMPULAN DAN SARAN**

Hasil pengujian secara parsial menunjukkan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh pada tingkat pembayaran dividen. Hasil ini sesuai dengan penelitian Haryetti dan Ekayanti (2012) serta Lucyanda dan Lilyana (2012). Hasil pengujian secara parsial menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap tingkat pembayaran dividen. Hasil ini sesuai dengan penelitian Rosdini (2009), Thanatawee (2011), dan Lucyana dan Lilyana (2012).

Berdasarkan simpulan di atas, saran yang dapat diberikan untuk penelitian selanjutnya yaitu dapat menggunakan variabel-variabel lain yang mempengaruhi tingkat pembayaran dividen. Selain itu, penelitian selanjutnya dapat memperluas populasi pada seluruh sektor yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## **REFERENSI**

- Abor, Joshua dan Godfred A. Bokpin. 2010. Investment Opportunities, Corporate Finance, and Dividend Payout Policy: Evidence from Emerging Markets. *Studies in Economics and Finance*, 27(3): pp:180 – 194
- Ardestani, Hananeh Shahteimoori, Siti Zaleha Abdul Rasid, dan Rohaida Basiruddin. 2013. Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set, and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia. *Journal of Applied Finance and Banking*, 3(1): pp: 123-136
- Aulia, Azifa. 2011. Analisis Pengaruh Institusional Ownership, Free Cash Flow, Growth Opportunities, Financial Leverage, dan Firm Size terhadap Kebijakan

- Dividen (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2009). *Skripsi* Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret, Surakarta
- Darabi, Roya, Faezeh Pourahmadian, Arefeh Vahmiyan, dan Behrad Saleh. 2014. The Relationship Between Cash Flow Uncertainty and Payout Dividend Policy. *Journal of Scientific Research and Reports*, 3(1): pp: 158-169
- Fitrijanti, Tettet dan Jogiyanto Hartono. 2002. Set Kesempatan Investasi: Konstruksi Proksi dan Analisis Hubungannya dengan Kebijakan Pendanaan dan Dividen. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 5(2): h:35-63
- Gaver, Jennifer J, dan Kenneth M Gaver. 1993. Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economic* vol 16: pp. 19-160
- Gordon, Myron dan John Lintner. 1956. Distribution of Income of Corporations Among Dividend, Retained Earning, and Taxes. *The American Economic Review*
- Haryetti dan Ririn Araji Ekayanti. 2012. Pengaruh Profitabilitas, Investment Opportunity Set dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan LQ-45 yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Ekonomi*, 20(3)
- Hussain, Muzzammil dan Muhammad Usman. 2013. Investment Opportunities and Dividend Yield (Evidence from KSE). *Journal of Multidisciplinary Sciences and Engineering*, 4(11): pp: 12-16
- Indonesian Capital Market Directory*
- Jensen, M.C. 1986. "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers". *American Economic Review*, May 76 (2): pp: 323-329
- Jensen, Michael C and William H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): pp: 305-360
- Kangarlouei, Saeid Jabbarzadeh., Morteza Motavassel, Asghar Azizi, dan Mahdi Sarbandi Farahani. 2012. The Investigation of the Relationship between Dividend Policies, Csh-Flow Uncertainty, Contributed Capital Mix, and Investment Opportunities: The Case of Emerging Markets (Tehran Stock Exchange). *International Journal of Business and Social Science*, 3(2): pp:172-181

- Kargar, Esmaeel Farzaneh dan, Gholan Reza Ahmadi. 2013. The Relationship Between Free Cash Flows and Agency Cost Levels: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(14): pp: 51-65
- Kuswanto, Adi, Ari Kharisma, dan Sardiyono. 2012. Factors that Influence on Dividend Policy. *Conference in Business, Accounting, and Management*, 1(1): pp:23-33
- Litzenberger, R.H dan Ramaswamy, K. 1979. The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*, 6, pp: 163-195
- Lopolusi, Ita. 2013. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Sektor Manufaktur yang Terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 2(1): h:1-18
- Lucyanda, Jurica dan Lilyana. 2012. Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Dinamika AKuntansi*, 4(2): pp: 129-138
- Miller, Merton H dan Franco Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Chicago Journals*, 34(4): pp: 411-433
- Myers, Stewart C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol 5: pp: 147-175
- Nugroho, Fajar R. 2010. Analisis Pengaruh Return On Equity, Insider Ownership, Investment Opportunity Set, Firm Size, dan Debt Ratio Terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur di BEI Periode 2004-2007). *Skripsi Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang*
- Rosdini, Dini. 2009. Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio. Dalam *Research Days Faculty of Economics Padjajaran University Bandung*
- Sartono, Agus. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPFY-Yogyakarta
- Sari, Ratih Fitria. 2010. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen. *Skripsi Sarjana Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret, Surakarta*
- Simanjutak, Wesly Andri. 2011. Pengaruh Economic Value Added, Return on Assets, Net Profit Margin, dan Earning per Share terhadap Harga Saham

- Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi Sarjana Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Sumatera Utara, Sumatera*
- Subramaniam, Ravichandran, Susela Devi, dan Maran Marimuthu. 2011. Investment Opportunity Set and Dividend Policy in Malaysia. *African Journal of Business Management*. 5(24): pp: 10128-10143
- Suharli, Michell. 2007. Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2002-2003). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 9(1): h: 9-17
- Syarifah, Zahrotus dan Zuhrotun. 2009. Pengaruh Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividend an Profitabilitas Terhadap Investment Opportunity Set Manufaktur Publik. *Buletin Ekonomi*, 7(2): h:131-246
- Taleb, Ghassan Al. 2012. Measurement of Impact Agency Costs Level of Firms on Dividend and Leverage Policy: An Empirical Study. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(10): pp: 234-243
- Thanatawee, Y. 2011. Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence Policy in Thailand. *International Journal of Financial Research*. 2(2)
- Yendrawati, Reni dan Feby Rezki Adhianza. 2013. Faktor-faktor yang Berpengaruh Terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Inovasi dan Kewirausahaan*, 2(1): h: 32-41