

Pengaruh Profitabilitas, *Investment Opportunity Set* dan *Free Cash Flow* Pada Kebijakan Dividen

Ngurah Putu Surya Pranajaya Utama¹
Gayatri²

¹Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali - Indonesia
email: suryapranajaya1@gmail.com / Telp: 083119887179

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

ABSTRAK

Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan mengenai pembagian laba perusahaan. Kebijakan dividen yang dikeluarkan oleh perusahaan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) menjadi faktor penting yang akan diperhatikan bagi para calon investor. Oleh karena itu, perusahaan harus memerhatikan faktor-faktor dalam menentukan keputusan mengenai kebijakan dividen. Keputusan dalam menentukan kebijakan dividen perlu menjadi perhatian bagi perusahaan guna mendapat hasil yang optimal. Penelitian ini bertujuan untuk mendapatkan bukti empiris mengenai pengaruh profitabilitas, *investment opportunity set*, dan *free cash flow* pada kebijakan dividen. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar Bursa Efek Indonesia tahun 2012-2016. Metode penentuan sampel yang digunakan adalah menggunakan *purposive sampling*. Teknik Analisis data yang digunakan yaitu regresi linear berganda. Berdasarkan hasil penelitian, diketahui bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan *return on asset* (ROA) berpengaruh positif pada kebijakan dividen. Sedangkan, *investment opportunity set* dan *free cash flow* tidak berpengaruh pada kebijakan dividen.

Kata Kunci: Kebijakan dividen, profitabilitas, *investment opportunity set*, dan *free cash flow*

ABSTRACT

The dividend policy is a decision on corporate profit sharing. The dividend policy issued by company through the General Meeting of Shareholders (AGM) becomes an important factor to be considered for potential investors. Therefore, the company must pay attention to the factors in determining the decision regarding the dividend policy. Dividend policy decisions need to be considered by the company to get an optimal results. This study aims to obtain empirical evidence on the effect of profitability, investment opportunity set, and free cash flow on dividend policy. This research was conducted at a manufacturing company listed on Indonesia Stock Exchange 2012-2016. The sampling method was purposive sampling. Data analysis technique was multiple linear regression. Based on the research, it's known that profitability is proxied by return on assets (ROA) has a positive effect on dividend policy. Meanwhile, investment opportunity set and free cash flow have no effect on dividend policy.

Keywords: Dividend policy, profitability, *investment opportunity set*, and *free cash flow*

PENDAHULUAN

Perkembangan aktivitas pasar modal di Indonesia dewasa ini meningkat pesat karena potensi yang dimilikinya. Peningkatan aktivitas pasar modal ditunjukkan dengan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) semakin bertambah jumlahnya. Tahun 2009, jumlah perusahaan yang tercatat di BEI sebanyak 400 perusahaan dan bertambah menjadi 539 perusahaan di tahun 2016. Perkembangan aktivitas pasar modal mengakibatkan semakin banyak pula transaksi saham yang terjadi di BEI. Tercatat rata-rata frekuensi transaksi perdagangan harian saham di tahun 2016 mencapai 264.127 kali transaksi, meningkat pesat jika dibandingkan dengan rata-rata frekuensi transaksi perdagangan harian saham di tahun 2009 yang hanya mencapai 80.040 kali transaksi. Pasar modal diharapkan mampu menjadi solusi sebagai wadah untuk menghimpun dan mendistribusikan dana selain dari sektor perbankan yang selama ini dilakukan. Pasar modal juga diharapkan mampu menjadi wadah bagi para investor untuk berinvestasi sesuai dengan preferensi risiko yang mereka inginkan (Rehman, 2014). Pertumbuhan perusahaan yang bergerak pada sektor manufaktur di Indonesia sangat berperan penting terhadap peningkatan ekonomi negara karena memiliki jumlah perusahaan paling banyak jika dibandingkan dengan sektor lainnya. Dari 539 perusahaan yang terdaftar di BEI, sebanyak 143 atau sekitar 27% merupakan perusahaan manufaktur. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang bergerak pada sektor manufaktur di pasar modal merupakan salah satu hal penting yang menjadi perhatian bagi para investor. Namun, beberapa tahun belakangan ini masih terjadi fluktuasi pada pembagian dividen

perusahaan manufaktur. Berikut ini merupakan data dividend payout ratio dari beberapa sektor perusahaan manufaktur di Indonesia.

Tabel 1.

Dividend Payout Ratio Perusahaan Manufaktur Periode 2012-2016

Nama Perusahaan	<i>Dividend Payout Ratio (%)</i>				
	2012	2013	2014	2015	2016
Indocement Tunggul Prakarsa Tbk.	34,80	66,13	94,29	35,07	88,36
Duta Pertiwi Nusantara Tbk.	24,10	11,44	0,00	15,11	0,00
Gudang Garam Tbk	38,35	35,56	28,67	77,73	74,93
Unilever Indonesia Tbk	99,96	99,93	44,67	99,88	44,77
Argha Karya Prima Industry Tbk.	0,00	66,70	15,62	22,13	0,00

Sumber: www.idx.co.id

Tabel 1. menunjukkan bahwa nilai *dividen payout ratio* pada beberapa perusahaan manufaktur mengalami trend yang fluktuatif, bahkan beberapa perusahaan tidak membagikan dividen. Fenomena tersebut menunjukkan bahwa ada beberapa faktor yang memengaruhi kebijakan dividen perusahaan manufaktur.

Kebijakan dividen merupakan kebijakan untuk menentukan besarnya pendapatan yang dibagikan pada pemegang saham dan bagian laba yang ditahan perusahaan (Haryetti dan Ekayanti, 2012). Perusahaan membayar dividen bertujuan untuk mengurangi masalah keagenan agar kepentingan para pemegang saham dapat terpenuhi dan mempertahankan reputasi perusahaan. Kebijakan dividen perusahaan harus dilakukan dengan efektif dan efisien agar bisa menjaga keseimbangan antara kelangsungan hidup perusahaan dan kepentingan investor

atau para pemegang saham.

Indikator utama dari kemampuan perusahaan membayar dividen yaitu kemampuan perusahaan memperoleh laba, sehingga profitabilitas dianggap sebagai faktor penentu terpenting terhadap kebijakan dividen (Marietta dan Sampurno, 2013). Bagi pemimpin perusahaan, profitabilitas bisa menjadi tolok ukur keberhasilan dari manajemen perusahaan. Sedangkan bagi para pemegang saham, profitabilitas mampu menjadi sinyal dan merupakan salah satu faktor yang menjadi pertimbangan dalam melakukan investasi pada perusahaan. 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).

Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba akan membuat manajemen cenderung melakukan investasi yang baru daripada melakukan pembayaran dividen bagi pemegang saham. *Investment Opportunity Set (IOS)* adalah set kesempatan investasi yang merupakan pilihan investasi di masa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aktiva dan ekuitas. Secara umum IOS merefleksikan mengenai potensi luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan namun hal ini juga sangat bergantung pada kebijakan pengeluaran yang dilakukan oleh perusahaan di masa yang akan datang. *Investment Opportunity Set (IOS)* merupakan kesempatan investasi masa depan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, yang pada saat ini merupakan pilihan-

pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar (Fidhayatin dan Dewi, 2012).

Faktor lain yang memengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan adalah *free cash flow* (Andini dan Wirawati, 2014). Pembayaran dividen sangat tergantung pada posisi arus kas yang ada. *Free cash flow* yang dimiliki perusahaan menunjukkan kas yang tersedia bagi investor (Aristantia dan Putra, 2015). Pembayaran dividen mengurangi *free cash flow* atau kas bebas yang tersedia bagi manajer untuk melakukan investasi. Perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi seharusnya membayar dividen yang tinggi pula. *Free cash flow* inilah yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. *Free cash flow* berarti dana berlebih yang seharusnya disalurkan kepada para pemegang saham, namun keputusan tersebut dipengaruhi oleh kebijakan yang dibuat manajemen (Arieska dan Barbara, 2011). Aliran kas bebas (*free cash flow*) adalah ketersediaan dana dalam jumlah yang melebihi kebutuhan untuk pendanaan investasi yang menguntungkan atau memiliki nilai *net present value* positif (Gregory dan Wang, 2010).

Berdasarkan latar belakang di atas dan penelitian-penelitian terdahulu, masih terjadi inkonsistensi pengaruh dari variabel-variabel independen terhadap variabel dependen. Oleh sebab itu, peneliti tertarik membuat penelitian mengenai pengaruh profitabilitas, *investment opportunity set*, dan *free cash flow* pada kebijakan dividen. Rumusan masalah yang dapat diajukan yaitu bagaimana pengaruh profitabilitas pada kebijakan dividen perusahaan?, bagaimana pengaruh *investment opportunity set* pada kebijakan dividen perusahaan?, serta bagaimana

pengaruh *free cash flow* pada kebijakan dividen perusahaan?.

Tujuan penelitian ini diharapkan dapat menambah referensi, informasi, dan wawasan serta memberikan pemahaman yang lebih luas berkaitan dengan pengaruh profitabilitas, *investment opportunity set* dan *free cash flow* pada kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Hasil penelitian ini juga diharapkan dapat memberikan informasi penting bagi peneliti, yaitu sebagai gambaran tentang kemampuan profitabilitas, *investment opportunity set*, serta *free cash flow* dalam memengaruhi kebijakan dividen di perusahaan manufaktur. Bagi investor, penelitian ini diharapkan membantu para investor dalam menentukan pilihan perusahaan untuk menanamkan modalnya dilihat dari kebijakan dividen perusahaan.

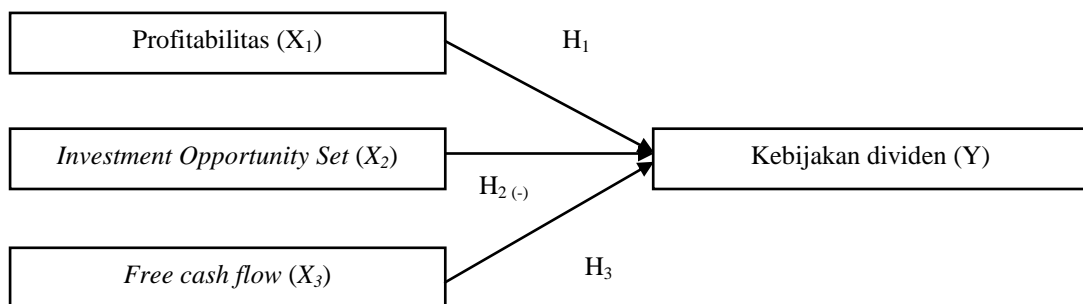
Kebijakan dividen perusahaan akan memberikan suatu sinyal bagi para investor dalam menentukan keputusan untuk menanamkan modal. Sesuai dengan teori sinyal yang menjelaskan tindakan perusahaan dalam memberi sinyal kepada investor tentang bagaimana manajemen memandang perusahaan. Peningkatan pada tingkat pembayaran dividen dianggap sebagai sinyal yang akan memberi keuntungan sehingga akan diikuti juga dengan kenaikan harga saham. Informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan akan menjadi perhatian yang penting bagi calon investor. Informasi tersebut penting bagi investor karena informasi ini menyajikan catatan, keterangan atau gambaran mengenai keadaan perusahaan di masa lalu dan saat ini. Teori sinyal menjelaskan alasan perusahaan untuk memberikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal. Teori sinyal membahas bagaimana seharusnya sinyal-sinyal keberhasilan atau kegagalan manajemen (agen)

disampaikan kepada pemilik (prinsipal) (Brigham dan Houston, 2011). Dorongan dalam memberikan sinyal timbul karena adanya informasi asimetris antara perusahaan (manajemen) dengan pihak luar, dimana investor mengetahui informasi internal perusahaan yang relatif lebih sedikit dan lebih lambat dibandingkan pihak manajemen. Kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan dengan memerhatikan laba serta kesempatan investasi dapat memberikan sinyal-sinyal tertentu, terutama prospek perusahaan dan gambaran perusahaan itu sendiri sesuai dengan teori sinyal (Natalia, 2013).

Kebijakan dividen adalah suatu keputusan guna menentukan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan didistribusikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan (*capital gain*) sebagai sumber dana investasi di masa mendatang. Kebijakan dividen dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba atau *profit*. 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). Wiagustini (2014: 76) menyatakan bahwa, profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh laba atau ukuran efektivitas pengelolaan manajemen perusahaan. Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba akan membuat manajemen cenderung melakukan investasi yang baru daripada melakukan pembayaran dividen bagi pemegang saham. Istilah *Investment Opportunity Set* (IOS) pertama kali diperkenalkan oleh Myers (1977). IOS merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran (*expenditures*) yang

ditetapkan oleh manajemen di masa mendatang (Gaver dan Gaver, 1993). Menurut Sari (2010), IOS adalah set kesempatan investasi yang merupakan pilihan investasi di masa mendatang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aset dan ekuitas. Kebijakan dividen juga dipengaruhi oleh adanya aliran kas bebas dari aktivitas operasi. *Free cash flow* atau aliran kas bebas adalah aliran kas yang tersisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan (Arieska dan Barbara, 2011).

Adapun kerangka konseptual dalam penelitian ini menunjukkan pengaruh antar variabel dalam penelitian. Kerangka konseptual dalam penelitian ini disajikan pada gambar 1 sebagai berikut.



Gambar 1. Kerangka Konseptual

Profitabilitas merupakan variabel mutlak yang diperlukan perusahaan jika ingin melakukan pembagian dividen. Profitabilitas merupakan salah satu indikator dalam mengukur kinerja perusahaan yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan selama periode tertentu (Yudiana dan Yadnyana, 2016). Dalam penelitian ini proksi yang digunakan pada profitabilitas adalah *Return on Asset* (ROA). Pemilihan *Return on Asset* (ROA) sebagai proksi

profitabilitas didasarkan atas rasio dalam pengukuran kemampuan menghasilkan laba pada masa lalu dan rasio ini bisa diproyeksikan ke masa depan untuk melihat kemampuan laba pada masa yang akan datang. *Return on Asset* (ROA) merupakan tingkat pengembalian investasi atas investasi perusahaan pada asset atau aktiva tetap yang digunakan untuk kegiatan operasi. Semakin besar tingkat *Return on Asset* maka menunjukkan semakin baiknya kinerja perusahaan. Dengan demikian peningkatan *Return on Asset* akan berpengaruh pada peningkatan pendapatan dividen.

Penelitian Yudiana dan Yadnyana (2016) menunjukkan bahwa adanya pengaruh antara profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini juga didukung oleh Uwuigbe *et al.* (2012), dan Baramuli (2016) yang juga menunjukkan adanya pengaruh antara *return on asset* dan *dividend payout ratio*. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

H₁: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Laba bersih yang dihasilkan perusahaan dapat dialokasikan untuk dua hal yaitu, dibagikan kepada investor dalam bentuk dividen atau laba tersebut ditahan untuk melakukan investasi kembali. IOS yang tinggi berpeluang untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan dan diimbangi dengan pembagian dividen yang menurun. 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. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Suharli (2007), Abor dan Bokpin (2010), dan Hussain dan Usman (2013) yang menunjukkan bahwa IOS berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₂: *Investment Opportunity Set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Pemegang saham meyakini bahwa *free cash flow* yang dibagikan sebagai dividen akan memiliki nilai yang lebih tinggi dan risiko yang lebih rendah. Investor lebih memilih kas bebas dibagikan sebagai dividen karena kas di tangan lebih memiliki nilai dibandingkan dengan aset atau pendapatan dalam bentuk lain. Penelitian yang dilakukan oleh Rosdini (2009), Thanatawee (2011), Lucyanda dan Lilyana (2012), mendukung teori tersebut dimana hasil penelitian menunjukkan *free cash flow* berpengaruh positif pada kebijakan dividen. Maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₃: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian asosiatif kuantitatif yaitu penelitian yang meneliti pengaruh suatu variabel terhadap variabel lainnya atau mengetahui hubungan antar variabel (Sugiyono, 2016:11). Lokasi penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Obyek penelitian yang dipilih peneliti adalah kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan guna meningkatkan kesejahteraan perusahaan dan pemegang saham. Variabel profitabilitas diproksikan dengan *Return on Asset* (ROA) menunjukkan kemampuan modal yang diinvestasikan dalam total aktiva untuk menghasilkan laba perusahaan. *Return on Asset* (ROA) dihitung berdasarkan perbandingan laba bersih setelah pajak terhadap total aktiva yang dimiliki perusahaan (Marlina dan Danica, 2009) dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Return on Assets} = \frac{\text{Laba Bersih Sebelum Pajak}}{\text{Total Aktiva}} \dots\dots\dots(1)$$

IOS merupakan set kesempatan investasi yang merupakan pilihan investasi di masa mendatang dan merefleksikan adanya perubahan atau pertumbuhan aktiva dan ekuitas (Sari, 2010). IOS merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi sehingga diperlukan proksi untuk pengukurannya (Arieska dan Barbara, 2011). Dalam penelitian ini merujuk pada penelitian Syarifah dan Zuhrotun (2009), dan Haryetti dan Ekayanti (2012), dan Dithi (2013) proksi yang digunakan adalah *capital expenditure to book value asset* (CAP/BVA). Menurut Adam dan Goyal (2008), rumus CAP/BVA adalah sebagai berikut:

$$\text{CAP/BVA} = \frac{\text{nilai buku aktiva tetap } (t) - \text{nilai buku aktiva tetap } (t-1)}{\text{Total asset } (t)} \dots\dots\dots(2)$$

Free cash flow adalah aliran kas yang masih tersisa dari aktivitas pembiayaan semua proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif (Rosdini, 2009) yang dipergunakan untuk mendanai berbagai keperluan proyek yang sudah direncanakan (Lopolusi, 2013). Ukuran rasio *free cash flow* menurut Rosdini (2009) yaitu:

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

Kebijakan dividen merupakan keputusan perusahaan dalam menentukan besar bagian dari laba perusahaan yang akan dibagikan kepada investor dan diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Perhitungan kebijakan dividen pada penelitian ini menggunakan *dividend payout ratio* (DPR) yang dihitung dengan rumus (Syarifah dan Zuhrotun, 2009) yaitu:

$$DPR = \frac{\text{dividen per lembar saham}}{\text{laba bersih per lembar saham}} \dots\dots\dots(4)$$

Dalam penelitian ini yang menjadi populasi adalah perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2012-2016. Metode penentuan sampel yang digunakan peneliti dalam penelitian ini adalah metode *non-probability sampling*, yaitu cara pengambilan sampel dimana tiap anggota sampel tidak memiliki kesempatan yang sama untuk dipilih sebagai sampel. Teknik yang digunakan dalam metode ini adalah teknik *purposive sampling*, dengan menggunakan kriteria sebagai berikut: 1) Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2012-2016. 2) Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen berturut-turut tahun 2012-2016. 3) Jenis mata uang yang digunakan dalam laporan keuangan adalah mata uang rupiah.

Berdasarkan kriteria tersebut jumlah observasi yang diperoleh untuk penelitian adalah sebanyak 30 perusahaan dengan 150 total obseravasian. Pada penelitian ini menggunakan metode pengumpulan data observasi nonpartisipan.

Dilakukan Uji Statistik Deskriptif, Uji Asumsi Klasik hingga Uji Analisis Regresi Linear Bergandayang menghasilkan persamaan sebagai berikut.

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + e \dots \dots \dots (5)$$

Keterangan:

- Y : tingkat pembayaran dividen
- X₁ : profitabilitas
- X₂ : *investment opportunity set*
- X₃ : *free cash flow*
- β₀ : Konstanta
- β₁ β₂ β₃ : Koefisien Regresi
- e : *standard error*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Setelah dilakukan observasi penelitian, perusahaan yang dapat dijadikan sampel sebanyak 30 perusahaan dengan total 150 sampel amatan yang ditunjukkan dengan proses seleksi sebagai berikut.

Tabel 2.
Hasil Seleksi Pemilihan Sampel

No	Kriteria	Jumlah Perusahaan
1.	Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)	555
2.	Perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia (BEI)	(143)
3.	Perusahaan manufaktur yang tidak rutin membagikan dividen periode tahun 2012-2016	(113)
4.	Perusahaan yang tidak menyajikan laporan keuangan dengan mata uang rupiah	(0)
5.	Jumlah sampel penelitian	30
	Total Sampel dalam lima tahun penelitian	150

Sumber: Data sekunder diolah, 2017

Statistik deskriptif digunakan untuk mengetahui jumlah sampel, nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata, dan standar deviasi dari masing-masing variabel.

Tabel 3.
Statistik Deskriptif Variabel-Variabel Penelitian

	N	Minimal	Maksimal	Rata-rata	Deviasi Standar
DPR	150	0,0007	1,4592	0,4232	0,2647
ROA	150	0,0145	0,7151	0,1450	0,1120
IOS	150	-0,0234	0,4442	0,0463	0,0616
FCF	150	-0,5017	0,7036	0,0472	0,1719
Valid N	150				

Sumber: Data diolah, 2017

Nilai minimum variabel tingkat pembayaran dividen adalah 0,0007 yaitu PT Merck Tbk. pada tahun 2012, dan nilai maksimumnya adalah 1,4592 yang terdapat pada PT Multi Bintang Indonesia Tbk. pada tahun 2015. *Mean* untuk tingkat pembayaran dividen adalah 0,4232. Hasil ini menunjukkan rata-rata tingkat pembayaran dividen pada sampel amatan yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 0,4232. Deviasi standar untuk kebijakan dividen adalah 0,2647 yang berarti terjadi penyimpangan nilai kebijakan dividen pada nilai rata-ratanya sebesar 0,2647. Nilai deviasi standar lebih kecil dari nilai rata-rata menunjukkan tidak terjadi fluktuasi tingkat pembayaran dividen yang besar pada perusahaan manufaktur yang menjadi sampel

Nilai minimum variabel profitabilitas adalah 0,0145 yaitu PT Lionmesh Prima Tbk. pada tahun 2015, dan nilai maksimumnya adalah 0,7151 yang terdapat pada PT Unilever Indonesia Tbk. pada tahun 2013. *Mean* untuk profitabilitas adalah 0,1450. Hasil ini menunjukkan rata-rata profitabilitas pada sampel amatan yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 0,1450. Deviasi standar untuk profitabilitas adalah 0,1120 yang berarti terjadi penyimpangan nilai profitabilitas pada nilai rata-ratanya sebesar 0,1120. Nilai deviasi standar lebih kecil dari nilai

rata-ratanya berarti tidak terjadi fluktuasi profitabilitas yang besar pada perusahaan manufaktur yang menjadi sampel.

Nilai minimum variabel *investment opportunity set* (IOS) adalah -0,0234 yaitu PT Multi Bintang Indonesia Tbk. pada tahun 2015, dan nilai maksimumnya adalah 0,4442 yang terdapat pada PT Asahimas Flat Glass Tbk. pada tahun 2013. *Mean* untuk IOS adalah 0,0463. Hasil ini menunjukkan rata-rata IOS pada sampel amatan yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 0,0463. Deviasi standar untuk IOS adalah 0,0616 yang berarti terjadi penyimpangan nilai IOS pada nilai rata-ratanya sebesar 0,0616. Nilai deviasi standar lebih besar dari nilai rata-ratanya berarti terdapat fluktuasi *investment opportunity set* yang besar pada perusahaan manufaktur yang menjadi sampel.

Nilai minimum variabel *free cash flow* (FCF) adalah -0,5017 yaitu PT Sekar Laut Tbk. pada tahun 2016, dan nilai maksimumnya adalah 0,7036 yang terdapat pada PT Unilever Indonesia Tbk. pada tahun 2013. *Mean* untuk FCF adalah 0,0472. Hasil ini menunjukkan rata-rata FCF pada sampel amatan yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 0,0472. Deviasi standar untuk FCF adalah 0,1719 yang berarti terjadi penyimpangan nilai FCF pada nilai rata-ratanya sebesar 0,1719. Nilai deviasi standar lebih besar dari nilai rata-ratanya berarti terdapat fluktuasi *free cash flow* yang besar pada perusahaan manufaktur yang menjadi sampel.

Selanjutnya dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji autokorelasi, uji multikolinearitas dan uji heteroskedastisitas untuk mengetahui apakah data dalam penelitian yang dilakukan telah lolos dari asumsi klasik. Nilai

Asymp. Sig. (2-tailed) dari model persamaan yang diuji sebesar 0,381 lebih besar dari 0,05. Hal ini menunjukkan data yang digunakan dalam penelitian ini telah berdistribusi normal.

Berdasarkan hasil uji autokorelasi, nilai d_w yang dihasilkan sebesar 1,937. Oleh karena jumlah $n = 150$ dan $k = 3$, diperoleh nilai $d_L = 1,693$ dan $d_U = 1,774$ sehingga diperoleh juga nilai $4 - d_U = 2,226$, maka dapat dirumuskan kriteria $d_U < d_w < 4 - d_U$ yaitu ($1,774 < 1,937 < 2,226$). Hal ini menunjukkan data yang digunakan pada penelitian ini bebas dari autokorelasi.

Uji selanjutnya yaitu uji multikolinearitas. Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel bebas. Hasil uji ini menunjukkan probabilitas nilai korelasi variabel FCF dengan variabel IOS sebesar 0,162 ($< 0,90$), probabilitas nilai korelasi variabel FCF dengan variabel ROA sebesar -0,560 ($< 0,90$), serta probabilitas nilai korelasi variabel ROA dengan variabel IOS sebesar -0,170 ($< 0,90$). Berdasarkan hasil uji ini, dapat dilihat bahwa nilai *tolerance* dan VIF dari seluruh variabel menunjukkan bahwa nilai *tolerance* untuk setiap variabel lebih besar dari 10% dan nilai VIF lebih kecil dari 10 yang berarti model persamaan regresi bebas dari multikolinearitas

Uji asumsi klasik yang digunakan selanjutnya adalah uji heteroskedastisitas. bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas, dapat diketahui nilai signifikansi dari variabel profitabilitas sebesar 0,357 ($> 0,05$), nilai signifikansi dari variabel

investment opportunity set sebesar 0,103 ($>0,05$), dan nilai signifikansi dari variabel *free cash flow* yakni sebesar 0,643 ($>0,05$). Oleh karena nilai signifikansi dari masing-masing variabel independen terhadap variabel *absoluteresidual* berada diatas 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa data yang digunakan pada penelitian ini tidak terdapat masalah heteroskedastisitas.

Tabel 4.
Rekapitulasi Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Model		Unstandardized		Standardized	t	Sig.
		Coefficients		Coefficients		
		B	Std. Error	Beta		
1	(Konstanta)	0,331	0,036		9,286	0,000
	ROA	0,713	0,214	0,302	3,326	0,001
	IOS	-0,506	0,327	-0,118	-1,544	0,125
	FCF	0,253	0,140	0,164	1,814	0,072
	Adj. R ²				0,1667	
	F				10,875	
	Sig. F				0,000	

Sumber: Data diolah, 2017

Berdasarkan hasil yang diperoleh dari rekapitulasi hasil analisis regresi linear berganda berdasarkan pada hasil analisis koefisien regresi pada Tabel 4.9 adalah sebagai berikut:

$$Y = 0,331 + 0,713 \text{ ROA} - 0,506 \text{ IOS} + 0,253 \text{ FCF} + \varepsilon$$

Nilai konstanta 0,331 menunjukkan bahwa bila nilai seluruh variabel bebas sama dengan nol, maka kebijakan dividen akan bernilai sebesar 0,331 satuan. Nilai koefisien regresi ROA sebesar 0,713 menunjukkan bahwa bila profitabilitas naik satu satuan, maka kebijakan dividen akan mengalami peningkatan sebesar 0,713 satuan dengan asumsi variabel lainnya konstan. Nilai koefisien regresi IOS sebesar -0,506 menunjukkan bahwa bila IOS naik satu satuan,

makakebijakan dividen akan mengalami penurunan sebesar 0,506 satuan dengan asumsi variabel lainnya konstan. Nilai koefisien regresi FCF sebesar 0,253 menunjukkan bahwa bila FCF naik satu satuan, maka kebijakan dividen akan mengalami peningkatan sebesar 0,253 satuan dengan asumsi variabel lainnya konstan..

Berdasarkan hasil uji kesesuaian model pada Tabel 4 di atas, dapat dilihat bahwa nilai dari uji F sebesar 10,875 dan nilai *p-value (Sig. F)* yakni 0,000 lebih kecil dari nilai $\alpha = 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa model persamaan dalam penelitian ini layak untuk digunakan sebagai alat analisis untuk menguji pengaruh variabel independen pada variabel dependen. Adapun nilai dari *adjusted R square* pada penelitian ini telah disajikan pada Tabel 4. Berdasarkan pada Tabel 4 diatas, dapat dilihat bahwa nilai dari *adjusted R²* sebesar 0,166 dimana memiliki arti bahwa 16,6% variasi kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh variabel profitabilitas, *investment opportunity set dan free cash flow*, dan sebesar 83,4% sisanya dipengaruhi oleh variabel lain diluar dari model yang digunakan dalam persamaan.

Uji statistik t dilakukan untuk mengetahui seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial. Uji statistik t dilakukan dengan membandingkan hasil nilai signifikansi dengan $\alpha = 0,05$. Uji t dari variabel profitabilitas dengan nilai *p-value* sebesar 0,001 lebih kecil dari $\alpha = 0,05$ serta nilai koefisien regresi sebesar 0,713. Hal ini mengindikasikan bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan *Return On Asset (ROA)* berpengaruh

positif dan signifikan pada kebijakan dividen, sehingga hipotesis pertama dalam penelitian ini diterima.

Berdasarkan hasil pengujian pengaruh parsial atau uji t dengan menggunakan regresi linier berganda yang ditunjukkan pada Tabel 4, diketahui bahwa tingkat signifikan t uji sebesar 0,001 yang menunjukkan angka lebih kecil dari pada taraf nyata dalam penelitian ini yaitu $\alpha = 0,05$ dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,713. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh pada kebijakan dividen. Hasil ini menerima hipotesis H_1 yakni profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, sedangkan dividen merupakan sebagian dari laba perusahaan yang dapat disalurkan kepada investor. Dengan hasil ini dapat disimpulkan bahwa keuntungan perusahaan yang didapat akan sangat memengaruhi besarnya kebijakan dividen. Hasil ini sesuai dengan *bird in hand theory* yang menyatakan bahwa para pemegang saham lebih memilih pendapatan pasti berupa laba yang dibagikan sebagai dividen daripada *capital gain*. Meningkatnya profitabilitas atau laba perusahaan akan meningkatkan pula kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen kepada investor (Baramuli, 2016). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Suharli (2007), Malik *et al.* (2013), Uwuigbe *et al.* (2012) serta Baramuli (2016) bahwa variabel profitabilitas berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap tingkat pembayaran dividen.

Kemudian uji hipotesis kedua diperoleh nilai signifikansi uji t dari variabel IOS dengan nilai p-value sebesar 0,125 lebih besar dari $\alpha = 0,05$ serta nilai

koefisien regresi sebesar -0,506. Hal ini mengindikasikan *investment opportunity set* tidak berpengaruh signifikan pada kebijakan dividen, sehingga hipotesis kedua dalam penelitian ini ditolak. Berdasarkan hasil pengujian pengaruh parsial atau uji t dengan menggunakan regresi linier berganda yang ditunjukkan pada Tabel 4, diketahui bahwa tingkat signifikan t uji sebesar 0,125 yang menunjukkan angka lebih besar daripada taraf nyata dalam penelitian ini yaitu $\alpha = 0,05$ dengan nilai koefisien regresi sebesar -0,506. Hal ini menunjukkan bahwa IOS tidak berpengaruh pada kebijakan dividen. Hasil ini menolak hipotesis H₂ yakni IOS berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Tingkat *investment opportunity set* (IOS) yang rendah belum menjamin bahwa dividen yang dibagikan kepada investor akan meningkat begitu juga sebaliknya. Penelitian ini sesuai dengan teori *pecking order*. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan yang untung memiliki kecenderungan untuk membagikan dividen lebih rendah guna memiliki dana internal lebih banyak sebagai pendanaan untuk proyek investasinya. Bahkan bagi perusahaan yang sedang tumbuh meningkatnya pembayaran dividen dapat menjadi berita yang kurang baik karena investor beranggapan perusahaan mengurangi rencana investasinya (Sarmiento *et al.*, 2014). Sebagian besar perusahaan yang menjadi sampel telah berada pada tahap *mature*, sehingga fokus perusahaan terletak pada upaya untuk menghasilkan laba dan mendistribusikannya kepada para pemegang saham. Pada tahap *mature* ini, perusahaan telah memiliki cadangan laba yang dapat digunakan sebagai modal investasi tanpa harus mengurangi proporsi dividen bagi pemegang saham. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Sarmiento *et al.*

(2014) dan Ariandani dan Yadnyana (2016) yang menemukan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh signifikan pada kebijakan dividen.

Hipotesis ketiga diperoleh nilai signifikansi uji t dari variabel FCF dengan nilai p-value sebesar 0,072 lebih besar dari $\alpha = 0,05$ serta nilai koefisien regresi sebesar 0,253. Hal ini mengindikasikan *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan pada kebijakan dividen, sehingga hipotesis ketiga dalam penelitian ini ditolak. Berdasarkan hasil pengujian pengaruh parsial atau uji t dengan menggunakan regresi linier berganda yang ditunjukkan pada Tabel 4.9, diketahui bahwa tingkat signifikan t uji sebesar 0,072 yang menunjukkan angka lebih besar daripada taraf nyata dalam penelitian ini yaitu $\alpha = 0,05$ dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,253. Hal ini menunjukkan bahwa FCF tidak berpengaruh pada kebijakan dividen. Hasil ini menolak hipotesis H₃ yakni FCF berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Free cash flow saat ini belum menjadi perhatian bagi investor di Indonesia karena perusahaan yang ada tidak menyampaikan data mengenai *free cash flow* secara eksplisit sehingga belum memengaruhi kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan (Lopusi, 2013). Selain itu hal ini berhubungan secara tidak langsung dengan konflik keagenan dalam perusahaan. Sesuai dengan teori keagenan, *agency problem* antara *principal* dan agen salah satunya terjadi karena pihak *principal* khawatir jika perusahaan memiliki *free cash flow* dalam jumlah besar akan digunakan untuk mengalokasikan pada sumber daya yang tidak efisien dan digunakan untuk melakukan investasi yang tidak menguntungkan. Salah satu cara untuk meminimumkan kos keagenan akibat timbulnya *agency problem*

tersebut maka pihak agen dapat melakukan pembayaran dividen pada pemegang saham. Perusahaan yang ingin memaksimalkan kekayaan *principal* dengan membayarkan dividen namun memiliki *free cash flow* yang rendah, maka perusahaan dapat menggunakan pendanaan eksternal (Herwidodo, 2013). Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Lopusi (2013), Novelma (2014), dan Pradana dan Sanjaya (2013) yang menemukan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan pada kebijakan dividen.

Implikasi penelitian ini dibagi atas dua jenis; 1) implikasi teoritis yang menghasilkan simpulan mengenai bagaimana pengaruh profitabilitas, *investment opportunity set*, dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Variabel independen yang berpengaruh signifikan pada kebijakan dividen adalah profitabilitas yang diproksikan dengan *return on asset* (ROA). Hasil penelitian ini sesuai dengan teori sinyal, bagi para pemegang saham, profitabilitas mampu menjadi sinyal dan merupakan salah satu faktor yang menjadi pertimbangan dalam melakukan investasi pada perusahaan. Hasil uji dalam penelitian ini juga menemukan bahwa *investment opportunity set* (IOS) tidak berpengaruh signifikan pada tingkat pembayaran dividen. Hal ini menunjukkan bahwa tinggi rendahnya kesempatan investasi tidak memengaruhi tingkat pembayaran dividen. Selain itu, hasil uji dalam penelitian ini juga menemukan bahwa *free cash flow* tidak memiliki pengaruh yang signifikan pada tingkat pembayaran dividen. Perusahaan yang ingin memaksimalkan kekayaan *principal* dengan membayarkan dividen namun memiliki *free cash flow* yang rendah, maka perusahaan dapat menggunakan pendanaan eksternal. 2) implikasi praktis hasil penelitian Penelitian

ini memberikan implikasi bagi investor sebagai pertimbangan dan pengetahuan mengenai tingkat pembayaran dividen serta faktor-faktor yang memengaruhinya baik faktor internal maupun eksternal. Sebagian besar investasi mengandung unsur ketidakpastian sehingga ketika menghadapi sebuah situasi dalam menentukan keputusan investasi yang berisiko maka investor harus memperhatikan bagaimana keputusan keuangan yang diambil perusahaan sesuai dengan kondisi keuangan perusahaan. Investor tidak dapat hanya mengandalkan tingkat keuntungan saja tetapi juga harus memperhatikan preferensi terkait tingkat pembayaran dividen serta faktor-faktor yang memengaruhinya.

SIMPULAN

Kesimpulan dari penelitian ini yaitu: 1) Profitabilitas dengan menggunakan *return on asset* (ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat pembayaran dividen. Tinggi rendahnya tingkat profitabilitas suatu perusahaan memengaruhi tingkat pembayaran dividen yang akan dilakukan perusahaan. Profitabilitas digunakan oleh perusahaan untuk menjadi dasar pertimbangan dalam pembagian dividen tunai; 2) *Investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap tingkat pembayaran dividen dapat disebabkan karena adanya faktor ketidakpastian atas investasi di masa depan; 3) *Free cash flow* tidak berpengaruh terhadap tingkat pembayaran dividen dapat disebabkan karena *free cash flow* saat ini belum menjadi perhatian bagi investor di Indonesia karena perusahaan yang ada tidak menyampaikan data mengenai *free cash flow* secara eksplisit sehingga belum memengaruhi kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan

Adapun beberapa hal yang dapat disarankan sesuai dengan hasil pembahasan hingga kesimpulan yang disajikan pada penelitian ini meliputi: 1) Penelitian ini hanya menggunakan variabel profitabilitas, IOS dan *free cash flow* sebagai faktor yang memengaruhi kebijakan dividen. Peneliti selanjutnya diharapkan menggunakan variabel serta proksi lain yang mampu memengaruhi kebijakan dividen. Hal ini terkait dengan dua dari tiga variabel yang digunakan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, sehingga mengakibatkan hasil yang diperoleh dalam penelitian ini belum maksimal. 2) **Bagi investor** dalam mengambil dan menentukan keputusan dalam berinvestasi diharapkan mempertimbangkan pengambilan keputusan kebijakan dividen yang diambil atau dilakukan oleh perusahaan serta factor atau indikator yang memengaruhi pengambilan keputusan tersebut.

REFERENSI

- Abor, Joshua dan Bokpin Godfred A. 2010. Investment Opportunities, Corporate Finance, and Dividend Payout Policy: Evidence from Emerging Markets. *Journal of Economic and Finance*, 27(3): pp: 180-194
- Adam, Tim dan Goyal Vidhan K. 2008. The Investment Opportunity Set and Its Proxy Variables. *Journal of Financial Research*. 31(1): pp: 41-63
- Amarjit, G., Nahum B., dan Rajendra T. 2010. Deteminants of Dividend Payout Ratios: Evidancefrom United States. *The Open Bussiness Journal*, 3: pp: 8-14.
- Andini, Ni Wayan Lady dan Ni Gusti Putu Wirawati. 2014. Pengaruh Cash Flow pada Kinerja Keuangan dan Implikasinya pada Nilai Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 7 (1): h: 107-121
- Ariandani, Putu Sri dan I Ketut Yadnyana. 2016. Likuiditas Memoderasi Pengaruh Profitabilitas dan Investment Opportunity Set (IOS) pada Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. 17(1), h: 615-634.
- Arieska, Metha dan Gunawan Barbara. 2011. Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Investor dengan Set Kesempatan

- Investasi dan Dividen Sebagai Variabel Moderasi. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 13(1): h: 13-23
- Aristantia, D. dan I.M.P.D. Putra. 2015. Investment Opportunity Set dan Free Cash Flow pada Kebijakan dividen Perusahaan manufaktur. *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. 11(1):220-234.
- Baramuli, Dedy Natanael. 2016. Pengaruh Likuiditas Dan Profitabilitas Terhadap Dividend Payout Ratio pada Top Bank di Indonesia (Bri, Bank Mandiri, BNI Dan BCA). *Jurnal Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Sam Ratulangi Vol. 16 No. 13 Tahun 2016*.
- Brigham, Eugene F. dan Joel F. Houston. 2011. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Edisi 11 buku 2, Jakarta: Salemba Empat.
- Darabi, Roya, Pourahmadian, Faezeh, Vahmiyan, Arefeh, dan Saleh, Behrad. 2014. The Relationship between Cash Flow Uncertainty and Dividend Payout Policy. *Journal of Scientific Research and Reports*, 3(1): pp: 158-169
- Deegan, Bahtiar., Uzliawati, Lia., Yulianto, dan Agus Sholikhan. 2012. Pengaruh Dewan Komisaris Terhadap Environmental Disclosure pada Perusahaan Manufaktur yang Listing Di BEI Tahun 2008-2011. *Simposium nasional Akuntansi XV*. Banjarmasin. 20-23 September 2012.
- Dithi Amanda Putri. 2013. Pengaruh Investment Opportunity Set, Kebijakan Utang dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen: Studi Empirik pada Emiten Pembentuk Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi*. Vol 1. No.1. hal 70-84.
- Fidhayatin, S. Kurnia dan Dewi, Nurul. 2012. Analisis Nilai Perusahaan, Kinerja Perusahaan Dan Kesempatan Bertumbuh Perusahaan Terhadap Return Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Listing Di BEI. *The Indonesian Accounting Review*. 2(2): pp: 203 – 214
- Gaver, Jennifer J, dan Kenneth M Gaver. 1993. Additional Evidence on The Association Between the Investmen Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Politics. *Journal of Accounting and Economic* vo 16: pp: 19-160
- Ghozali, Imam. 2016. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 23*. Semarang: Badan Penerbit 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.
- Gupta, Amitabh dan Charu Banga. 2010. The Determinants of Corporate Dividend Policy. *International Journal Decision*, Vol. 37, No.2. University of Delhi

- Halim, J. J. 2013. Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Kebijakan Dividen Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa*. Vol. 2(2): 1-19.
- Haryetti dan Ekayanti Ririn Araj. 2012. Pengaruh Profitabilitas, Investment Opportunity Set dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan LQ-45 yang Terdaftar di BEI. *Jurnal Ekonomi*, 20(3)
- Herwidodo, Gatot. 2013. Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, dan Earning per Share terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur Tahun 2008-2011. Skripsi. Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Dian Nuswantoro Semarang.
- Hussain, Muzzammil dan Muhammad, Usman. 2013. Investment Opportunities and Dividend Yield (Evidence from KSE). *Journal of Multidisciplinary Sciences and Engineering*, 4(11): pp: 12-16
- Idawati, I.A.A dan Gede Merta Sudiarta. 2014. Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. Vol.3(6).
- Kargar, Esmaeel Farzaneh dan Ahmadi, Gholan Reza. 2013. The Relationship Between Free Cash Flows and Agency Cost Levels. *Journal of Finance and Accounting*, 4(14): pp: 51-65
- Lucyanda, Jurica dan Lilyana. 2012. Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Dinamika Akuntansi*. 4(2): pp: 129-138.
- Lopulsi, Ita, 2013. Analisis Faktor-faktor yang Memengaruhi Kebijakan Dividen Sektor Manufaktur Periode 2007-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*, 2(1):h: 1-18
- Malik, Fakhra et al. 2013. Factor Influencing Corporate Dividend Payout Decision of Financial and Non- Financial Firm. *Research Jurnal of Finance and Accounting*, Vol 4, No.1
- Marlina, Lisa dan Clara Danica. 2009. Analisis Pengaruh *Cash Position*, Debt to Equity Ratio dan *Return on Asset* Terhadap *Dividend Payout Ratio*. *Jurnal Manajemen Bisnis*, 2(1). pp:1-6
- Mariah, L. Meythi dan R. Martusa. 2012. Pengaruh Profitabilitas Dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Tunai Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Moderating. Seminar Nasional Akuntansi dan Bisnis (SNAB). Universitas Kristen Maranatha.
- Marietta, Unzu Dan Djoko, Sampurno. (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). *Diponegoro Journal of Management*. Vol. 2(1): h: 32-34

- Miller, Merton H dan Modigliani, Franco. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Chicago Journals*, 34(4): pp: 411-433
- Myers, Stewart C. 1977. Determinant of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol 5: pp: 147-175
- Novelma, Sri. 2014. Pengaruh Insider Ownership, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. *Skripsi*. Universitas Negeri Padang Sumatera Barat
- Novia, Ayu. 2014. Faktor-Faktor yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Volume 3, Nomor 2*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Parica, Roni. 2013. Pengaruh Laba Bersih, Arus Kas Operasi, Likuiditas, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Automotive and Allied Product yang terdaftar di BEI. *Jurnal Akuntansi*. Vol.2(1).
- Pradana, S. W. L dan I. P. Sanjaya. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, Dan Investment Opportunity Set Terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Empiris Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar di BEI). Simposium Nasional Akuntansi (SNA) 17 Mataram. Lombok.
- Rehman, Abdul. 2014. Determinants Of Dividend Payout Ratio: Evidence From Karachi Stock Exchange (KSE). *Journal of Contemporary Issues in Business Research*. Vol 1 (1). Pp: 20-33.
- Rosdini, Dini, 2009. Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio, Dalam *Research Days Faculty of Economics* Padjajaran University Bandung
- Sari, Ratih Fitria. 2010. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen. *Skripsi Sarjana Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Sebelas Maret, Surakarta*.
- Sarmiento, J. N. L, Kertahadi N., dan Firdausi N. 2014. The effects of investment opportunity set (IOS) and Corporate Financing on dividend payout policy (A Study on Automotive and Components Companies Listed in Indonesia Stock Exchange Period 2009-2011). *International Journal*. Brawijaya University.
- Sugiyono. 2016. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan Kombinasi (Mixed Methods)*. Bandung: Alfabeta.
- Suharli, Michell. 2007. Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. 9(1), h: 9-17.
- Syarifah, Zahrotus dan Zuhrotun. 2009. Pengaruh Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Profitabilitas Terhadap Investment Opportunity Set Manufaktur Publik. *Buletin Ekonomi*, 7(2): h: 131-246

- Thanatawee, Y. 2011. Life-Cycle Theory and Free Cash Flow Hypothesis: Evidence Policy in Thailand. *International Journal of Financial research*. 2(2)
- Uwuigbe et al. 2012. The Effect of Board Size and Board Composition on Firms Corporate Environmental Disclosure: A Study of Selected Firms in Nigeria. *Acta Universitatis Danubius*. Vol.7, No.5, pp. 164-176.
- Wiagustini, Ni Luh Putu. 2014. Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Denpasar: Universitas Udayana.
- 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.