

PENGARUH PROFITABILITAS, KESEMPATAN INVESTASI, *FREE CASH FLOW*, DAN *DEBT POLICY* PADA KEBIJAKAN DIVIDEN PERUSAHAAN MANUFAKTUR

**Dessy Ulfa Wulandari¹
Ketut Alit Suardana²**

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail:dessyulfaw@gmail.com / telp: +6281238941627

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

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh profitabilitas, kesempatan investasi, *free cash flow*, dan *debt policy* pada kebijakan dividen. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2014. Jumlah sampel 21 perusahaan dalam 4 tahun pengamatan diperoleh 84 total pengamatan dengan teknik *purposive sampling*. Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda. Penelitian ini menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan pada kebijakan dividen. Kesempatan investasi berpengaruh negatif signifikan pada kebijakan dividen. *Free cash flow* berpengaruh positif signifikan pada kebijakan dividen. *Debt policy* berpengaruh negatif signifikan pada kebijakan dividen. Berdasarkan nilai R^2 diperoleh nilai 0,356 artinya besar pengaruh variabel independen pada kebijakan dividen dapat diterangkan oleh model persamaan ini sebesar 35,6%. Sedangkan sisanya sebesar 64,4% dipengaruhi oleh faktor lain.

Kata kunci: profitabilitas, kesempatan investasi, *free cash flow*, *debt policy*, dan kebijakan dividen.

ABSTRACT

The purpose is to find out which influence profitability, investment opportunities, free cash flow, and debt policy on dividend policy. The population is manufacturing companies were listed on the Indonesia stock exchange period 2011-2014. The number of sample 21 company in 4 years of observations obtained 84 total observations with purposive sampling technique. The analysis of the data used in this study is multiple linear regression analysis. The study found that significant negative effect on the profitability of the dividend policy. Investment opportunities significant negative effect on the dividend policy. Free cash flow significant positive effect on the dividend policy. Debt policy significant negative effect on the dividend policy. Based on the value of R^2 values obtained 0.356 meaning the great influence of the independent variable on the dividend policy can be explained by a model equation of 35.6%. The rest of 64.4% is affected by other factors.

Keywords : *profitability, investment opportunities, free cash flow, debt policy, and dividend policy.*

PENDAHULUAN

Era globalisasi yang semakin pesat serta adanya dorongan integrasi ekonomi yang diwujudkan melalui masyarakat ekonomi asia (MEA) ini meningkatkan gairah pengusaha-pengusaha baru untuk mendirikan perusahaan dan ikut bersaing dalam pasar global. Para pengusaha yang sudah lebih dulu juga termotivasi untuk membuat inovasi – inovasi baru serta meningkatkan kinerja perusahaannya agar mampu bertahan dan tetap eksis. Kebutuhan akan dana sangat menunjang terlaksananya inovasi tersebut. Pasar modal dapat membantu keuangan perusahaan dengan menjual sahamnya kepada pihak investor di pasar saham. Investor yang akan menanamkan sahamnya akan cenderung memilih perusahaan yang dapat bertumbuh dan menghasilkan keuntungan (*profit*) dengan baik tiap tahunnya yang nantinya akan berpengaruh pada pengembalian (*return*) yang akan diperoleh para investor sebagai pemegang saham. Optimalisasi kinerja manajemen keuangan merupakan faktor terpenting yang menentukan kelangsungan dan kesuksesan suatu perusahaan dalam mengelola finansial perusahaan. Perusahaan-perusahaan yang *going concern* sudah semestinya menerapkan fungsi stratejik perusahaan yang berhubungan dengan pengelolaan keuangan ini. Pengelolaan keuangan yaitu berhubungan dengan aset finansial perusahaan yang menitikberatkan pada tiga keputusan penting yaitu keputusan finansial, keputusan investasi, dan kebijakan dividen

Optimalisasi dalam pengelolaan keputusan khususnya pada pengelolaan kebijakan dividen pada perusahaan sangat penting karena kebijakan dividen menjadi perhatian utama para investor, kreditor maupun pihak eksternal lainnya.

Dividen adalah pembagian laba yang diperoleh perusahaan kepada para pemegang saham yang sebanding dengan jumlah saham yang dimiliki (Marietta,2013). Dividen ditentukan berdasarkan rapat umum pemegang saham (RUPS) dan jenis pembayarannya tergantung pada kebijakan dividen perusahaan. Kebijakan dividen merupakan keputusan keuangan yang dilakukan oleh perusahaan untuk menentukan seberapa besar uang yang akan dibagikan sebagai imbal hasil dari hak atas sahamnya berupa dividen (Sari dan Budiasih,2016).

Investor dan pihak manajemen seringkali memiliki kepentingan yang berbeda. Pihak manajemen cenderung mengutamakan kepentingan pribadinya, dimana hal tersebut tidak disukai oleh pihak investor (Idawati dan Sudiarta, 2014). Perbedaan kepentingan tersebut seringkali menimbulkan konflik, yang disebut dengan konflik keagenan. Konflik keagenan dapat ditanggulangi salah satunya adalah dengan kebijakan dividen. Investor sebagai pemilik saham dalam perusahaan sangat mengharapkan kesejahteraan dari perusahaan dengan pembagian dividen yang stabil atau bahkan meningkat disetiap tahunnya. Basis teori yang peneliti gunakan dalam penelitian ini adalah teori agensi (*agency theory*). Teori tersebut menekankan pada kebijakan manajemen yang berkaitan dengan kemakmuran pihak manajemen dan kemakmuran pihak investor sebagai pemilik perusahaan. Aplikasi teori agensi semakin nyata dan jelas dalam kajian tentang perusahaan yang telah memanfaatkan sumber dana melalui pasar modal.

Isu-isu mengenai kebijakan dividen merupakan hal yang sangat penting dalam dunia bisnis. Beberapa penelitian di dalam negeri maupun luar negeri dapat membuktikan adanya beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen

dengan berbagai teori-teori yang mendasarinya. Penelitian di Nigeria pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di *Nigerian Stock Exchange* membuktikan secara empiris adanya pengaruh beberapa pengukuran kinerja keuangan pada kebijakan dividen perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Hakeem dan Abdu (2016) tersebut menggunakan pengukuran kinerja keuangan yaitu ROA, ROE, EVA, Tobins'Q dan Likuiditas sebagai mediator. Salah satu alasan di balik kebijakan keputusan dividen pemerintah Nigeria adalah untuk memastikan bahwa dana yang tersedia untuk investasi terus menerus dalam aset, sehingga perusahaan akan terus beroperasi pada prinsip kelangsungan (*going concern*).

Profitabilitas adalah salah satu pengukuran kinerja perusahaan yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu (Yudiana dan Yadnyana, 2016). Penurunan profitabilitas akan berdampak pada *performance* perusahaan di pasar saham. Hal tersebut dikonfirmasi oleh pernyataan Hakeem dan Abdu (2016) dalam penelitiannya yaitu "*firm performance can be measured by the earnings generated by the company in terms of profitability*". Perusahaan yang memiliki profitabilitas yang cenderung menurun di setiap tahunnya akan berpengaruh pada pengurangan pembagian dividen kepada para investor, karena dividen tersebut sebagian dialokasikan sebagai laba ditahan.

Kesempatan investasi pada suatu perusahaan juga dapat memengaruhi kebijakan dividen. Investasi adalah salah satu indikator terpenting bagi perusahaan untuk meningkatkan nilai bagi perusahaan. *Investment opportunity set* (IOS) merupakan komponen-komponen dari nilai perusahaan dan merupakan

hasil dari pilihan-pilihan untuk membuat keputusan investasi dimasa yang akan datang (Natalia,2013). Pengaruh kesempatan investasi terhadap kebijakan pembagian dividen tersebut dapat terlihat dari penggunaan sumber pendanaan untuk investasinya. Investasi dapat didanai melalui *internal equity* dan *external equity*. Dividen akan berpengaruh apabila investasi cenderung didanai oleh *internal equity* perusahaan. Apabila *internal equity* kurang dari dana yang diperlukan kegiatan investasi hal itu dapat dipenuhi dengan *external equity* terutama dari saham (Kurniadi, 2010). *Investment opportunity set* (IOS) diperkenalkan oleh Myers (1977) dalam kaitannya untuk mencapai tujuan perusahaan. Penelitian oleh Mulyono (2009), memperoleh hasil yang negatif pengaruh antara variabel kesempatan investasi yang diproksikan dengan Ln IOS dan kebijakan dividen yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR).

Pengaruh variabel *free cash flow* mempunyai arah positif terhadap *Dividend Payout Ratio* (Sari dan Budiasih,2016). Hal ini memiliki makna bahwa *free cash flow* yang semakin tinggi menyebabkan *dividend payout ratio* meningkat dan begitu juga sebaliknya (Rosdini, 2009). *Free cash flow* atau aliran kas bebas diartikan sebagai adanya dana berlebih, yang seharusnya didistribusikan kepada para pemegang saham, dan keputusan tersebut dipengaruhi oleh kebijakan manajemen (Arieska dan Barbara,2011). Teori *residual dividend policy* menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki kelebihan kas atas laba yang dimilikinya akan membagikannya kepada para pemegang saham berupa dividen. Hal tersebut mengartikan bahwa tingkat *free cash flow* perusahaan yang besar maka dividen yang dibayarkan juga besar. Aliran kas bebas membuat perbedaan

kepentingan antara *principal* dan *agent* dimana *principal* menginginkan *return* atas hasil investasinya sedangkan *agent* menginginkan perusahaan menahan labanya demi ekspansi perusahaan (Victory,2015).

Variabel terakhir yang akan diteliti pada penelitian ini adalah *debt policy*. *Debt policy* atau kebijakan utang merupakan kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui hutang (Sari,2010). Perusahaan yang memiliki keterbatasan laba ditahan akan memanfaatkan hutang sebagai sumber pendanaannya, namun penggunaan hutang yang terlalu besar dapat menyebabkan *financial distress* atau kebangkrutan. Pengalokasian laba perusahaan ke dalam laba di tahan menjadi langkah perusahaan untuk menghindari utang yang tinggi. Penelitian oleh Dewi (2008) mengemukakan dalam penelitiannya adanya pengaruh negatif antara kebijakan utang terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa tingginya tingkat penggunaan utang maka perusahaan akan cenderung membayar dividen rendah dan para investor akan merelakan dividennya untuk membiayai investasi perusahaan.

Penelitian ini merupakan modifikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Sari dan Budiasih (2016) yang meneliti pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan profitabilitas pada kebijakan dividen. Penelitian ini menggunakan data yang lebih *update* dan variabel yang lebih baru serta telah disesuaikan dengan keadaan sebenarnya pada perusahaan-perusahaan khususnya di Indonesia. Penelitian ini menggunakan beberapa variabel yang dapat memengaruhi kebijakan dividen dalam perusahaan seperti yang telah dijabarkan sebelumnya. Variabel – variabel yang dikaji dalam

penelitian ini adalah kesempatan investasi, profitabilitas, *free cash flow*, dan *debt policy*. Mengingat pentingnya suatu kebijakan dividen pada perusahaan maka penelitian ini dilakukan khususnya pada perusahaan manufaktur.

Perusahaan manufaktur dipilih sebagai populasi dalam penelitian ini karena perusahaan manufaktur merupakan perusahaan yang memiliki banyak sektor yang paling diminati investor serta memiliki proses produksi yang cukup kompleks. Perusahaan manufaktur dalam rangka membiayai operasi perusahaan dan melakukan inovasi maupun ekspansi membutuhkan sumber dana jangka panjang yang diperoleh salah satunya dengan investasi saham oleh para investor. Sejalan dengan itu Makina and Wale (2016) dalam penelitiannya menyebutkan “*we selected manufacturing firms because of the relatively smooth investment schedules of these firms compared to other sectors such as the construction or services sectors.*”

Tabel 1.
Data Payout Ratio Perusahaan Manufaktur Periode 2011-2014

Nama Perusahaan	Payout Ratio (%)			
	2011	2012	2013	2014
Semen Indonesia (Persero) Tbk.	50.00	45.00	45.00	40.00
Berlina Tbk.	28.36	29.12	0.00	22.68
Indocement Tungal Prakarsa Tbk.	29.99	34.80	66.13	94.29
Astra Agro Lestari Tbk.	65.14	44.75	58.98	60.36
Duta Pertiwi Nusantara Tbk.	0.00	24.10	11.44	0.00
Gudang Garam Tbk.	39.31	38.35	35.56	28.67
Argha Karya Prima Industry Tbk.	0.00	0.00	66.70	15.67

Sumber : www.idx.co.id(2016)

Tabel 1 menunjukkan bahwa nilai *dividen payout ratio* pada beberapa sektor perusahaan manufaktur mengalami trend yang fluktuatif dan beberapa sektor lainnya mengalami peningkatan, penurunan bahkan tidak membagikan dividen.

Nilai *payout ratio* (%) pada perusahaan Indocement Tunggal Prakarsa Tbk. cenderung mengalami peningkatan tiap tahunnya diiringi dengan peningkatan *profit for the period* pada tahun yang sama. Perusahaan Gudang Garam Tbk. pada tahun amatan mengalami penurunan *payout* dividen dan perusahaan Argha Karya Prima Industry Tbk. dua tahun berturut-turut pada tahun amatan tidak membagikan dividen. Fenomena tersebut mengindikasikan adanya beberapa faktor yang dapat memengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan yang diprosikan dengan DPR.

Banyak penelitian terdahulu yang telah dilakukan untuk mengkaji faktor-faktor yang dapat memengaruhi kebijakan dividen. Penelitian oleh Mawarni dan Ratnadi (2014) mengkaji dengan tiga variabel terkait kebijakan dividen yaitu kesempatan investasi, *leverage*, dan likuiditas. Idawati dan Sudiarta (2014) dalam penelitiannya mengkaji tiga variabel terkait kebijakan dividen yaitu profitabilitas, likuiditas, dan ukuran perusahaan. Penelitian yang dilakukan Idawati dan Sudiarta (2014) memperoleh hasil bahwa profitabilitas berpengaruh signifikan dengan arah yang positif terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan latar belakang tersebut, dapat disimpulkan rumusan masalah dari penelitian ini adalah: apakah profitabilitas berpengaruh positif pada kebijakan dividen; apakah kesempatan investasi berpengaruh negatif pada kebijakan dividen; apakah *free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan dividen; serta apakah *debt policy* berpengaruh negatif pada kebijakan dividen.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris pengaruh positif profitabilitas pada kebijakan dividen, pengaruh negatif kesempatan

investasi pada kebijakan dividen, pengaruh positif *free cash flow* pada kebijakan dividen, serta pengaruh negatif *debt policy* pada kebijakan dividen. Adapun kegunaan teoritisnya adalah penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan pengetahuan mengenai pengaruh profitabilitas, kesempatan investasi, *free cash flow*, dan *debt policy* pada kebijakan dividen dalam praktik yang dihubungkan dengan pengetahuan teoritis serta dapat memberikan pemikiran dan bahan pertimbangan dalam penentuan kebijakan dividen serta referensi yang berguna bagi peneliti selanjutnya. Kegunaan praktisnya adalah penelitian ini dapat membantu memberikan masukan kepada investor untuk dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan keputusan investasi serta dapat bermanfaat bagi pihak manajemen perusahaan yang dapat digunakan sebagai masukan atau dasar untuk membuat kebijakan dividen perusahaan khususnya perusahaan pada sektor manufaktur.

Landasan teori yang digunakan yaitu teori keagenan (*agency theory*), *pecking order theory*, teori *signaling hypothesis*, dan teori-teori kebijakan dividen. Teori keagenan mendeskripsikan kontrak hubungan kerja antara pemegang saham (prinsipal) dengan pihak manajemen (agen) dalam suatu perusahaan. Perbedaan kepentingan dapat terjadi antara para pemegang saham dan pihak manajemen yang sering disebut sebagai *agency problem* yang salah satunya disebabkan oleh adanya *asymmetric information*. Prinsipal seharusnya memperoleh informasi yang disajikan secara lengkap agar dapat mengukur keberhasilan yang diperoleh perusahaan, namun ternyata informasi tersebut tidak secara lengkap disajikan oleh agen. *Pecking order theory* menjelaskan tentang hierarki penggunaan sumber

dana yang sering digunakan atau paling disukai oleh perusahaan. Teori *signaling hypothesis* mengungkapkan adanya fenomena dimana para investor lebih menyukai dividen daripada *capital gain*. Berdasarkan teori ini seorang manajer yang mempunyai informasi yang lebih mendalam menggunakan dividen untuk menginformasikan kualitas *earning* kepada investor (Faramita,2011). Teori-teori kebijakan dividen yaitu *dividend irrelevance theory*, *bird in the hand theory*, *tax preference theory*, *information content or signaling hypothesis*, dan *clientele effect*. Teori-teori lainnya yang digunakan dalam penelitian ini adalah teori mengenai definisi profitabilitas, kesempatan investasi, *free cash flow*, dan *debt policy* serta proksi-proksi yang dimiliki variabel terkait tersebut.

Natalia (2013) menyatakan bahwa profitabilitas memberikan informasi tentang kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba atau keuntungan yang dijadikan sebagai determinan utama pertimbangan untuk membagikan dividen. Dividen dapat memberikan sinyal-sinyal tertentu, terutama prospek perusahaan dan gambaran perusahaan itu sendiri sesuai dengan teori *signaling hypothesis*. Penelitian oleh Marpaung dan Bram (2009), menyatakan secara parsial variabel profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Khalid dan Mobeen (2015) dalam penelitiannya menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi dalam hal pengembalian aset yang memiliki *dividend payout* yang berarti bahwa perusahaan membayar dividen sesuai dengan pendapatan mereka. Berdasarkan teori dan dukungan hasil penelitian tersebut, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, yaitu:

H₁: Profitabilitas berpengaruh positif pada kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2014.

Yudiana dan Yadnyana (2016) menyatakan secara parsial *investment opportunity set* berpengaruh negatif pada kebijakan dividen pada kondisi perusahaan dengan kesempatan investasi tinggi akan cenderung memberikan dividen rendah. Hal tersebut dikarenakan perusahaan memiliki anggapan bahwa dana yang tersedia akan lebih baik untuk diinvestasikan dan ditahan sebagai laba ditahan. Sejalan dengan *pecking order theory* yang menyatakan kecenderungan perusahaan dalam menggunakan sumber dana internal dibandingkan sumber dana eksternal. Sumber dana internal yang mayoritas berasal dari laba ditahan akan memengaruhi kebijakan pembayaran dividen apabila perusahaan mendapatkan kesempatan investasi yang menguntungkan. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Mulyono (2009) dan Natalia (2013). Berdasarkan teori dan dukungan dari hasil penelitian tersebut, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, yaitu:

H₂: Kesempatan investasi berpengaruh negatif pada kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2014.

Gregory dan Wang (2010) dalam penelitiannya menemukan bahwa perusahaan yang mampu menghasilkan *free cash flow* yang tinggi akan dapat memberikan return kepada para pemegang saham yang baik pula dibandingkan perusahaan yang menghasilkan *free cash flow* yang rendah tiap tahunnya. Hal tersebut dibuktikan dalam penelitian yang dilakukan oleh Sari dan Budiasih (2016) yang menyatakan bahwa semakin tinggi *free cash flow* maka dividen yang dibagikan semakin besar. Hal tersebut dikarenakan perusahaan dengan kas menganggur maka kas tersebut akan dibagikan sebagai dividen sesuai RUPS.

Hasil temuan tersebut sejalan dengan *residual dividend policy* yang menyatakan bahwa perusahaan akan membayar dividen apabila ada kelebihan kas perusahaan. Berdasarkan teori dan dukungan dari hasil penelitian tersebut, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, yaitu:

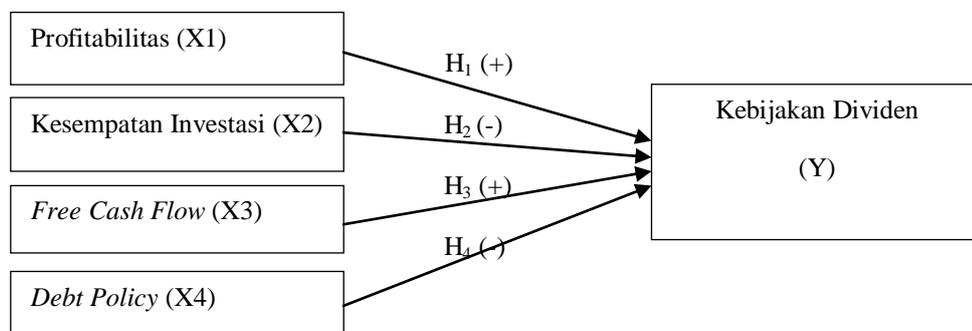
H₃: *Free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2014.

Nuringsih (2005) menyatakan secara parsial adanya pengaruh yang negatif variabel kebijakan utang dengan kebijakan dividen. Semakin tinggi kebijakan utang maka semakin rendah kebijakan pembagian dividen perusahaan. Hasil temuan tersebut didukung oleh penelitian selanjutnya yang dilakukan Dewi (2008) serta Widyasmoro dan Linda (2012) yang menemukan hasil yang sama. *Balancing model of agency cost* menyatakan bahwa kebijakan utang memengaruhi kebijakan dividen dengan hubungan yang negatif pada kondisi perusahaan yang memiliki utang tinggi berusaha untuk mengurangi *agency cost debt*-nya dengan mengurangi tingkat utangnya, sehingga pembiayaan investasi perusahaan cenderung menggunakan aliran kas internal perusahaan. Kecenderungan perusahaan dalam menggunakan pendanaan dari aliran kas internal dijelaskan dalam *pecking order theory*. Berdasarkan teori dan dukungan dari hasil penelitian tersebut, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, yaitu:

H₄: *Debt policy* berpengaruh negatif pada kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2014.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan yang bersifat kuantitatif dengan desain penelitian yang berbentuk asosiatif dengan hubungan kausal. Variabel dependen yang diteliti dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen (Y) dan variabel independen yang diteliti dalam penelitian ini adalah profitabilitas (X_1), kesempatan investasi (X_2), *free cash flow* (X_3), dan *debt policy* (X_4). Desain penelitian ini adalah sebagai berikut:



Gambar 1. Desain Penelitian

Sumber : Data Diolah,2017

Lokasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2011-2014 yang diakses resmi di situs Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id). Objek yang digunakan dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2011-2014.

Kebijakan dividen didefinisikan sebagai suatu keputusan untuk menentukan besarnya bagian laba yang akan dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham sebagai imbal hasil atau *return* atas saham yang diinvestasikannya. Kebijakan dividen diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR) yang dirumuskan sebagai berikut (Wiagustini,2010:81).

$$\text{Dividend Payout Ratio (DPR)} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}} \times 100 \dots \dots \dots (1)$$

Profitabilitas didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu. Proksi untuk profitabilitas dalam penelitian ini menggunakan ROA. *Return on asset* (ROA) merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak selama satu tahun berjalan dengan total aktiva yang dimiliki pada akhir tahun (Marpaung dan Bram,2009). $ROA =$

$$\frac{\text{EAT}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\% \dots \dots \dots (2)$$

Kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS) didefinisikan sebagai komponen nilai perusahaan yang besar pengeluarannya ditetapkan oleh pihak manajemen pada masa mendatang dan pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan menghasilkan return yang lebih besar. Proksi untuk kesempatan investasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah proksi yang berbasis investasi yaitu *capital expenditure to book value asset* (CAPBVA). Rumus CAPBVA adalah (Haryetti dan Ekayanti,2012).

$$\text{CAP/BVA} = \frac{[\text{Nilai buku aktiva tetap}_t - \text{Nilai buku aktiva tetap}_{t-1}]}{\text{Total aset}} \dots \dots \dots (3)$$

Free cash flow didefinisikan sebagai dana yang berlebih atau kas yang menganggur yang seharusnya dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen, namun keputusan tersebut dipengaruhi kembali oleh kebijakan manajemen perusahaan. *Free cash flow* (FCF) dihitung dengan rumus berikut ini (Rosdini,2009).

$$\text{FCF} = \text{Cash flow from operation} - (\text{net capital expenditure} + \text{change working capital})$$

$$FCF\text{Prosentase} = \frac{FCF}{\text{Total Aktiva}} \times 100\% \dots \dots \dots (4)$$

Kebijakan utang (*debt policy*) didefinisikan sebagai suatu keputusan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui utang baik utang jangka panjang maupun jangka pendek. Kebijakan utang (*debt policy*) diproksikan dengan *debt asset ratio* (DAR).

$$Debt\ Asset\ Ratio\ (DAR) = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}} \times 100\% \dots \dots \dots (5)$$

Seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2011-2014 merupakan populasi dalam penelitian ini. Teknik pengambilan sampel dengan menggunakan metode *purposive sampling* bertujuan untuk mendapatkan sampel yang *representative* sesuai dengan kriteria yang ditentukan (Sari,2010). Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih sampel yaitu perusahaan tidak mengalami *delisting* selama periode pengamatan yaitu tahun 2011-2014, perusahaan manufaktur yang membagikan dividen berturut-turut selama periode tahun 2011-2014, dan perusahaan manufaktur yang menggunakan satuan rupiah pada laporan keuangan yang diterbitkan.

Metode observasi nonpartisipan merupakan teknik pengumpulan data dengan cara observasi atau pengamatan dimana peneliti tidak terlibat langsung, tetapi hanya sebagai pengamat independen (Sugiyono,2014:405). Data yang dimaksud adalah laporan tahunan perusahaan dan laporan keuangan yang diperoleh dari BEI melalui website www.idx.co.id dan data yang diperoleh dengan mempelajari uraian dari buku-buku, karya ilmiah berupa skripsi dan jurnal-jurnal akuntansi dan bisnis.

Analisis data dalam penelitian ini yaitu dengan statistik deskriptif dan uji asumsi klasik yang dilakukan sebagai prasyarat untuk melakukan pengujian hipotesis. Uji asumsi klasik yang harus dilakukan adalah uji normalitas data, uji autokorelasi, uji multikolinieritas, dan uji heteroskedastisitas. Hipotesis dalam penelitian ini di uji dengan menggunakan metode regresi linier berganda (*multiple linier regression method*) untuk menguji signifikansi pengaruh antara satu variabel terikat (dependen) dengan lebih dari satu variabel bebas (independen) dalam suatu model regresi. Adanya pengaruh dan keterkaitan antar variabel diuji akan digunakan aplikasi pemrosesan data *statistical package for social sciences 17.0* (SPSS).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Populasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2011 sampai dengan 2014 berjumlah 142 perusahaan. Perusahaan manufaktur tersebut terdiri dari beberapa sektor yaitu sektor industri dasar dan kimia berjumlah 65 perusahaan, sektor aneka industri berjumlah 39 perusahaan, dan sektor industri barang konsumsi berjumlah 38 perusahaan. Seluruh populasi tersebut akan diseleksi kembali sesuai dengan kriteria *purposive sampling* yang telah ditetapkan sebelumnya. Hasil analisis sampel dengan menggunakan *purposive sampling* dapat dilihat dalam Tabel 2 berikut.

Tabel 2.
Seleksi Sampel Penelitian

Kriteria	Jumlah
Populasi	142
Perusahaan manufaktur mengalami <i>delisting</i> selama periode pengamatan yaitu tahun 2011-2014.	(6)
Perusahaan manufaktur yang tidak membagikan dividen berturut-turut selama periode tahun 2011-2014.	(113)
Perusahaan manufaktur yang tidak menggunakan satuan rupiah pada laporan keuangan yang diterbitkan.	(2)
Jumlah Perusahaan Sampel	21
Tahun Pengamatan	*4
Total Sampel Selama Periode Penelitian	84

Sumber : www.idx.co.id(2016)

Tabel 3.
Hasil Analisis Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Profitabilitas	84	3,89	61,51	21,1563	13,13714
Kesempatan Investasi	84	-56,58	55,96	7,0080	14,80310
<i>Free Cash Flow</i>	84	-40,04	34,71	-6,8019	12,68489
<i>Debt Policy</i>	84	10,00	92,00	37,7583	16,00875
Kebijakan Dividen	84	0,08	99,96	41,8615	24,10692

Sumber : Data Diolah, 2017

Berdasarkan Tabel 3 dapat dilihat variabel kebijakan dividen dengan jumlah data N sebanyak 84 dan dengan periode waktu empat tahun yaitu 2011-2014 menunjukkan rata-rata nilai DPR sebesar 41,8615 persen dengan nilai minimum sebesar 0,08 persen pada Merck Tbk. dan nilai maksimum sebesar 99,96 persen pada Unilever Indonesia Tbk. serta standar deviasi sebesar 24,10692 yang lebih

kecil dari nilai rata-rata DPR, hal ini menunjukkan bahwa tidak terjadi fluktuasi nilai DPR yang terlalu signifikan pada perusahaan selama periode penelitian.

Variabel profitabilitas dengan jumlah data N sebanyak 84 dan dengan periode waktu empat tahun yaitu 2011-2014 menunjukkan rata-rata nilai ROA sebesar 21,1563 persen dengan nilai minimum sebesar 3,89 persen pada Multi Bintang Indonesia Tbk. dan nilai maksimum sebesar 61,51 persen pada Kimia Farma (Persero) Tbk. serta standar deviasi sebesar 14,15098 yang lebih kecil dari nilai rata-rata ROA, hal ini menunjukkan bahwa tidak terjadi fluktuasi nilai ROA yang tidak terlalu signifikan pada perusahaan selama periode penelitian.

Variabel kesempatan investasi dengan jumlah data N sebanyak 84 dan dengan periode waktu empat tahun yaitu 2011-2014 menunjukkan rata-rata nilai CAPBVA sebesar 7,0080 persen dengan nilai minimum sebesar -56,58 persen pada Holcim Indonesia Tbk. dan nilai maksimum sebesar 55,96 persen pada Multi Bintang Indonesia Tbk. serta standar deviasi sebesar 14,80310 yang lebih besar dari nilai rata-rata CAPBVA, hal ini menunjukkan bahwa terjadi fluktuasi nilai CAPBVA pada perusahaan selama periode penelitian.

Variabel *free cash flow* dengan jumlah data N sebanyak 84 dan dengan periode waktu empat tahun yaitu 2011-2014 menunjukkan rata-rata nilai FCF sebesar -6,8019 persen dengan nilai minimum sebesar -40,04 persen pada Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk. dan nilai maksimum sebesar 34,71 persen pada Merck Tbk. serta standar deviasi sebesar 12,68489 yang lebih besar dari nilai rata-rata FCF, hal ini menunjukkan bahwa terjadi fluktuasi nilai FCF pada perusahaan selama periode penelitian.

Variabel *debt policy* dengan jumlah data N sebanyak 84 dan dengan periode waktu empat tahun yaitu 2011-2014 menunjukkan rata-rata nilai DAR sebesar 37,7583 persen dengan nilai minimum sebesar 10,00 persen pada Indocement Tunggal Prakarsa Tbk. dan nilai maksimum sebesar 92,00 persen pada Ekadharma International Tbk. serta standar deviasi sebesar 16,00875 yang lebih kecil dari nilai rata-rata DAR, hal ini menunjukkan bahwa tidak terjadi fluktuasi nilai DAR yang terlalu signifikan pada perusahaan selama periode penelitian.

Tabel 4.
Hasil Uji Normalitas

	Profitabilitas	Kesempatan Investasi	<i>Free Cash Flow</i>	<i>Debt Policy</i>	Kebijakan Dividen	Unstandardized Residual
N	84	84	84	84	84	84
Kolmogorov-Smirnov Z	1,332	1,324	1,067	0,679	1,004	0,707
Asymp.Sig.(2-tailed)	0,058	0,060	0,205	0,746	0,265	0,700

Sumber: Data Diolah, 2017

Berdasarkan Tabel 4 dapat dilihat hasil uji normalitas menunjukkan nilai *Asymp.Sig* pada setiap variabel yang diteliti lebih besar dari 0,05 maka variabel-variabel tersebut berdistribusi normal. Nilai *Asymp.Sig* pada *unstandardized residual* yaitu $0,700 > 0,05$ maka nilai residual berdistribusi normal. Hal ini menunjukkan hasil uji normalitas semua data pada model regresi berdistribusi secara normal dan layak digunakan untuk analisis lebih lanjut.

Tabel 5.
Hasil Uji Autokorelasi

	Unstandardized Residual
Test Value ^a	-0,65809
Cases < Test Value	42
Cases >= Test Value	42
Total Cases	84
Number of Runs	36
Z	-1,537
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,124

a. Median

Sumber :Data Diolah,2017

Berdasarkan Tabel 5 dapat dilihat hasil uji autokorelasi dengan *runs test* menunjukkan nilai test adalah -0,65809 dengan probabilitas 0,124 yang berarti diatas tingkat signifikansi 0,05 ($0,124 > 0,05$) maka dapat disimpulkan bahwa penelitian ini tidak terjadi autokorelasi antar nilai residual.

Tabel 6.
Hasil Pengujian Multikolinearitas

Model	Collinearity Statistics		Keputusan
	Tolerance	VIF	
1. (Constant)			
Profitabilitas	0,830	1,204	Tidak ada Multikolinearitas
Kesempatan	0,874	1,144	Tidak ada Multikolinearitas
<i>Free Cash Flow</i>	0,834	1,199	Tidak ada Multikolinearitas
<i>Debt Policy</i>	0,793	1,261	Tidak ada Multikolinearitas

Sumber: Data Diolah,2017

Berdasarkan Tabel 6 dapat dilihat hasil uji multikolinieritas menunjukkan bahwa semua variabel bebas (independen) memiliki nilai *tolerance* yang lebih besar dari 0,10 dan VIF yang kurang dari 10 yang berarti tidak adanya korelasi antar variabel bebas (independen) dan semua variabel bebas (independen) tersebut layak digunakan sebagai prediktor.

Tabel 7.
Hasil Pengujian Heteroskedastisitas

Model	Sig.	Keterangan
Profitabilitas	0,167	Tidak terjadi Heteroskedastisitas
Kesempatan Investasi	0,283	Tidak terjadi Heteroskedastisitas
<i>Free Cash Flow</i>	0,218	Tidak terjadi Heteroskedastisitas
<i>Debt Policy</i>	0,810	Tidak terjadi Heteroskedastisitas

Sumber: Data Diolah, 2017

Berdasarkan Tabel 7 dapat dilihat hasil uji heteroskedastisitas dengan metode *Glejser* menunjukkan bahwa nilai signifikansi untuk masing-masing variabel bebas terhadap *absolute residual* lebih besar dari $\alpha = 0,05$ maka tidak terjadi gejala heteroskedastisitas pada model regresi dalam penelitian ini.

Tabel 8.
Ringkasan Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		T	Sig.
	B	Std. Error	Beta			
1 (Constant)	69,466	5,950			11,676	0,000
Profitabilitas	-0,416	0,177	- 0,227		- 2,345	0,022
Kesempatan Investasi	- 0,361	0,153	- 0,221		- 2,350	0,021
<i>Free Cash Flow</i>	0,451	0,183	0,237		2,458	0,016
<i>Debt Policy</i>	- 0,350	0,149	- 0,232		- 2,350	0,021
R			0,622 ^a			
R Square			0,387			
Adjusted R Square			0,356			
F			12,473			
Signifikansi F			0,000 ^a			

Sumber: Data Diolah, 2017

Berdasarkan hasil analisis regresi linier berganda pada Tabel 8 maka persamaan regresi yang digunakan dalam penelitian ini dapat ditulis sebagai berikut.

$$Y = 69,466 - 0,416X_1 - 0,361X_2 + 0,451X_3 - 0,350X_4 + e$$

Hasil tersebut menunjukkan nilai *Adjusted DR Square* sebesar 0,356 yang berarti bahwa 35,6% variasi kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend*

payout ratio (DPR) dapat dijelaskan oleh ketiga variabel independen yang terdiri dari profitabilitas, kesempatan investasi, *free cash flow*, dan *debt policy* sedangkan sisanya sebesar 64,4% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian. Nilai F sebesar $12,473 > df(4:79) = 2,53$ dengan probabilitas sebesar $0,000 < \alpha = 0,05$ yang berarti bahwa variabel bebas dalam penelitian ini berpengaruh dan dapat menjelaskan variabel terikatnya secara simultan dengan tingkat signifikansi 5 persen.

Pengaruh variabel-variabel yang diteliti pada kebijakan dividen berdasarkan hasil perhitungan regresi linier berganda dirangkum pada Tabel 8. Hasil menunjukkan pengaruh profitabilitas pada kebijakan dividen dengan besarnya tingkat signifikansi yaitu sebesar $0,022 < \alpha = 0,05$ dengan $t_{hitung} = -2,345$, maka H_0 diterima dan H_1 ditolak. Hipotesis pertama ditolak karena hasil tersebut menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh dengan arah yang negatif terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel profitabilitas berpengaruh negatif signifikan pada kebijakan dividen perusahaan. Profitabilitas yang semakin besar mendorong pihak manajemen perusahaan untuk menyimpannya sebagai laba ditahan atau membentuk sumber dana internal yang akan digunakan untuk ekspansi maupun investasi perusahaan dimasa yang akan datang. Hal tersebut menyebabkan *return* (pengembalian) berupa dividen yang diperoleh pemegang saham akan tidak sesuai dengan peningkatan profitabilitas yang diperoleh perusahaan yaitu, kecenderungan *payout* dividen akan semakin rendah. Profitabilitas yang semakin besar mendorong pihak manajemen perusahaan untuk menyimpannya sebagai laba ditahan atau membentuk sumber

dana internal yang akan digunakan untuk ekspansi maupun investasi perusahaan dimasa yang akan datang. Hal tersebut menyebabkan *return* (pengembalian) berupa dividen yang diperoleh pemegang saham akan tidak sesuai dengan peningkatan profitabilitas yang diperoleh perusahaan yaitu, kecenderungan *payout* dividen akan semakin rendah. Profitabilitas yang semakin besar mendorong pihak manajemen perusahaan untuk menyimpannya sebagai laba ditahan atau membentuk sumber dana internal yang akan digunakan untuk ekspansi maupun investasi perusahaan dimasa yang akan datang. Hal tersebut menyebabkan *return* (pengembalian) berupa dividen yang diperoleh pemegang saham akan tidak sesuai dengan peningkatan profitabilitas yang diperoleh perusahaan yaitu, kecenderungan *payout* dividen akan semakin rendah. Hasil penelitian ini didukung penelitian yang dilakukan oleh Nuringsih (2005), Dewi (2008) serta Sari dan Budiasih (2016).

Pengaruh kesempatan investasi pada kebijakan dividen pada Tabel 8 menunjukkan besarnya tingkat signifikansi yaitu sebesar $0,021 < \alpha = 0,05$ dengan $t_{hitung} = -2,350$, maka H_0 ditolak dan H_2 diterima. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel kesempatan investasi berpengaruh negatif signifikan pada kebijakan dividen perusahaan. Investasi yang tinggi oleh perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki tingkat pertumbuhan yang baik. Hal tersebut dapat menjadi sinyal kepada para investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan sehingga perilaku perusahaan yang *profitable* cenderung mengambil kesempatan investasi yang ada. Keputusan perusahaan tersebut berdampak pada tingkat pembayaran dividen yang diperoleh oleh para pemegang saham. Para

pemegang saham akan merelakan laba yang seharusnya dibagikan sebagai dividen untuk membiayai investasi perusahaan sehingga laba yang diperoleh para pemegang saham cenderung rendah. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Mulyono (2009) serta Yudiana dan Yadnyana (2016).

Pengaruh *free cash flow* pada kebijakan dividen pada Tabel 8 menunjukkan besarnya tingkat signifikansi yaitu sebesar $0,016 < \alpha=0,05$ dengan $t_{hitung} = 2,458$, maka H_0 ditolak dan H_3 diterima. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* berpengaruh positif signifikan pada kebijakan dividen perusahaan. *Free cash flow* yang dapat dimiliki tiap tahunnya oleh perusahaan dapat menjadi sinyal kepada para investor karena investor beranggapan kas bebas yang tinggi pada suatu perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kemampuan dalam bertumbuh, membayar hutang, dan memberikan *return* berupa dividen. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi menghasilkan *return* yang lebih baik daripada perusahaan dengan *free cash flow* yang rendah (Gregory dan Wang,2010). Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Sari dan Budiasih (2016) serta Suartawan dan Yasa (2016).

Pengaruh *debt policy* pada kebijakan dividen pada Tabel 8 menunjukkan besarnya tingkat signifikansi yaitu sebesar $0,021 < \alpha=0,05$ dengan $t_{hitung} = -2,350$, maka H_0 ditolak dan H_4 diterima. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel *debt policy* berpengaruh negatif signifikan pada kebijakan dividen perusahaan. Perusahaan akan membagikan dividen rendah untuk mengantisipasi penggunaan hutang yang tinggi dan memperhatikan kepentingan kreditur serta pemegang saham. Pengurangan dividen karena penggunaan hutang dikarenakan perusahaan

menggunakan sumber dana internal perusahaan sebagai cadangan pelunasan hutang. *Pecking order theory* mencerminkan kecenderungan perusahaan dalam menggunakan sumber dana internal yang diperoleh dari keuntungan perusahaan. Hasil penelitian tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan Dewi (2008) serta Widyasmoro dan Linda (2012).

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil uji statistik dan pembahasan yang diuraikan pada bab sebelumnya kesimpulan yang diperoleh adalah profitabilitas secara signifikan berpengaruh negatif pada kebijakan dividen. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan, maka kebijakan dividen akan semakin rendah karena perusahaan menginginkan peningkatan laba yang dimiliki perusahaan dialokasikan sebagai laba ditahan guna melakukan ekspansi perusahaan maupun investasi. Kesempatan investasi berpengaruh negatif signifikan pada kebijakan dividen. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi kesempatan investasi perusahaan, maka kebijakan dividen akan semakin rendah karena perusahaan menahan sebagian bahkan seluruh laba yang dimiliki untuk membiayai proyek investasi yang lebih menguntungkan.

Free cash flow berpengaruh positif signifikan pada kebijakan dividen. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi *free cash flow* yang dimiliki perusahaan, maka kebijakan dividen akan semakin tinggi pula karena perusahaan mempertahankan sinyal baik yang diberikan para investor dengan memberikan *return* berupa dividen. *Debt Policy* berpengaruh negatif signifikan pada kebijakan dividen. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi *debt policy* perusahaan,

maka kebijakan dividen akan semakin rendah karena sumber dana internal perusahaan yang diperoleh dari keuntungan perusahaan digunakan sebagai cadangan pelunasan hutang perusahaan.

Saran yang dapat diajukan berdasarkan pada hasil penelitian adalah bagi pihak investor dan manajemen perusahaan disarankan untuk lebih memperhatikan tingkat profitabilitas perusahaan, kesempatan investasi yang mampu diambil perusahaan, dan *free cash flow* yang dapat diperoleh perusahaan tiap tahunnya dan untuk penelitian selanjutnya diharapkan dapat mengembangkan variabel-variabel lain yang memengaruhi kebijakan dividen karena berdasarkan *Adjusted R²* 0,356 dimana hanya 35,6 persen variabel bebas dalam penelitian ini dapat menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel terikat.

REFERENSI

- Arieska, Metha, dan Barbara Gunawan.2011.Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Pemegang Saham dengan Set Kesempatan Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*.Vol.13(1),hal:13-23.
- Basheer,Muhammad F.2014.Impact of Corporate Governance on Corporate Cash Holdings:An Empirical Study of Firm on Manufacturing Industry og Pakistan.*International Journal of Innovation and Applied Studies*.Vol.7(4),pp:1371-1383.
- Dewi, Sisca C. 2008. Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*.Vol. 10, No. 1, hal: 47-58.
- Emamalizadeh,Mokhtar, Mousa Ahmadi, dan Jaffar Pouyamanesh.2012.Impact og Financial Leverage on Dividend Policy at Tehran Stock Exchange: A Case Study of Food Industry.*African Journal of Business Management*.Vol.7(34).

- Faramita, Desy.2011. Analisis Pengaruh Asimetri Informasi terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2002-2009.*Disertasi*.Universitas Diponegoro.
- Gregory, A. dan Yuan-Hsin Wang.2010.Cash Acquirers: Free Cash Flow, Shareholder Monitoring, and Shareholder Returns.*Discussion Paper* No: 10/07,University of Exeter,UK.
- Hakeem, Sa'adu Abdul dan Abdu Ja'afaru Bambale.2016.Mediating Effect of Liquidity on Firm Performance and Dividend Payout of Listed of Manufacturing Companies in Nigeria.*Journal of Economic Development, Management, IT, Finance and Marketing*.Vol. 8,pg:15-35.
- Haryetti dan Ririn A. Ekayanti.2012.Pengaruh Profitabilitas, Invesment Opportunity Set dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan LQ-45 yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Ekonomi*.Vol. 20(03).
- Idawati, I.A.A dan Gede Merta Sudiarta.2014.Pengaruh Profitabilitas,Likuiditas,Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur di BEI.*E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*.Vol.3(6).
- Jozam, Mohammad B. dan Hossein Shafii.2015.The Role of Financial Reporting Quality on the Relation between Reducing the Limitations of Dividend and Investment Decisions.*European Online Journal of Natural and Social Sciences*.
- Kallapur,Sanjay dan Mark A. Trombley.2001.The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth.*Journal of Business & Accounting*,26 April/May,505519.
- Khalid, Sania, dan Mobeen Ur Rehman.2015.Determinations of Factors Effecting the Dividend Policy of Organizations.*International Journal of Information, Business and Management*.Vol. 7,No. 3.
- Khapoor, Sujata,Anil M.,dan Kanwal A.2010.Dividend Policy Determinants of Indian Services Sector:A Factorial Analysis.*Journal Jaypee Business School University of JIIT*.Vol.14(1),pp:24-41.
- Kumar, D.N.S dan Vidya Chandrasekar.2014.Financial Management Analysis of Dividend Policy Pursued by Selected Indian Manufacturing Companies.*Journal of Financial Management and Analysis*.Vol.27(1),Pg:20-32.

- Kurniadi, Rendhi.2010.Analisis Faktor-faktor yang Memengaruhi Dividend Payout Ratio pada 31 Perusahaan yang Listed di BEJ dan Membagikan Dividend Periode 2003-2005.
- Kuzucu,Narman.2015.A Survey of Managerial Perspective on Corporate Dividend Policy: Evidence from Turkish Listed Firms.*International Journal of Research in Business and Social Science (IJRBS)*.Vol.4,No.2.
- Makina, D. dan Letenah E.W.2016.The Souch of Investment Cash Flow Sensitivity in Manufacturing Firms:Is it Asymmetric Information or Agency Costs?.*Departement of Finance,Risk Management and Banking,University of South Africa*.3,pg:388-399.
- Marietta,Unzu.2013.Analisis Pengaruh Cash Ratio, Return On Assets, Growth, Firm Size, Debt to Equity Ratio Terhadap Dividend Payout Ratio(Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2011).*Skripsi*.Semarang:Universitas Diponegoro.
- Marpaung, E. I., dan Bram Hadianto. 2011. Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen: Studi Empirik pada Emiten Pembentuk Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi*.1(1), p-70.
- Mawarni, L. F. I., dan N.M.D. Ratnadi. 2014. Pengaruh Kesempatan Investasi, Leverage, dan Likuiditas pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*.Vol.9(1), hal:200-208.
- Mulyono, Budi.2009. Pengaruh Debt To Equity Ratio, Insider Ownership, Size dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Pada Industri Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2005-2007). *Disertasi*. Universitas Diponegoro.
- Myers, S.C.1977.Capital of Corporate Borrowing.*Journal of Financial Economics* .(5),147-175.
- Natalia, Desy. 2013. Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Akuntansi*.Vol.1(1).
- Nuringsih, Kartika.2005. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*.Vol. 2(2),hal: 103-123.

- Rosdini, D. 2009. Pengaruh Free Cash Flow terhadap Dividend Payout Ratio. *Department of accounting*. Universitas Padjajaran. Bandung. Vol 3(2), hal: 14-26.
- Sari, N.K.A.P., dan I.G.A.N. Budiasih. 2016. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow*, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. Vol.15(3), hal: 2439-2466.
- Shao, L., Chuck CY Kwok, dan Omrane Guedhami. 2010. National Culture and Dividend Policy. *Journal of International Business Studies*. Vol.41, pp: 1391-1414.
- Suartawan, I.G.N.P.A, dan Gerianta Wirawan Y. 2016. Pengaruh Investment Opportunity Set dan Free Cash Flow pada Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. Vol.14(3), hal: 2014-2044.
- Sugiyono. 2014. *Metode Penelitian Bisnis (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D)*. Bandung. ALFABETA.
- Thanatawee, Y. 2011. Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence Policy in Thailand. *International Journal of Financial Research*. Vol 2, No. 2; July 2011.
- Victory, Evelyn. 2015. Pengaruh Investment Opportunity Set, Leverage, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen dengan Aliran Kas Bebas sebagai Variabel Moderating pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2012. *Skripsi Sarjana pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana*, Denpasar.
- Wiagustini, Ni Luh Putu. 2010. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Denpasar. Udayana University Press.
- Yazdanfar, D. dan Peter Ohman. 2015. Debt Financing and Firm Performance: An Empirical Study Based on Swedish Data. *Journal of Risk Finance*. Vol.16(1), pp: 1526-5943.
- Yudiana, I.G. Yoga dan I Ketut Yadnyana. 2016. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, Investment Opportunity Set dan Profitabilitas pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. Vol.15(1), hal: 111-141.