

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL DAN KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL PADA KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN *FREE CASH FLOW* SEBAGAI PEMODERASI

Ni Nyoman Opi Widiari¹
I Wayan Putra²

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: o.sunz@yahoo.com telp: +62 89688602087

²Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional pada kebijakan dividen dengan *free cash flow* sebagai variabel pemoderasi. Penelitian ini dilakukan pada seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2011-2015. Pemilihan sampel melalui metode *purposive sampling*. Terdapat 10 perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel penelitian sehingga data penelitian berjumlah 50 pengamatan. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Moderated Regression Analysis* (MRA). Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa: 1) Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan pada kebijakan dividen. 2) Kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan pada kebijakan dividen. 3) *Free cash flow* memperlemah pengaruh kepemilikan manajerial pada kebijakan dividen. 4) *Free cash flow* memperlemah pengaruh kepemilikan institusional pada kebijakan dividen.

Kata Kunci: kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, kebijakan dividen.

ABSTRACT

This study aims to determine the effect of managerial ownership and institutional ownership on dividend policy with free cash flow as a moderating variable. This research uses a panel data of all go public companies listed on the Indonesian Stock Exchange (IDX) 2011-2015. The sample chosen by purposive sampling method. There are 10 companies that meet the criteria as samples so that the research data totaling 50 observations. The analysis technique used in this study is Moderated Regression Analysis (MRA). The results of this study show that: 1) Ownership managerial significant negative effect on dividend policy. 2) Institutional ownership significant negative effect on dividend policy. 3) Free cash flow weaken the influence of managerial ownership on dividend policy. 4) Free cash flow weaken the influence of institutional ownership on dividend policy.

Keywords: managerial ownership, institutional ownership, free cash flow, dividend policy.

PENDAHULUAN

Perusahaan memiliki beberapa tujuan berdirinya sebuah perusahaan, diantaranya menghasilkan keuntungan untuk meningkatkan *value of the firm* dan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Pengelolaan kinerja diserahkan kepada manajer keuangan sehingga manajer keuangan berusaha mengelola aset

finansial perusahaan dengan menitikberatkan pada tiga keputusan, yaitu: keputusan finansial (*financial decision*), keputusan investasi (*investment decision*), dan kebijakan dividen (*dividend policy*). Manajer keuangan berusaha mewujudkan kedua tujuan perusahaan dengan menggunakan ketiga keputusan tersebut (Kartika Nuringsih, 2005). Salah satu keputusan penting perusahaan yang berkaitan dengan penghitungan keuntungan yang akan dibagikan adalah kebijakan dividen

Adanya keterbatasan pemilik untuk mengendalikan perusahaan yang semakin besar dan kompleks, maka pemilik perusahaan menyerahkan tanggung jawab kepada manajer. Dengan demikian, manajer dapat dipandang sebagai agen dari pemilik perusahaan yang memperkerjakan mereka, memberi wewenang dan kekuasaan untuk mengambil keputusan terbaik yang menguntungkan bagi pemilik perusahaan (Agus & Sartono, 2008).

Pemegang saham, kreditur, dan manajemen adalah pihak-pihak yang memiliki kepentingan masing-masing dalam perusahaan. Penyelarasan kepentingan dari seluruh pihak tersebut seringkali menimbulkan permasalahan dimana dalam bidang keuangan dijelaskan melalui *agency theory* (Ratih Fitria Sari, 2010: 20). Jensen & Meckling (1976) menyatakan bahwa penyerahan tanggung jawab pengelolaan perusahaan kepada manajer akan menimbulkan perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer cenderung mengambil keputusan untuk menginvestasikan kembali keuntungan yang diperolehnya dengan tujuan agar perusahaan mengalami pertumbuhan. Kepentingan ini seringkali tidak sejalan dengan keinginan pemegang saham yang

menginginkan keuntungan dibagi dalam bentuk dividen. Hal ini dikarenakan, semakin tinggi dividen yang dibagikan, maka semakin sedikit laba yang ditahan, akibatnya menghambat tingkat pertumbuhan perusahaan. Perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sangat mungkin terjadi karena para pengambil keputusan tidak perlu menanggung risiko sebagai akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis. Begitu pula jika manajer tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan, maka risiko sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik. Oleh karena itu, pihak manajemen cenderung membuat keputusan yang tidak optimal, sehingga akan mengakibatkan masalah keagenan atau *agency conflict*. Guna memperkecil konflik keagenan tersebut, perusahaan harus mengeluarkan biaya-biaya yang kemudian disebut dengan *agency cost*.

Cara untuk mengurangi *agency cost* dapat dilakukan dengan meningkatkan kepemilikan manajerial (Dewi, 2008). Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan presentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen (Sujoko & Soebiantoro, 2007). *Agency cost* dalam suatu perusahaan yang dikelola oleh manajer pemilik akan lebih rendah karena ada kepentingan yang sama antara pemegang saham dan manajemen (Jensen & Meckling, 1976). Kepemilikan manajerial dapat mengurangi konflik agensi, karena tindakan manajer sesuai dengan keinginan pemegang saham dan memberikan kesempatan manajer untuk terlibat dalam kepemilikan saham untuk membuat manajer bertindak lebih berhati-hati karena akan ikut menanggung konsekuensi atas keputusan yang diambilnya (Demsetz &

Lehn, 1985). Adanya kepemilikan manajerial akan memotivasi manajer untuk meningkatkan kinerjanya dalam mengelola perusahaan.

Selain kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional juga merupakan faktor yang dipandang dapat mengurangi *agency cost*. Hal tersebut dikarenakan kepemilikan institusional mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau menentang kebijakan manajer (Karinaputri, 2012: 23). Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh pihak luar baik dalam bentuk institusi, lembaga atau kelompok lainnya (Marselina Widiastuti, Pranata P. Midiastuty, & Eddy Suranta, 2013: 3403).

Kepemilikan institusional dianggap dapat memonitor kinerja manajemen. Kepemilikan institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistic* manajer, yaitu manajer melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya (Jensen & Meckling, 1976: 372-373). Selain itu, pengawasan yang efektif dari investor institusional akan memaksa manajer untuk mendistribusikan arus kas sebagai dividen. Dividen dapat digunakan sebagai kompensasi investor institusional atas kegiatan pengawasan mereka terhadap manajerial perusahaan (Shleifer, Andrei & Vishny Robert W, 1986: 478).

Konflik keagenan muncul ketika perusahaan menghasilkan arus kas bebas (*free cash flow*) yang sangat besar (Agus & Sartono, 2008). Konflik kepentingan terjadi ketika manajer menginginkan kas tersebut diinvestasikan kembali pada aset-aset perusahaan, sedangkan pemegang saham menginginkan kas tersebut dibagikan sebagai dividen. Adanya hal tersebut menimbulkan dugaan bahwa *free*

cash flow berpengaruh terhadap pembayaran dividen perusahaan. Arus kas keluar yang berupa dividen kas akan dibatasi oleh pihak manajemen perusahaan terlebih yang berjumlah terlalu besar. Pembatasan tersebut untuk tujuan mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan, menambah investasi, maupun melunasi utang (Megawati Oktorina, 2005: 288-289). Oleh karenanya, *free cash flow* yang tinggi dapat membuat manajer berada di bawah tekanan pemegang saham untuk membagikan kelebihan kas tersebut dalam bentuk dividen. Dengan kata lain, *free cash flow* yang tinggi akan berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang akan diambil perusahaan (Chandra Dewi & Putra, 2016).

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu dapat dilihat variabel-variabel yang digunakan memiliki arah pengaruh dan signifikansi yang berbeda-beda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal tersebut memotivasi peneliti untuk meneliti kembali dengan variabel independen kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berbeda dengan penelitian sebelumnya, penelitian ini menggunakan *free cash flow* sebagai variabel pemoderasi. Peneliti melakukan penelitian pada seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di BEI pada tahun 2011 sampai dengan 2015. Lokasi penelitian tidak terfokus pada salah satu sektor atau kelompok perusahaan, sehingga hasil penelitian diharapkan mampu menggeneralisasi pola pendanaan perusahaan di Indonesia dengan lebih baik. Dari berbagai alasan dan penjelasan di atas, peneliti mengambil judul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Dividen dengan *Free Cash Flow* sebagai Variabel Pemoderasi”.

Berdasarkan latar belakang yang telah dijelaskan, maka dapat dirumuskan beberapa masalah penelitian, yaitu: 1) Apakah pengaruh kepemilikan manajerial pada kebijakan dividen? 2) Apakah pengaruh kepemilikan institusional pada kebijakan dividen? 3) Apakah *free cash flow* memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial pada kebijakan dividen? 4) Apakah *free cash flow* memoderasi pengaruh kepemilikan institusional pada kebijakan dividen?

Adapun tujuan dari penelitian ini yaitu: 1) Untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial pada kebijakan dividen. 2) Untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional pada kebijakan dividen. 3) Untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial pada kebijakan dividen setelah dimoderasi oleh *free cash flow*. 4) Untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional pada kebijakan dividen setelah dimoderasi oleh *free cash flow*.

Kegunaan penelitian ini yaitu 1) Kegunaan teoritis diharapkan dapat berdampak pada pengembangan ilmu akuntansi keuangan yakni sebagai referensi yang dapat memberikan informasi baik teoritis maupun empiris kepada pihak-pihak yang akan melakukan penelitian lebih lanjut mengenai permasalahan yang relevan tentang faktor-faktor yang memengaruhi Kebijakan Dividen. 2) Kegunaan praktis diantaranya dapat menjadi masukan atau bahan pertimbangan bagi perusahaan ketika hendak menentukan besarnya dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Hasil penelitian ini diharapkan menjadi sumber informasi dan sebagai bahan pertimbangan bagi investor dalam pengambilan keputusan ketika hendak menginvestasikan dananya pada perusahaan.

Teori keagenan mengasumsikan bahwa semua individu bertindak untuk kepentingan mereka sendiri. Teori agensi menyebut agen sebagai manajemen yang mengelola perusahaan sedangkan *principal* adalah pemegang saham. Agen diasumsikan tidak hanya tertarik dengan kompensasi keuangan namun juga segala sesuatu yang terlibat dalam hubungan suatu agensi, seperti waktu luang yang banyak, kondisi kerja yang menarik, maupun jam kerja yang fleksibel. Prinsipal diasumsikan hanya tertarik pada pengembalian keuangan yang diperoleh dari apa yang mereka investasikan di perusahaan (Anthony & Govindarajan, 2005: 269-270). Adanya kepentingan pribadi agen membuat prinsipal tidak menyukainya dikarenakan pengeluaran tersebut akan meningkatkan kos perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen yang akan diterima.

Kebijakan dividen merupakan keputusan tentang seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen daripada laba yang akan ditahan untuk kemudian diinvestasikan kembali dalam perusahaan (Brigham, E.F. & Houston, J.F, 2011: 27). Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak terpisahkan dalam keputusan pendanaan perusahaan. Aspek utama dari kebijakan dividen adalah menentukan alokasi laba yang tepat antara pembayaran dividen dengan penambahan laba untuk ditahan perusahaan (Van Horne, James C & Wachowicz, John M., 2007: 270). Berdasarkan berbagai pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen merupakan keputusan untuk menentukan seberapa besar laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham daripada laba yang akan ditahan.

Free cash flow adalah jumlah arus kas diskresioner suatu perusahaan yang dapat digunakan untuk tambahan investasi, melunasi hutang, membeli kembali saham perusahaan sendiri (*treasury stock*) dan menambah likuiditas perusahaan (Kieso et al., 2007). (Ross et al. 2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap.

Kepemilikan manajerial adalah persentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Dalam *agency theory* hubungan antara manajer dan pemegang saham digambarkan sebagai hubungan antara *agent* dan *principal* (Schroeder, et. al, 2001). Kepemilikan manajerial menggambarkan suatu peran ganda yaitu sebagai manajer dan juga pemegang saham dimana masing-masing memiliki kepentingan. Perbedaan kepentingan antar keduanya seringkali menimbulkan suatu konflik yang disebut konflik keagenan.

Kepemilikan institusional adalah persentase kepemilikan saham oleh investor institusional seperti bank, perusahaan investasi maupun perusahaan dan lembaga lain. Adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Mekanisme *monitoring* tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham. Apabila institusional merasa tidak puas atas kinerja manajerial, maka mereka akan menjual sahamnya ke pasar.

Manajemen mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan pengambilan kebijaksanaan dan mempunyai akses langsung terhadap informasi dalam perusahaan. Menurut Nyonna (2012) serta Moh'd Rimbey & Perry (1995) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Jika manajemen memiliki seluruh atau sebagian saham perusahaan maka hal ini akan memengaruhi manajemen dalam menjalankan perusahaan. Keterlibatan manajer dalam kepemilikan manajerial sebuah perusahaan dapat menyebabkan manajemen akan lebih termotivasi dan berhati-hati dalam mengambil kebijakan karena mempunyai kepentingan dan rasa memiliki dalam perusahaan. Melalui kebijakan ini manajemen diharapkan menghasilkan kinerja yang baik serta mengarahkan dividen pada tingkat yang rendah karena dengan penetapan dividen rendah perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga memiliki sumber dana internal relatif tinggi untuk membiayai investasi di masa mendatang (Nuringsih 2005). Penelitian ini sejalan dengan penelitian Dewi (2008) dan Purnama Sari (2016). Berdasarkan uraian diatas maka dapat dirumuskan hipotesis pertama adalah:

H₁ : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada kebijakan dividen.

Kepemilikan institusional adalah proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi pada akhir tahun yang diukur dalam prosentase (Listyani 2003). Tingkat saham institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistic manager*,

yaitu manager melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya (Scott, 2000).

Penelitian Crutchley *et al.* (1999) didukung oleh Putri & Nasir (2006) menyebutkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Investor institusional sebagai pemegang saham mayoritas lebih menyukai perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali laba daripada membagikannya dalam bentuk dividen apabila laba yang diinvestasikan kembali tersebut dapat menghasilkan return yang lebih tinggi daripada return rata-rata yang dapat dihasilkan investor dari investasi lain dengan risiko yang sebanding. Berdasarkan uraian di atas maka dapat dirumuskan hipotesis kedua adalah:

H₂ : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif pada kebijakan dividen.

Menurut Nyonna (2012) serta Moh'd Rimbey & Perry (1995) menyatakan bahwa keterlibatan manajer dalam kepemilikan manajerial sebuah perusahaan dapat menyebabkan manajemen akan lebih termotivasi dan berhati-hati dalam mengambil kebijakan karena mempunyai kepentingan dan rasa memiliki dalam perusahaan. Melalui kebijakan ini manajemen diharapkan menghasilkan kinerja yang baik serta mengarahkan dividen pada tingkat yang rendah karena dengan penetapan dividen rendah perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga memiliki sumber dana internal relatif tinggi untuk membiayai investasi di masa mendatang (Nuringsih 2005).

Jensen (1986) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai kas yang tersisa setelah perusahaan menyelesaikan seluruh investasi yang menghasilkan *net present value* positif. Jensen (1986) mengemukakan bahwa *free cash flow* yang

dimiliki perusahaan sebaiknya dibagikan sebagai dividen atau digunakan untuk membayar hutang agar dapat menghindari kemungkinan para manajer melakukan investasi yang menghasilkan *net present value* yang negatif.

Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi akan menyebabkan dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak terlalu rendah karena *free cash flow* merupakan dana berlebih di perusahaan yang seharusnya didistribusikan kepada para pemegang saham (Rosdini, 2009). Oleh karena itu, perusahaan akan membagikan *free cash flow* dalam bentuk dividen terutama ketika perusahaan memiliki *free cash flow* yang relatif tinggi. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis penelitian yang diajukan adalah:

H₃ : *Free Cash Flow* memperlemah pengaruh negatif kepemilikan manajerial pada kebijakan dividen.

Crutchley *et al.* (1999) didukung oleh Putri & Nasir (2006) menyebutkan bahwa investor institusional sebagai pemegang saham mayoritas lebih menyukai perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali laba daripada membagikannya dalam bentuk dividen apabila laba yang diinvestasikan kembali tersebut dapat menghasilkan return yang lebih tinggi daripada return rata rata yang dapat dihasilkan investor dari investasi lain dengan risiko yang sebanding.

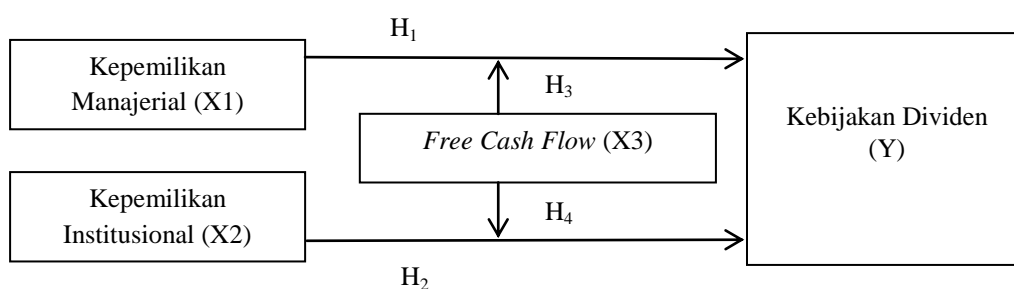
Perusahaan yang memiliki *free cash flow* dalam jumlah yang memadai akan lebih baik dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen untuk menghindari *agency problem*, hal ini dimaksudkan agar *free cash flow* yang ada tidak digunakan untuk proyek-proyek yang tidak menguntungkan (*wisted on unprofitable*). Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi akan menyebabkan dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak terlalu

rendah karena *free cash flow* merupakan *cash flow* yang dihasilkan dari operasi bisnis yang sedang berjalan dan tersedia untuk didistribusikan kembali kepada pemegang saham tanpa mempengaruhi tingkat pertumbuhan perusahaan saat ini (Brown, 1996). Berdasarkan uraian diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis keempat adalah:

H₄ : *Free Cash Flow* memperl lemah pengaruh negatif kepemilikan institusional pada kebijakan dividen.

METODE PENELITIAN

Desain penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif asosiatif tipe kasualitas.



Gambar 1. Desain Penelitian

Sumber: Penelitian terdahulu

Peneliti melakukan penelitian pada seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di BEI pada tahun 2011 sampai dengan 2015 dengan berfokus pada kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan kebijakan dividen sebagai objek penelitian. Data diambil dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) yang dapat diakses melalui www.idx.co.id.

Variabel yang dipilih dalam penelitian ini meliputi dua variabel bebas, yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional, satu variabel terikat,

yaitu kebijakan dividen, dan satu variabel moderasi, yaitu *free cash flow*. Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Proporsi kepemilikan manajerial diukur dengan persentase saham yang dimiliki oleh manajemen dan dirumuskan sebagai berikut (Wahidahwati, 2002):

$$\text{Proporsi } \textit{Managerial Ownership} = \frac{\text{jumlah saham pihak manajemen}}{\text{total saham beredar}} \times 100\% \dots (1)$$

Kepemilikan Institusional adalah proporsi kepemilikan saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang diukur dalam persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional dalam suatu perusahaan. Proporsi kepemilikan institusional dirumuskan dengan sebagai berikut (Masdupi 2005):

$$\text{Proporsi } \textit{Institutional Ownership} = \frac{\text{jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{total saham beredar}} \times 100\% \dots (2)$$

Variabel pemoderasi dalam penelitian ini adalah *free cash flow*. Keiso dkk (2007:219) menyebutkan bahwa arus kas bebas (*free cash flow*) merupakan jumlah arus kas diskresioner perusahaan untuk membeli investasi tambahan, melunasi utang, membeli saham treasury, atau hanya untuk menambah likuiditas perusahaan. Rumus yang digunakan dalam mengukur *free cash flow* sebagaimana merujuk kepada Keiso dkk (2007:219) adalah:

$$\textit{Free Cash Flow} = \text{Kas bersih yang disediakan oleh aktivitas operasi} - (\text{Pengeluaran Modal} + \text{Dividen}) \dots (3)$$

$$\text{Proporsi } \textit{Free Cash Flow} = \frac{\textit{Free Cash Flow}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\% \dots (4)$$

Kebijakan dividen sebagai keputusan tentang seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen daripada laba yang akan ditahan untuk kemudian diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Proksi Kebijakan Dividen

yang digunakan oleh peneliti adalah *Dividend Payout Ratio* (DPR) dengan perhitungan (Van Horne, James C & Wachowicz, John M., 2007: 270):

$$\text{Proporsi Dividend Payout Ratio (DPR)} = \frac{\text{dividend per share}}{\text{earnings per share}} \times 100\% \dots\dots\dots (5)$$

Populasi yang dipilih untuk penelitian ini adalah seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk tahun 2011 sampai dengan 2015. Sampel penelitian ini diambil berdasarkan metode *non probability sampling* dengan metode *purposive sampling*.

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode observasi *nonpartisipan*. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis Uji MRA (*Moderated Regression Analysis*). Model persamaan regresi dalam penelitian ini adalah:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_1 X_3 + \beta_5 X_2 X_3 + e \dots\dots\dots (6)$$

- Keterangan:
- Y = Kebijakan Dividen
 - α = Konstanta
 - β = Koefisien regresi dari masing-masing variable independen
 - X₁ = Kepemilikan Manajerial
 - X₂ = Kepemilikan Institusional
 - X₃ = *Free Cash Flow*
 - X₁ X₃ = interaksi antara kepemilikan manajerial dengan *Free Cash Flow*
 - X₂ X₃ = interaksi antara kepemilikan institusional dengan *Free Cash Flow*
 - e = standad error, yaitu tingkat kesalahan penduga dalam penelitian

HASIL DAN PEMBAHASAN

Lokasi penelitian ini dilakukan di seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011 sampai dengan 2015 dengan

memperoleh data melalui alamat website BEI (www.idx.co.id). Kriteria pemilihan sampel penelitian ini disajikan pada Tabel 1 berikut.

Tabel 1.
Proses dan Hasil Seleksi Sampel berdasarkan Kriteria

No.	Keterangan	Jumlah
	Populasi seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2015	522
1.	Perusahaan yang tidak terdaftar secara berturut-turut di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2011 sampai tahun 2015.	(130)
2.	Perusahaan yang terdaftar tersebut belum mempublikasikan laporan keuangan yang berakhir pada tanggal 31 Desember.	(159)
3.	Perusahaan yang terdaftar tersebut tidak membagikan dividen berturut-turut selama tahun 2011-2015.	(194)
4.	Perusahaan yang terdaftar tidak memberikan informasi yang jelas tentang adanya pemisahan kepemilikan saham oleh manajemen dan kepemilikan saham oleh institusi.	(20)
5.	Perusahaan yang terdaftar tidak memiliki data keuangan yang lengkap untuk menghitung variabel dalam penelitian ini.	(0)
Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria		19
Jumlah observasian yang memenuhi kriteria		95
Jumlah data outlier		(45)
Jumlah observasian setelah data outlier		50

Sumber: www.idx.co.id, data diolah, 2016

Hasil statistik deskriptif penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 2 berikut.

Tabel 2.
Hasil Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DPR	50	0,14080	0,66890	0,399340	0,1396339
MOWN	50	0,00003	0,44877	0,053926	0,1195116
IOWN	50	0,11032	0,80081	0,515412	0,1932377
FCF	50	-0,49128	0,11372	-0,031450	0,0908305
Valid N (listwise)	50				

Sumber: data diolah, 2016

Dividend Payout Ratio (DPR) merupakan proksi dari variabel kebijakan dividen yang menunjukkan seberapa besar dividen yang dibagikan dari jumlah laba bersih yang diperoleh perusahaan. Berdasarkan hasil uji statistik deskriptif, diperoleh nilai minimum DPR sebesar 0.14080 dengan nilai maksimum sebesar 0,66890. Sedangkan nilai rata-rata DPR sebesar 0.399340 menunjukkan bahwa

rata-rata dividen yang dibagikan oleh perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini sebesar 39.93 persen dari jumlah laba bersih yang diperoleh perusahaan.

Managerial Ownership (MOWN) merupakan proksi dari variabel kepemilikan manajerial yang menunjukkan seberapa besar persentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Berdasarkan hasil uji statistik deskriptif, diperoleh nilai minimum MOWN sebesar 0.00003 dengan nilai maksimum sebesar 0.44877. Sedangkan nilai rata-rata MOWN sebesar 0.053926 menunjukkan bahwa rata-rata kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan yang menjadi sampel penelitian ini sebesar 5.39 persen dari total kepemilikan saham secara keseluruhan.

Institutional Ownership (IOWN) merupakan proksi dari variabel kepemilikan institusional yang menunjukkan seberapa besar persentase kepemilikan saham oleh pihak investor institusional. Berdasarkan hasil uji statistik deskriptif, diperoleh nilai minimum IOWN sebesar 0.11032 dengan nilai maksimum sebesar 0.80081. Sedangkan nilai rata-rata IOWN sebesar 0.515412 menunjukkan bahwa rata-rata kepemilikan saham oleh pihak institusi yang menjadi sampel penelitian ini sebesar 51.54 persen dari total kepemilikan saham secara keseluruhan.

Free Cash Flow (FCF) merupakan proksi dari variabel *free cash flow* yang menunjukkan rasio antara arus kas bebas perusahaan terhadap jumlah aset. Berdasarkan hasil uji statistik deskriptif, diperoleh nilai minimum FCF sebesar -

0.49128 dengan nilai maksimum sebesar 0.11372. Sedangkan nilai rata-rata sebesar -0.031450 menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan sampel dalam penelitian ini memiliki arus kas bebas negatif sebesar 3.14 persen dari jumlah aktiva yang dimiliki perusahaan.

Sebelum melakukan analisis regresi, terlebih dahulu dilakukan Uji asumsi klasik dengan tujuan untuk mengetahui apakah model regresi yang digunakan bebas dari asumsi-asumsi *Best, Linear, Unbias, dan Error* (BLUE).

Tabel 3.
Hasil Uji Normalitas 50 Observasian

	Unstandardized Residual
N	50
Kolmogorov-Smirnov Z	0,066
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,200

Sumber: data diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 3 dapat disimpulkan bahwa model regresi yang digunakan dalam penelitian ini memiliki data yang berdistribusi normal. Hal ini dapat dilihat dari nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* yaitu 0,2 yang lebih besar dari 0,05.

Tabel 4.
Hasil Uji Multikolinearitas

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	MOWN	0,185	5,410
	IOWN	0,824	1,214
	FCF	0,680	1,470
	MOWN_FCF	0,180	5,552
	IOWN_FCF	0,698	1,432

Sumber: data diolah, 2016

Berdasarkan uji multikolinearitas diperoleh nilai *tolerance* lebih dari 10 persen atau 0,10 dan VIF kurang dari 10 maka hasil tersebut tidak menunjukkan adanya multikolinearitas.

Tabel 5.
Hasil Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0,511 ^a	0,261	0,177	0,1266997	1,794

Sumber: data diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 5 diperoleh nilai *Durbin-Watson* sebesar 1,794 Dalam penelitian ini jumlah obserasiannya sebanyak 50 dan terdapat 5 variabel bebas, sehingga berasarkan tabel *Durbin-Watson* diperoleh nilai d_U sebesar 1,78 dan nilai $4-d_U$ sebesar 2,22. Nilai *Durbin-Watson* sebesar 1,794 lebih besar dari nilai d_U dan lebih kecil dari nilai $4-d_U$ sehingga model regresi yang digunakan dalam penelitian tidak mengandung gejala autokorelasi sehingga lolos uji autokorelasi.

Tabel 6.
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Variabel	Sig.	Keterangan
MOWN	0,438	Bebas heteroskedastisitas
IOWN	0,292	Bebas heteroskedastisitas
FCF	0,125	Bebas heteroskedastisitas
MOWN_FCF	0,099	Bebas heteroskedastisitas
IOWN_FCF	0,172	Bebas heteroskedastisitas

Sumber: data diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 6 tingkat signifikansi kelima variabel lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05 (5 persen) yang berarti bahwa model regresi yang dianalisis tidak mengandung gejala heteroskedastisitas. Oleh karena model regresi yang dirumuskan sudah lolos semua uji asumsi klasik, maka analisis regresi dapat dilanjutkan.

Untuk mengetahui apakah model regresi moderasi dalam penelitian ini layak digunakan maka perlu dilakukan uji analisis regresi linear berganda dengan *Moderated Regression Analysis (MRA)* dengan melihat nilai signifikansinya.

Tabel 7.
Hasil Uji Kelayakan Model (Uji F)

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	0,249	5	0,050	3,103	0,017 ^b
	Residual	0,706	44	0,016		
	Total	0,955	49			

Sumber: data diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 7 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi yang diperoleh adalah sebesar 0,017. Nilai 0,017 lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05 (5 persen) yang memiliki arti bahwa model regresi yang dibuat layak untuk digunakan.

Tabel 8.
Hasil Uji Parsial (Uji t) dan Moderated Regression Analysis

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	0,847	0,144		5,878	0,000
	MOWN	-1,115	0,304	-0,954	-3,668	0,001
	IOWN	-0,681	0,233	-0,942	-2,919	0,006
	FCF	3,980	1,449	2,589	2,747	0,009
	MOWN_FCF	-8,934	3,162	-1,598	-2,825	0,007
	IOWN_FCF	-5,573	2,437	-1,332	-2,286	0,027

Sumber: data diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 8, maka hasil uji t dapat diartikan sebagai berikut. Variabel kepemilikan manajerial (X_1) yang diproksikan dengan *managerial ownership* (MOWN) memiliki t hitung sebesar -3,668 dengan nilai signifikansi 0,001. Nilai signifikansi sebesar 0,001 lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05, yang memiliki arti bahwa kepemilikan manajerial (X_1) secara parsial berpengaruh signifikan pada kebijakan dividen (Y).

Variabel kepemilikan institusional (X_2) yang diproksikan dengan *institutional ownership* (IOWN) memiliki t hitung sebesar -2,919 dengan nilai signifikansi 0,006. Nilai signifikansi sebesar 0,006 lebih kecil dari tingkat

signifikansi 0,05, yang memiliki arti bahwa kepemilikan institusional (X_2) secara parsial berpengaruh signifikan pada kebijakan dividen (Y).

Variabel interaksi kepemilikan manajerial dengan *free cash flow* (MOWN_FCF) memiliki t hitung sebesar -2,825 dengan nilai signifikansi 0,007. Nilai signifikansi sebesar 0,007 lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05, yang memiliki arti bahwa *free cash flow* (X_3) mampu memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial (X_1) pada kebijakan dividen (Y).

Variabel interaksi kepemilikan institusional dengan *free cash flow* (IOWN_FCF) memiliki t hitung sebesar -2,286 dengan nilai signifikansi 0,027. Nilai signifikansi sebesar 0,027 lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05, yang memiliki arti bahwa *free cash flow* (X_3) mampu memoderasi pengaruh kepemilikan institusional (X_2) pada kebijakan dividen (Y).

Tabel 9.
Hasil Analisis Koefisien Determinasi (R^2)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0,511 ^a	0,261	0,177	0,1266997

Sumber: data diolah, 2016

Berdasarkan Tabel 9 diperoleh nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,261 atau 26,1 persen yang dilihat dari nilai *R Square*. Nilai sebesar 26,1 persen menunjukkan bahwa kebijakan dividen (Y) yang diprosikan dengan *dividend payout ratio* (DPR) dapat dijelaskan oleh variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, interaksi kepemilikan manajerial dengan *free cash flow*, dan interaksi kepemilikan institusional dengan *free cash flow* sebesar 26.1 persen, sedangkan sisanya 73,9 persen dijelaskan oleh faktor lainnya di luar persamaan regresi.

Berdasarkan Tabel 8, maka diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 0.847 - 1.115X_1 - 0.681X_2 + 3.980X_3 - 8.934X_1 X_3 - 5.573X_2 X_3 + \epsilon_1$$

Persamaan regresi di atas memiliki makna sebagai berikut. Nilai konstanta (α_1) sebesar 0,847 memiliki arti jika semua variabel independen konstan, maka variabel dependen yaitu kebijakan dividen (Y) yang diproksikan dengan *dividend payout ratio* meningkat sebesar 0,847.

Nilai koefisien regresi (β_1) dari kepemilikan manajerial (X_1) sebesar (-1,115) memiliki arti jika nilai kepemilikan manajerial yang diproksikan dengan *managerial ownership* meningkat sebesar 1 satuan, maka kebijakan dividen (Y) yang diproksikan dengan *dividend payout ratio* menurun sebesar 1,115 satuan, dengan asumsi variabel independen lainnya konstan. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan pada kebijakan dividen, sehingga H_1 diterima. Arah koefisien regresi yang negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi nilai *managerial ownership* (MOWN) maka kebijakan dividen yang diproksikan dengan *dividend payout ratio* (DPR) akan menurun. Menurut Nuringasih (2005), keterlibatan manajer dalam kepemilikan manajerial sebuah perusahaan dapat menyebabkan manajemen lebih termotivasi dan berhati-hati dalam mengambil kebijakan karena mempunyai kepentingan dan rasa memiliki dalam perusahaan. Melalui kebijakan ini manajemen akan menghasilkan kinerja yang baik serta mengarahkan dividen pada tingkat yang rendah karena dengan penetapan dividen rendah perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga memiliki sumber dana internal relatif tinggi untuk membiayai investasi di masa mendatang.

Nilai koefisien regresi (β_2) dari kepemilikan institusional (X_2) sebesar (-0,681) memiliki arti jika nilai kepemilikan institusional yang diproksikan dengan *institutional ownership* meningkat sebesar 1 satuan, maka kebijakan dividen (Y) yang diproksikan dengan *dividend payout ratio* menurun sebesar 0,681 satuan, dengan asumsi variabel independen lainnya konstan. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan pada kebijakan dividen, sehingga H_2 diterima. Arah koefisien regresi yang negatif menunjukkan bahwa semakin tinggi nilai *institutional ownership* ($IOWN$), maka kebijakan dividen yang diproksikan dengan *dividend payout ratio* (DPR) akan menurun.

Pengaruh negatif antara kepemilikan institusional dengan kebijakan dividen menandakan bahwa investor institusional sebagai pemegang saham mayoritas lebih menyukai perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali laba daripada membagikannya dalam bentuk dividen untuk mengembangkan perusahaan, karena laba yang diinvestasikan kembali tersebut dapat menghasilkan return yang lebih tinggi daripada return rata-rata yang dapat dihasilkan investor dari investasi lain dengan risiko yang sebanding.

Nilai koefisien regresi interaksi (β_4) dari kepemilikan manajerial dan *free cash flow* (X_1X_3) sebesar (-8,934) memiliki arti bahwa interaksi kepemilikan manajerial dengan *free cash flow* memperlemah pengaruh kepemilikan manajerial pada kebijakan dividen, sehingga ketika nilai interaksi meningkat sebesar 1 satuan, maka kebijakan dividen (Y) yang diproksikan dengan *dividend payout ratio* meningkat sebesar 8.934 dengan asumsi variabel independen lainnya

konstan. Hal ini menunjukkan bahwa *free cash flow* mampu memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial pada kebijakan dividen dengan arah negatif signifikan yang berarti H_3 dalam penelitian ini diterima. Arah negatif tersebut menunjukkan bahwa *free cash flow* memperlemah pengaruh kepemilikan manajerial pada kebijakan dividen.

Keterlibatan manajer dalam kepemilikan manajerial sebuah perusahaan dapat menyebabkan manajemen lebih termotivasi dan berhati-hati dalam mengambil kebijakan karena mempunyai kepentingan dan rasa memiliki dalam perusahaan. Melalui kebijakan ini manajemen akan menghasilkan kinerja yang baik serta mengarahkan dividen pada tingkat yang rendah karena dengan penetapan dividen rendah perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga memiliki sumber dana internal relatif tinggi untuk membiayai investasi di masa mendatang. Kepemilikan manajerial pada perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi akan menyebabkan dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak terlalu rendah karena *free cash flow* merupakan dana berlebih di perusahaan yang seharusnya didistribusikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen (Rosdini, 2009). Hal ini dilakukan untuk mencegah pihak manajemen menggunakan *free cash flow* untuk hal-hal yang tidak sesuai dengan tujuan perusahaan dan cenderung merugikan para pemegang saham.

Nilai koefisien regresi interaksi (β_5) dari kebijakan dividen dan *free cash flow* (X_2X_3) sebesar (-5,573) memiliki arti bahwa interaksi kepemilikan institusional dengan *free cash flow* memperlemah pengaruh kepemilikan institusional pada kebijakan dividen, sehingga ketika nilai interaksi meningkat

sebesar 1 satuan, maka kebijakan dividen (Y) yang diproksikan dengan *dividend payout ratio* meningkat sebesar 5,573, dengan asumsi variabel independen lainnya konstan. Hal ini menunjukkan bahwa *free cash flow* mampu memoderasi pengaruh kepemilikan institusional pada kebijakan dividen dengan arah negatif signifikan, sehingga H_4 diterima. Arah negatif tersebut menunjukkan bahwa *free cash flow* memperlemah pengaruh kepemilikan institusional pada kebijakan dividen.

Investor institusional sebagai pemegang saham mayoritas lebih menyukai perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali laba daripada membagikannya dalam bentuk dividen untuk mengembangkan perusahaan, karena laba yang diinvestasikan kembali tersebut dapat menghasilkan return yang lebih tinggi daripada return rata-rata yang dapat dihasilkan investor dari investasi lain dengan risiko yang sebanding. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* dalam jumlah yang memadai akan lebih baik dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen untuk menghindari *agency problem*, hal ini dimaksudkan agar *free cash flow* yang ada tidak digunakan untuk proyek-proyek yang tidak menguntungkan (*wisted on unprofitable*). Oleh karena itu, kepemilikan institusional pada perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi akan menyebabkan dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak terlalu rendah karena *free cash flow* merupakan *cash flow* yang dihasilkan dari operasi bisnis yang sedang berjalan dan tersedia untuk didistribusikan kembali kepada pemegang saham tanpa memengaruhi tingkat pertumbuhan perusahaan saat ini (Brown, 1996).

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang dilakukan, maka dapat disimpulkan bahwa: 1) Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan pada kebijakan dividen. 2) Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif signifikan pada kebijakan dividen. 3) *Free cash flow* memperlemah pengaruh kepemilikan manajerial pada kebijakan dividen. 4) *Free cash flow* memperlemah pengaruh kepemilikan institusional pada kebijakan dividen.

Adapun saran-saran yang dapat diberikan dalam penelitian ini, yaitu:

1) Perusahaan hendaknya mampu mempertahankan dan meningkatkan kinerjanya sehingga mendapat loyalitas investor institusional serta menarik minat investor institusional lainnya. 2) Para investor dan calon investor harus bijak dalam memutuskan investasi di suatu perusahaan. investor maupun calon investor hendaknya mempertimbangkan posisi *free cash flow* perusahaan karena semakin besar jumlah *free cash flow*, semakin besar tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan. 3) Penelitian selanjutnya diharapkan tidak melakukan *outlier* data dalam jumlah yang besar sehingga memengaruhi sampel yang mencerminkan populasi dari penelitian.

REFERENSI

- A. Sakir, Muhammad Fadli. 2014. Influence of Managerial Ownership, Debt Policy, Profitability, Firm Size, and Free Cash Flow on Devidend Policy. *Jurnal Akuntansi. Delhi Business Review 15 (01) (January - June 2014)*.
- Agus, Sartono. 2008. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi Edisi Empat*. Yogyakarta: BPF.
- Anthony, Robert N dan Govindarajan, Vijay. (2005). *Sistem Pengendalian Manajemen*. (Alih Bahasa: Kurniawan Tjakrawala dan Krista). Jakarta: Salemba Empat.

- Arilaha, Muhammad Asril. 2009. Pengaruh *Free Cash Flow*, Profitabilitas, Likuiditas, dan Leverage terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Keuangandan Perbankan*. 13 (01).
- Brigham, E.F. dan Houston, J.F. (2011). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. (Alih Bahasa: Ali Akbar Yulianto). Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, Eugene F. dan Philip R Daves. 2004. *Intermediate Financial Management*. 8th Edition. Mason, Ohio: South-Western.
- Brown, Gordon T. (1996). Free Cash Flow Appraisal A Better Way ?. *The Appraisal Journal*.
- Bursa Efek Indonesia. Laporan Keuangan Tahunan Perusahaan Manufaktur Selama Tahun 2011-2015. www.idx.co.id. Diunduh tanggal 15 Juli 2016.
- Chandra Dewi & Putra. 2016. Free Cash Flow sebagai Pemoderasi Pengaruh Earnings Management dan Kebijakan Dividen pada Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*.
- Clifford W. Smith and Ross L. Watts. 1986. "The Investment Opportunity Set and Corporate Policy Choices". *Australian Journal of Management*.
- Crutchley, C.E., M.R.H. Jensen., J.S. Jahera. Jr., dan J.E. Raymond. 1999. Agency Problems and the Simultaneity Decision Making the Role of Institutional Ownership. *International Review of Financial Analysis*. 8 (02), h: 177-197.
- Darsono dan Ashari. 2005. *Pedoman Praktis Memahami Laporan Keuangan Edisi 1*. Yogyakarta: ANDI.
- Demsetz, H, and K Lehn. 1985. The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences. *Journal Political Economy* 9. h: 1155-1177.
- Desy Natalia. (2013). "Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI". *Skripsi*. Universitas Negeri Padang.
- Devi dan Erawati. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, *Leverage*, dan Ukuran Perusahaan pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *Jurnal*, diakses dari <http://ojs.unud.ac.id> pada tanggal 22 Mei 2016.
- Dewi, Sisca Christianty. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 10 (1), h: 47-58.
- Duc Hong Vo & Van Thanh-Yen Nguyen. 2012. Managerial Ownership, Leverage and Dividend Policies: Emperical Evidence from Vietnam's

- Listed Firms. *International Journal of Economics and Finance*. 6 (05). h: 274-284.
- Fauz, Achmad dan Rosidi. 2007. Pengaruh Aliran Kas Bebas, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang, dan *Collateral Asset* terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ekonomi dan Manajemen*. 8 (02).
- Gordon, Myron and John Lintner. 1956. Distribution of Income of Corporations Among Dividend, Retained Earning and Taxes. *The American Economic Review*, May.
- Gujarati, Damodar, 2003, *Ekonometri Dasar*. Terjemahan: Sumarno Zain, Jakarta: Erlangga.
- Harahap, Sofyan Syafri. 2013. *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan Edisi 11*. Jakarta: Rajawali Pers.
- Harrison Jr. W.T. *et al.* (2011). *Akuntansi Keuangan*. (Alih Bahasa: Gina Gania). Jakarta: Erlangga.
- Hermuningsih, Sri dan Dewi Kusuma Wardani. (2009). *Faktor-Faktor yang Memengaruhi Nilai Perusahaan pada Perusahaan yang Terdaftar Di Bursa Efek Malaysia dan Bursa Efek Indonesia*. *Jurnal Siasat Bisnis*. 13 (02), h: 173-183.
- Huda, Nusradan Abdullah, Mohammad Nayeem. 2013. Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy: *Empirical Evidence* from Chittagong Stock Exchange. Proceedings of 9th Asian Business Research Conference.
- Ikatan Akuntan Indonesia. (2009). *PSAK No 23 tentang Pendapatan*. Jakarta: Dewan Standar Akuntansi Indonesia.
- Imam Ghozali. (2009). *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Indriantoro, N. dan Supomo, B. (2002). *Metodologi Penelitian Bisnis*. Yogyakarta: BPFY-Yogyakarta.
- Ismiyanti, Fitri dan M.M. Hanafi. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi VI*, Surabaya, 16–17 Oktober, h: 260–277.
- Iwan Kurniawan. 2012. Variabel-Variabel yang Memengaruhi Kebijakan Pembayaran Dividen pada Perusahaan Industri Otomotif yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Fakultas Ekonomi*, Universitas Brawijaya.

- Jensen, M. & Meckling, W. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economic*, 3, h: 305-360.
- Jensen, Michael C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, And Takeovers. *American Economic Review*, 76 (2), h: 323-329
- Kieso Donald E., Jerry J, Terry D. Warfield, 2007. *Akuntansi Intermediate* Edisi Kedua belas. Jakarta: Erlangga.
- Listyani, Theresia Tyas. 2003. Kepemilikan Managerial, Kebijakan Hutang dan Pengaruhnya terhadap Kepemilikan Saham Institusional (Studi pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal MAKSI*, 3 (08), h: 99-155.
- Lucyanda dan Lilyana. 2012. Pengaruh *Free Cash Flow* dan Struktur Kepemilikan Terhadap *Dividend Payout Ratio*. *Jurnal*. Universitas Bakrie Jakarta.
- Lukas Setia Atmaja. 2008. *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Andi Offset.
- Marselina Widiastuti, Pranata P. Midiastuty, dan Eddy Suranta. (2013). Dividend Policy and Foreign Ownership. *Simposium Nasional Akuntansi XVI*, h: 3401-3423.
- Masdupi, Erni. 2005. Analisis Dampak Struktur Kepemilikan pada Kebijakan Hutang dalam Mengontrol Konflik Keagenan, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. *Jurnal*, diakses dari <http://journal.ugm.ac.id/> pada tanggal 22 April 2016.
- Megawati Oktorina. (2005). Memprediksi Tingkat Pengembalian Investasi pada Equity Securities Melalui Rasio Profitabilitas, Likuiditas, dan Hutang pada Perusahaan Publik di Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi VIII Solo*, h: 288-296.
- Moh'd, M.A., L.G.Perry., and J.N. Rimbey. 1998. *The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis*. *Financial Review* 33, h: 85-99.
- Myers, S.C., 1977. *Determinants of Corporate Borrowing*. *Journal of Financial Economics*. 5, h: 147-175.
- Nuringsih, Kartika. 2005. Analisis Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kebijakan Hutang, ROA dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, 2 (02), h:103-123.

- Nyonna, Dong Y. 2012. Simultaneous Determination of Insider Ownership and Leverage The Case of Small Bussinesses. *Economics & Business Journal*. (4) 1 h: 9-20
- Pearce II, J.A. dan Robinson, Jr., R.B. (2008). *Manajemen Strategis –Formulasi, Implementasi, dan Pengendalian*. (Alih Bahasa: Yanivi Bachtiar dan Christine). Jakarta: Salemba Empat.
- Purnama Sari, Budiasih. 2016. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow*, dan Profitabilitas pada Kebijakan Dividen. *Jurnal Akuntansi*. 15 (3).
- Putri, Imanda F. dan Mohammad Nasir. 2006. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi IX*, Padang, 23–26 Agustus, h:1–25.
- Ratih Fitria Sari. (2010). Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen. *Skripsi*. Universitas Sebelas Maret.
- Rosdini, D. (2009). Pengaruh Free Cash Flow terhadap Dividend Payout Ratio. *Working Paper in Accounting and Finance Universitas Padjajaran*.
- Ross, S. 1977. The Determinant of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *Bell Journal of Economics*. Spring. h: 23-40
- Schroeder, *et. al.* 2001. The Impact of Various Factors on the Personality, Job Satisfaction and Turn Over Intentions of Profesional Accountants. *Managerial Auditing Journal*. 16.
- Scott, W.R. 2000. *Financial Accounting Theory*. International Edition, New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Shleifer, Andrei dan Vishny, Robert N. (1986). “*The Journal of Political Economy*”, 94(3), h: 461-488.
- 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
- Soemarso S.R. (2005). *Akuntansi Suatu Pengantar Edisi 5*. Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Stice, E.K., Stice, J.D. dan Skousen, K.F. (2009). *Akuntansi Keuangan*. (Alih Bahasa: Ali Akbar). Jakarta: Salemba Empat.

- Stouraitis, Aristotelis., dan Wu, Lingling. 2004. The Impact of Ownership Structure on the Dividend Policy of Japanese Firms with Free Cash Flow Problem.
- Sudana, I Made. 2011. *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori & Praktik*. Jakarta: Erlangga.
- Sugiyono. 2013. *Metode Penelitian Bisnis Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Syakur, Ahmad Syafi'i. 2009. *Intermediate Accounting*. Jakarta: AV Publisher.
- Tandelilin, E & Wilberforce, T. 2002. Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict?. *Gadjah Mada International Journal of Business*. 4 (01), h: 3-43.
- Van Horne, James C dan Wachowicz, John M. (2007). *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan Edisi 12*. Jakarta: Salemba Empat.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Agency Theory. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 5 (01), h: 1-16
- Wiagustini, Ni Luh Putu. 2014. *Manajemen Keuangan*. Denpasar: Udayana University Press.
- Yulia Efni. 2011. Analisis Kebijakan Pendanaan, Kepemilikan Managerial, dan Aliran Kas Bebas Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Non Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). *Jurnal Fakultas Ekonomi Universitas Riau*, 19 (01).
- Yordying Thanatawee. 2013. Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand. *International Journal of Economics and Finance*; 5(01).