

DETERMINASI KEBIJAKAN DIVIDEN PERUSAHAAN-PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA

Niluh Ayu Novy Sajjana Wedhana¹
I Gusti Bagus Wiksuana²

^{1,2}Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Udayana, Bali, Indonesia
email: nilanovysw@gmail.com / telp: 081239939565

ABSTRAK

Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan dalam menentukan proporsi laba yang optimal antara pembagian laba sebagai dividen dengan laba ditahan. Terdapat determinan-determinan kebijakan dividen. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh kepemilikan institusional, *free cash flow*, profitabilitas, dan *leverage* terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013. Jumlah sampel yang diambil sebanyak 10 perusahaan, dengan metode *purposive sampling*. Metode pengumpulan data yang digunakan adalah observasi non partisipan. Teknik analisis yang digunakan adalah regresi linier berganda. Berdasarkan hasil analisis ditemukan bahwa kepemilikan institusional, *leverage*, *free cash flow*, dan profitabilitas secara simultan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan institusional secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. *Leverage* secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun *free cash flow* dan profitabilitas secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kata kunci: kebijakan dividen, kepemilikan institusional, *free cash flow*, profitabilitas, dan *leverage*

ABSTRACT

Dividend policy is a decision in determining the optimal proportion of income between profits as dividends and retained earnings. There are some determinants of dividend policy. The purpose of this study is to know the effect of institutional ownership, free cash flow, profitability, and leverage on the dividend policy. This research was conducted at manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange 2011-2013. The number of samples are 10 companies by purposive sampling method. Data collection method used is non-participant observation. The analysis technique used is multiple linear regression. Based on the analysis found that institutional ownership, leverage, free cash flow, and profitability simultaneously have significant effect on dividend policy. Institutional ownership is partially has negative and significant effect on dividend policy. Leverage partially has negative and significant effect on dividend policy. However, free cash flow and profitability is partially has no significant effect on dividend policy.

Keywords: *dividend policy, institutional ownership, free cash flow, profitability, and leverage*

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang berperan penting dalam suatu perusahaan. Sehingga terdapat beberapa hal yang harus diperhatikan dan dipertimbangkan secara seksama. Para investor sangat memperhatikan kebijakan

dividen yang diterapkan oleh perusahaan-perusahaan yang sudah *go public*. Kebijakan tersebut dapat membuat para investor menentukan berbagai keputusan yaitu membeli/mempertahankan saham perusahaan atau justru sebaliknya investor akan memutuskan untuk tidak membeli dan menjual saham perusahaan. Hal yang menjadi pertimbangan adalah tingkat pengembalian atas dana yang diinvestasikan baik berupa dividen ataupun *capital gain* harus lebih menguntungkan dibandingkan jika investor menginvestasikan dananya dalam bentuk obligasi pemerintah, tingkat bunga deposito, dan bentuk investasi lainnya.

Kebijakan dividen adalah keputusan yang berkaitan dengan alokasi jumlah laba saat ini sebagai dividen dan laba ditahan (Brigham dan Houston, 2010:32). Sudana (2011:167) mengungkapkan bahwa kebijakan dividen berkaitan dengan penetapan besarnya *dividend payout ratio* (DPR), yakni jumlah presentase laba bersih setelah pajak yang dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham. Sehingga aspek penting dari kebijakan dividen adalah menentukan proporsi laba yang optimal antara pembagian laba sebagai dividen dengan laba yang ditahan di perusahaan. Semakin besar jumlah laba yang ditahan maka akan semakin kecil laba yang dialokasikan kepada para pemegang saham.

Semakin besar dan kompleknya suatu perusahaan maka pemilik tidak mungkin melakukan seluruh fungsi-fungsi manajemen untuk mengelola usahanya. Dengan kondisi seperti itu dan dalam rangka mempercepat pencapaian target yang telah ditetapkan maka pemilik perlu menunjuk agen yang profesional (manajer) untuk mengelola perusahaannya. Menurut Gumanti (2013:6), keputusan yang diambil oleh manajemen harus mengedepankan upaya untuk memaksimalkan

kemakmuran pemegang saham (*maximize the wealth of shareholders*) sebagai pemilik perusahaan dan manajer adalah individu yang ditugasi untuk mengelola perusahaan. Oleh karena itu, manajer tidak hanya berkepentingan dalam hal menjawab pertanyaan seberapa besar dana dari laba yang ada yang diperlukan untuk kebutuhan investasi perusahaan di masa mendatang, tetapi juga harus mempertimbangkan dampak dari keputusan yang diambil terhadap harga saham, yang ujungnya adalah kemakmuran pemegang saham. Proporsi dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham tergantung pada kebijakan dividen yang diterapkan setiap perusahaan. Beberapa faktor yang dapat menjadi pertimbangan perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen diantaranya kepemilikan institusional, *free cash flow*, profitabilitas, dan *leverage*.

Kepemilikan institusional adalah persentase saham yang dimiliki oleh institusi baik yang berada di dalam maupun luar negeri. Berdasarkan *bird in the hand theory* (Gordon,1959), Investor lebih menyukai burung di tangan atau kepastian (*bird in the hand*) dalam bentuk dividen tunai daripada dijanjikan keuntungan yang belum pasti (*bird in the bush*), yaitu selisih positif harga saham dengan menghasilkan *capital gains*. Teori ini secara eksplisit menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen yang naik daripada yang turun. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Embara,dkk. (2012), Juhandi *et al* (2013), Abdullah *et al* (2012), Ullah *et al* (2012), serta Huda dan Abdullah (2013) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Namun berdasarkan teori preferensi pajak, pemegang saham institusi, dalam banyak hal, tidak menyukai dividen tunai yang tinggi karena akan meningkatkan golongan pengenaan pajak (Gumanti, 2013: 88). Selain itu banyaknya kepemilikan insitusal di suatu perusahaan akan membantu melakukan pengawasan dan *monitoring* dalam menekan tindakan *opportunistic* manajer. Tindakan *opportunistic* manajer sering dilakukan oleh manajer untuk memanfaatkan segala kesempatan dalam mencapai tujuan pribadi. Easterbook (1984) menyatakan bahwa kepemilikan institusional akan dapat mempengaruhi manajemen yang dapat mengurangi *agency cost*, sehingga manajemen tidak perlu lagi membayarkan dividen yang besar. Maka semakin besar jumlah kepemilikan institusional, semakin kecil dividen yang akan dibagikan. Hal ini sejalan dengan penelitian Dewi (2008), Mehrani dan Iskandar (2011), Lucyanda dan Lilyana (2012), Al-Shubiri *et al* (2012), Wen dan Jingyi (2010), Al-Gharaibeh (2013), serta Auditta,dkk. (2014) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Free cash flow adalah *cash flow* yang tersedia diatas kebutuhan untuk investasi yang menghasilkan *net present value* positif yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan usahanya. (Sartono, 2012:101). Lucyanda dan Lilyana (2012), Afza *et al* (2010), Embara,dkk. (2012), serta Auditta,dkk. (2014) menemukan bahwa semakin tinggi *free cash flow*, semakin tinggi pula pembayaran dividen begitu pun sebaliknya. Hal ini dikarenakan dengan tersedianya *free cash flow*, maka semakin besar pula potensi untuk pembayaran dividen. Selain itu Allen dan Michaely (2002) juga menyatakan bahwa

manajemen akan melakukan pengurangan pembayaran dividen jika *free cash flow* perusahaan merosot. Maka *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun Juhandi *et al* (2013) serta Meharani dan Iskandar (2011) justru menemukan *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Profitabilitas merupakan salah satu alat ukur kinerja perusahaan dalam memperoleh laba. Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan kestabilan tingkat laba yang diperoleh sangat menentukan berapa besarnya dividen yang dapat dibagikan kepada pemegang saham. (Gumanti, 2013: 85). Rasio profitabilitas dalam penelitian ini diproksikan dengan *return on assets* (ROA) yaitu ROA adalah rasio laba bersih terhadap total aset yang mengukur pengembalian atas total aset setelah bunga dan pajak (Brigham and Houston, 2010:148).

Menurut hipotesis sinyal, investor dapat menduga informasi tentang laba mendatang perusahaan melalui sinyal yang muncul dari pengumuman dividen, baik dalam hal stabilitas maupun perubahan dividen. Kenaikan dalam rasio pembayaran dividen dapat diinterpretasikan sebagai informasi bahwa perusahaan dalam kondisi yang *profitable*. Lintner (1962) berpendapat bahwa perusahaan cenderung untuk menaikkan dividen manakala manajer percaya bahwa laba secara permanen mengalami kenaikan. Jika perusahaan memiliki tingkat kestabilan laba yang baik, ada kecenderungan untuk berusaha mempertahankan bahkan menaikkan dividen yang dibayarkan (Gumanti, 2013: 8). Maka semakin tinggi profitabilitas, semakin tinggi pula pembayaran dividen. Hal ini didukung oleh

hasil penelitian Juhandi, *et al.* (2013), Al-Nawaiseh (2013), Rachmad dan Muid (2013), Dinata dan Yadnya (2014), Epayanti dan Yadnya (2014), Putra dan Wiagustini (2014), serta Thanatawee (2013) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Namun Dewi (2008) menemukan hal yang berbeda, dimana hasil penelitiannya menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut dikarenakan jika laba perusahaan tinggi maka perusahaan cenderung mengalokasikan laba tersebut untuk investasi yang akan menyebabkan pengurangan pembayaran dividen. Dimana dalam *irrelevance dividend theory*, Miller dan Modigliani (1961) menyatakan bahwa jika perusahaan memiliki kegiatan investasi yang menghasilkan *return* lebih tinggi dari *return* yang diharapkan, perusahaan akan mengalokasikan laba untuk investasi tersebut.

Financial leverage adalah jumlah utang yang digunakan untuk membiayai investasi (Sartono, 2012:120). Rasio *leverage* dalam penelitian ini diproksikan dengan *debt to equity ratio* (DER) yaitu rasio total utang terhadap total ekuitas yang umumnya disebut *debt to equity ratio* adalah rasio yang mengukur persentase dana yang diberikan oleh kreditor dengan cara membagi total utang perusahaan terhadap total ekuitas (Brigham and Houston, 2010:143).

Jika perusahaan memiliki kewajiban (utang) yang besar dan harus segera dibayar, maka sangat mungkin bahwa pemegang saham harus dikorbankan, yaitu menunda atau mengurangi pembayaran dividen (Gumanti, 2013: 83). Dewi (2008), Juhandi *et al* (2013), Rachmad dan Muid (2013), serta Huda dan Abdullah (2013) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap

kebijakan dividen. Maka semakin besar jumlah leverage, semakin rendah rasio pembayaran dividen. Namun Lucyanda dan Lilyana (2012), Wati dan Darmayanti (2013), serta Arshad *et al* (2013) *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Adanya *theoretical gap* dan *research gap* hubungan antara variabel kepemilikan institusional, *free cash flow*, *profitabilitas*, *leverage* dan *dividend payout ratio* menarik minat penulis untuk meneliti pengaruh antar variabel tersebut. Berdasarkan uraian paparan yang telah dikemukakan, maka yang menjadi pokok permasalahan dalam penelitian ini antara lain, 1) Apakah kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen? 2) Apakah *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen? 3) Apakah profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen? 4) Apakah *leverage* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen?

Berdasarkan rumusan masalah yang telah dipaparkan, maka tujuan yang dicapai dalam penelitian ini antara lain, 1) Untuk mengetahui signifikansi pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen; 2) Untuk mengetahui signifikansi pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen; 3) Untuk mengetahui signifikansi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen; 4) Untuk mengetahui signifikansi pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan tujuan penelitian, maka penelitian ini diharapkan memberikan manfaat secara teoritis yakni diharapkan dapat memberikan kontribusi bukti empiris pada ilmu manajemen keuangan khususnya mengenai determinasi kebijakan dividen. Manfaat praktis penelitian ini diharapkan dapat dijadikan

sumbangan pemikiran dan bahan masukan bagi calon investor dalam melakukan investasi serta sebagai bahan pertimbangan bagi perusahaan dalam mengaplikasikan variabel-variabel penelitian ini dalam upaya membuat kebijakan dividen yang optimal.

Mengacu pada teori keagenan Jensen dan Meckling (2013), dimana kepemilikan institusional dapat membantu mengendalikan masalah keagenan melalui pengawasan oleh institusi atau perusahaan lain terhadap pihak manajemen. Institusi sebagai pengontrol eksternal akan bertindak profesional dalam memonitor dan mengevaluasi kinerja perusahaan. Sehingga perusahaan tidak perlu melakukan pembayaran dividen yang tinggi. Selain itu berdasarkan teori preferensi pajak, investor institusional akan lebih menyukai perusahaan tidak membayar dividen karena akan meningkatkan golongan pengenaan pajak (Sudana, 2011:169). Maka kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Free cash flow dapat menggambarkan kondisi keuangan suatu perusahaan, karena perusahaan dengan arus kas bebas yang tinggi dinilai mampu menghadapi kondisi yang buruk (Istiningtyas, 2013). Selain itu perusahaan dengan arus kas bebas yang besar berpeluang lebih besar mampu melakukan pembayaran dividen kepada para pemegang sahamnya.

Jensen (1986) berpendapat bahwa suatu perusahaan dengan *free cash flows* yang berlebihan, masalah kelebihan investasi akan menjadi lebih tampak ke

permukaan, dan manajer mungkin akan mengambil proyek dengan NPV negatif. Dengan kata lain *free cash flow* menuntut adanya biaya agensi yang tinggi karena diperlukan pengawasan terhadap *free cash flow* yang dikelola perusahaan. Hal ini tidak akan terjadi jika *free cash flow* dibagikan kepada pihak pemegang saham dalam bentuk dividen. Allen dan Michaely (2002) juga menyatakan bahwa manajemen akan melakukan pengurangan pembayaran dividen jika *free cash flow* perusahaan merosot. Maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₂: *Free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Perusahaan dengan profitabilitas lebih tinggi akan memiliki motivasi lebih untuk membagi dividen karena unsur kemampuan dan kepastian pencapaian laba (Gumanti, 2013:85). Menurut teori hipotesis sinyal, jika profitabilitas perusahaan tinggi maka pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan cenderung lebih besar. Hal ini dimaksudkan untuk mengirim sinyal bahwa perusahaan memiliki profitabilitas yang baik. Maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₃: Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi akan berdampak pada kontrol dan pengawasan kinerja manajemen oleh pihak kreditur. Hal tersebut akan mengurangi keinginan pemegang saham atas dividen yang tinggi sebagai salah satu alternatif untuk mengurangi masalah keagenan. Apabila tingkat hutang perusahaan tinggi maka jumlah pembayaran dividen akan rendah karena perusahaan sebagian besar labanya akan digunakan untuk melunasi hutang beserta beban bunganya. perusahaan yang memiliki tingkat hutang tinggi maka *agency cost of debt* harus dikurangi melalui pengurangan hutang. Mengurangi hutang

dapat dilakukan dengan membiayai investasi bersumber dari dana internal sehingga akan menurunkan alokasi dividen kepada para pemegang saham. Maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₄: *Leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini berbentuk asosiatif dengan pendekatan kuantitatif yang meneliti determinan kebijakan dividen diproksikan dengan *dividen payout ratio* (DPR) sebagai variabel dependen yang diukur menggunakan kepemilikan institusional, *free cash flow*, profitabilitas (ROA), dan *leverage* (DER) sebagai variabel independen perusahaan-perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2013. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kualitatif berupa isu terkini, pandangan dari penelitian sebelumnya terkait kebijakan dividen dan daftar nama perusahaan-perusahaan manufaktur yang melakukan pembayaran dividen yang terdaftar di BEI periode tahun 2011-2013 serta data kuantitatif yakni berupa data laporan keuangan yang diterbitkan oleh perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2013. Data penelitian adalah data sekunder yang bersumber dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan diakses melalui alamat websitenya www.idx.co.id.

Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2011-2013 sebanyak 155 perusahaan. Metode penentuan sampel adalah *purposive sampling*, yaitu teknik penentuan sampel dengan menggunakan kriteria tertentu sehingga terdapat 10 perusahaan yang memenuhi kriteria. Sedangkan metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah

metode observasi non partisipan. Teknik analisis data dilakukan dengan analisis regresi berganda yang dibantu *software* statistik yakni SPSS 17.0. Sebelumnya dilakukan uji statistik deskriptif untuk mengetahui informasi mengenai karakteristik-karakteristik dari kelompok data. Pengujian asumsi klasik juga perlu dilakukan terlebih dahulu untuk memastikan bahwa model yang diperoleh benar-benar memenuhi asumsi dasar dalam analisis regresi.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Pengujian dan Analisis

Tabel 1.
Hasil Analisis Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maksimum	Mean	Std. Deviasi
Kebijakan Dividen (DPR)	30	50.46	99.00	72.0963	16.78044
Kepemilikan Institusional	30	8.6E9	2.38E14	8.6273E12	4.32863E13
<i>Free Cash Flow</i>	30	.78	65.72	20.7247	13.48612
<i>Leverage (DER)</i>	30	.11	2.49	.6440	.54051
Valid N (<i>Listwise</i>)	30				

Sumber: Data diolah, 2015

Tabel 1 menunjukkan bahwa jumlah data yang digunakan dalam penelitian ini berjumlah 30 sampel data, yang didapat dari jumlah sampel sebanyak 10 perusahaan dikalikan dengan periode penelitian yaitu 3 tahun. Pada tabel tersebut juga dapat dilihat nilai minimum, nilai maksimum, dan nilai rata-rata masing-masing variabel berdasarkan perhitungan selama periode pengamatan yaitu 2011-2013. Selain itu dapat terlihat juga nilai standar deviasi dari kebijakan dividen (DPR), profitabilitas (ROA), dan *leverage (DER)* tidak ada yang melebihi dua kali nilai rata-ratanya. Hal tersebut menandakan sebaran data sudah baik. Sedangkan standar deviasi nilai *free cash flow* cukup besar yakni lebih dari lima

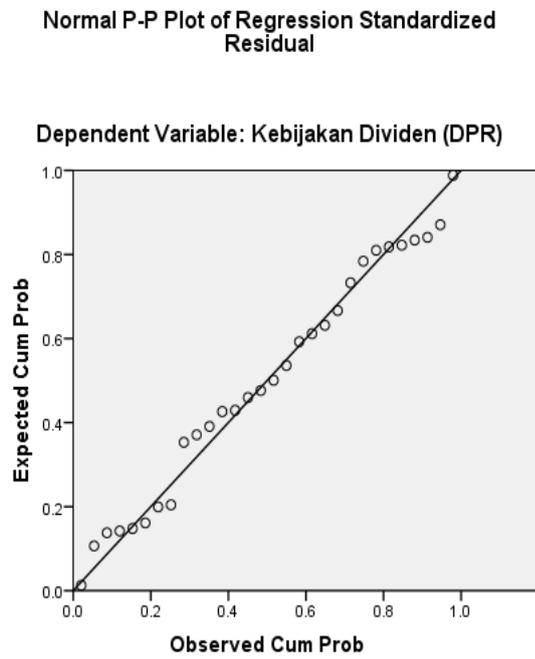
kali lipat rata-ratanya. Hal ini berarti terjadi penyimpangan data yang cukup besar sehingga akan menyebabkan hasil penelitian menjadi bias.

Tabel 2.
Hasil Uji Normalitas

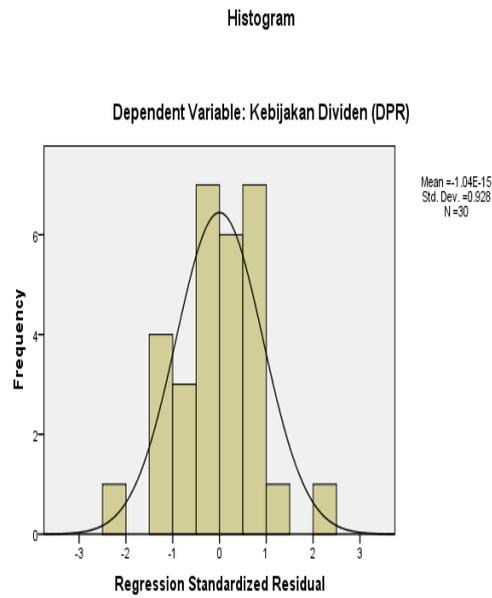
		Unstandardized Residual
N		30
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	.0000000
	Std. Deviation	1.722.188.342
Most Extreme Differences	Absolute	.080
	Positive	.080
	Negative	-.076
Kolmogorov-Smirnov Z		.438
Asymp. Sig. (2-tailed)		.991

Sumber: Data diolah, 2015

Pada Tabel 2 diketahui bahwa nilai signifikansi dari hasil uji normalitas sebesar 0,991 ($0,991 > 0,05$). Maka model regresi berdistribusi normal. Selain itu dapat dilihat pada Gambar 1 dan Gambar 2. Grafik *Normal Probability Plot* menunjukkan bahwa data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti garis diagonal dan grafik histogram menunjukkan pola distribusi normal. Maka model regresi memenuhi asumsi normalitas.



Gambar 1. Grafik Normal Probability Plot
Sumber: data diolah, 2015



Gambar 2. Grafik Histogram
Sumber: data diolah, 2015

Tabel 3.
Hasil Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.662 ^a	.439	.349	18.54854	1.893

Sumber: data diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 3 diperoleh nilai Durbin-Watson (D-W) sebesar 1,893. Nilai tersebut berada diantara $d_U = 1,74$ dan $4 - d_U = 2,26$ atau $1,74 < 1,893 < 2,26$ yang merupakan daerah bebas autokorelasi atau model regresi yang dibuat tidak mengandung gejala autokorelasi.

Tabel 4.
Hasil Uji Multikolinearitas

No	Variabel	Tolerance	Variance Inflation Factor (VIF)
1	Kepemilikan Institusional (X_1)	0,747	1,339
2	FCF (X_2)	0,927	1,079
3	ROA (X_3)	0,798	1,254
4	DER (X_4)	0,992	1,008

Sumber: data diolah, 2015

Tabel 4 menunjukkan nilai *tolerance* untuk variabel kepemilikan institusional, *free cash flow*, *return on asset*, dan *debt to equity ratio* secara berturut-turut sebesar 0,747 atau 74,7 persen; 0,927 atau 92,7 persen; 0,798 atau 79,8 persen; dan 0,992 atau 99,2 persen. Nilai VIF dari variabel kepemilikan institusional, *free cash flow*, *return on asset*, dan *debt to equity ratio* secara berturut-turut sebesar 1,339; 1,079; 1,254; dan 1,008. Nilai *Tolerance* untuk semua variabel bebas lebih dari 0,10. Nilai VIF dari semua variabel bebas kurang dari 10. Hal ini mengindikasikan bahwa model regresi bebas dari multikolinearitas.

Tabel 5.
Hasil Uji Heterokedasitas

Model	T	Sig.
(Constant)	-1,245	0,225
Kepemilikan Institusional (X ₁)	1,714	0,099
FCF (X ₂)	-0,845	0,406
ROA (X ₃)	1,435	0,164
DER (X ₄)	-0,367	0,717

Sumber: data diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 5, dapat dilihat bahwa probabilitas signifikansi kepemilikan institusional, *free cash flow*, ROA, dan DER lebih besar daripada taraf nyata (α) yaitu 0,05. Hal ini menunjukkan tidak terjadi gejala heteroskedastisitas.

Tabel 6.
Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	94,140	16,731		5,627	,000
Kepemilikan Institusional	-,901	,238	-,658	-3,793	,001
Free Cash Flow	-,000	,000	-,298	-1,912	,067
Profitabilitas (ROA)	,498	,286	,292	1,742	,094
Leverage (DER)	-15,013	6,398	-,353	-2,346	,027

Sumber: Data diolah, 2015

Hasil analisis dari Tabel 6, maka diperoleh persamaan regresi linear berganda sebagai berikut :

$$Y = 94,140 - 0,901 X_1 - 0,000 X_2 + 0,498 X_3 - 15,013 X_4 \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan :

- Y : *Dividend Payout Ratio* (DPR)
- X₁ : Kepemilikan Institusional
- X₂ : *Free Cash Flow*(FCF)
- X₃ : *Return On Asset* (ROA)
- X₄ : *Debt to Equity Ratio* (DER)

Berdasarkan Tabel 6, nilai signifikan kepemilikan institusional (X_1) 0,001 yaitu kurang dari 0,05. Maka kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap DPR dengan arah negatif yaitu sebesar 0,901 pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013 dengan asumsi variabel lain konstan. Maka hipotesis pertama diterima.

Free cash flow (X_2) mempunyai nilai signifikansi sebesar 0,067 yaitu lebih besar dari 0,05. Ini berarti bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh yang tidak signifikan dengan arah negatif yaitu sebesar 0,000 terhadap DPR pada perusahaan-perusahaan panufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013 dengan asumsi variabel lain konstan. Maka hipotesis kedua ditolak.

ROA (X_3), dengan nilai signifikansi sebesar 0,094 yaitu lebih besar dari tingkat signifikansi 0,05. Maka ROA mempunyai pengaruh yang tidak signifikan dengan arah positif yaitu sebesar 0,498 terhadap DPR pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013 dengan asumsi variabel lain konstan. Maka hipotesis ketiga ditolak.

DER (X_4) dengan nilai signifikansi sebesar 0,027, lebih kecil dari tingkat signifikansi 0,05. Ini berarti bahwa DER mempunyai pengaruh yang signifikan dengan arah negatif yaitu sebesar 15,013 terhadap DPR pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013 dengan asumsi variabel lain konstan. Maka hipotesis keempat diterima.

Tabel 7.
Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.662 ^a	.439	.349	18.55065

Sumber: Data diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 7, dapat terlihat bahwa nilai koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,439 artinya 43,9 persen variasi variabel *dividend payout ratio* dapat dijelaskan oleh variabel kepemilikan institusional (X_1), *free cash flow* (X_2), *return on asset* (X_3), dan *debt to equity ratio* (X_4), sedangkan sisanya sebesar 56,1 persen diterangkan oleh variabel lain yang tidak termasuk dalam model penelitian ini. Maka dapat dikatakan model penelitian ini belum cukup kuat menerangkan variasi variabel bebas terhadap variabel terikat.

Pembahasan Pengaruh Masing-masing Variabel

Kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*

Kepemilikan institusional menggambarkan kepemilikan saham oleh institusi lain seperti bank, perusahaan asuransi, pemerintah, dll (dalam persentase). Hasil persamaan regresi menunjukkan bahwa nilai probabilitas sebesar 0,001. Probabilitas *p-value* untuk kepemilikan institusional adalah signifikan karena bernilai $<\alpha=0,05$. Berdasarkan hasil uji tersebut dengan tingkat keyakinan 95% data yang ada mendukung bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Penelitian ini menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio* sehingga hipotesis dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio* diterima. Hasil ini mendukung teori preferensi pajak dimana pemegang saham institusi tidak

menyukai dividen yang tinggi karena akan meningkatkan golongan pengenaan pajak dan menunjukkan bahwa jumlah kepemilikan institusional perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013 yang besar akan mampu membantu mengendalikan masalah keagenan melalui pengawasan oleh institusi atau perusahaan lain terhadap pihak manajemen. Institusi sebagai pengontrol eksternal akan bertindak profesional dalam memonitor dan mengevaluasi kinerja perusahaan. Sehingga perusahaan tidak perlu melakukan pembayaran dividen yang tinggi. Penelitian ini juga membuktikan bahwa kepemilikan institusional yang besar pada suatu perusahaan akan mampu menekan tindakan *opportunistic* manajer. Tindakan *opportunistic* manajer sering dilakukan oleh manajer untuk memanfaatkan segala kesempatan untuk tujuan pribadi. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Dewi (2008) yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Dimana hal ini membuktikan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional, perusahaan akan cenderung memberikan dividen yang rendah. Hasil ini sejalan dengan hasil penelitian Lucyanda dan Lilyana (2012), Auditta,dkk. (2014), Nasif *et al.* (2012), Mehrani *et al.* (2011) serta Huda *et al.* (2013) juga menemukan kepemilikan institusional memiliki korelasi negatif terhadap kebijakan dividen.

Hasil dari kepemilikan institusional yang berpengaruh negatif dan signifikan tidak sejalan dengan Juhandi *et al* (2013), Sudaryanti (2013), Embara, dkk (2012) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap

kebijakan dividen serta Rachmad dan Muid (2013) yang menemukan bahwa variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Free cash flow berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap dividend payout ratio

Free cash flow adalah *cash flow* yang tersedia untuk dibagikan kepada para investor setelah perusahaan melakukan investasi pada *fixed asset* dan *working capital* yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan usahanya. Hasil persamaan regresi menunjukkan bahwa nilai probabilitas sebesar 0,067. Probabilitas *p-value* untuk kepemilikan institusional adalah tidak signifikan karena bernilai $> \alpha=0,05$. Berdasarkan hasil uji tersebut dengan tingkat keyakinan 95% data yang ada mendukung bahwa *free cash flow* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Penelitian ini menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio* sehingga hipotesis dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio* ditolak. Dengan tingginya tingkat *free cash flow* suatu perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013 tidak menjamin bahwa dividen yang dibagikan akan tinggi. Berdasarkan hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *dividend payout ratio* perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013 tidak dipengaruhi oleh tinggi rendahnya *free cash flow* yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Meskipun suatu perusahaan memiliki *free cash flow* yang rendah,

investor akan tetap membeli saham perusahaan tersebut karena perusahaan tersebut akan tetap membagikan dividen.

Hasil ini juga menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak cocok digunakan pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013 sebagai variabel yang dapat memengaruhi naik-turunnya *dividend payout ratio*. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Juhandi *et al* (2013) serta Roring dan Ronni (2014) yang menyatakan bahwa variabel *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan manufaktur. Hasil ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Embara,dkk (2012), Lucyanda dan Lilyana (2012), Sharma dan Wadhwa (2013), serta Auditta,dkk (2014) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Return on asset* berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio

Return on asset (ROA) merupakan salah satu jenis dari rasio profitabilitas yang dapat digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba setelah pajak dengan menggunakan seluruh aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Hasil persamaan regresi menunjukkan bahwa nilai probabilitas sebesar 0,094. Probabilitas *p-value* untuk ROA adalah tidak signifikan karena bernilai $> \alpha=0,05$. Berdasarkan hasil uji tersebut dengan tingkat keyakinan 95% data yang ada mendukung bahwa ROA tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Penelitian ini menemukan bahwa ROA berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio* sehingga hipotesis dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio* ditolak. Hal ini berarti ROA perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013 tidak memberikan pengaruh terhadap pembagian dividen kepada para pemegang saham. Seperti yang diungkap pada *smoothig theory* oleh Lintner, jika perubahan laba perusahaan yang terjadi tidak begitu besar, maka laba yang diperoleh tidak akan mempengaruhi besar kecilnya rasio pembayaran dividen.

Hasil ini juga menunjukkan bahwa ROA tidak cocok digunakan pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013 sebagai variabel yang dapat memengaruhi naik-turunnya *dividend payout ratio*. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Swastyastu,dkk (2014) serta Ritha dan Koestiyanto (2013) yang menyatakan bahwa variabel ROA tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan manufaktur. Namun tidak sesuai dengan hasil yang ditemukan oleh Juhandiet al (2013), Rachmad dan Dul Muid (2013), Dinata dan Yadnya (2014), Epayanti dan Yadnya (2014), serta Putra dan Wiagustini (2014) yang menyatakan bahwa ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Begitu pula tidak sejalan dengan hasil penelitian Dewi (2008) yang menyatakan bahwa ROA berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

Debt to equity ratio* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio

Debt to equity ratio (DER) adalah salah satu jenis dari rasio *leverage* yang dapat digunakan untuk mengukur seberapa besar hutang perusahaan jika dibandingkan ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan atau pemegang saham. Hasil persamaan regresi menunjukkan bahwa nilai probabilitas sebesar 0,027. Probabilitas *p-value* untuk DER adalah signifikan karena bernilai $< \alpha=0,05$. Berdasarkan hasil uji tersebut dengan tingkat keyakinan 95% data yang ada mendukung bahwa DER memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Penelitian ini menemukan bahwa DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio* sehingga hipotesis dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio* diterima. Hal ini berarti Perusahaan-perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2013 dengan tingkat hutang yang tinggi cenderung akan membagikan dividen yang kecil karena perusahaan sebagian besar labanya akan digunakan untuk melunasi hutang beserta beban bunganya. Hasil ini juga membuktikan bahwa apabila tingkat hutang perusahaan tinggi maka jumlah pembayaran dividen akan rendah karena perusahaan sebagian besar labanya akan digunakan untuk melunasi hutang beserta beban bunganya. perusahaan yang memiliki tingkat hutang tinggi maka *agency cost of debt* harus dikurangi melalui pengurangan hutang. Mengurangi hutang dapat dilakukan dengan membiayai investasi bersumber dari dana internal sehingga akan menurunkan alokasi dividen kepada para pemegang saham.

Dimana hal ini membuktikan bahwa semakin tinggi DER, perusahaan akan cenderung memberikan dividen yang rendah. Hasil ini sejalan dengan hasil penelitian Dewi (2008), Juhandi *et al* (2013), serta Rachmad dan Dul Muid (2013). Namun tidak sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Lucyanda dan Lilyana (2012), serta Wati dan Darmayanti (2013) yang menyatakan bahwa DER tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis data maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut, yaitu 1) Kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013; 2) *Free cash flow* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap DPR pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013; 3) ROA berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap DPR pada Perusahaan-perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2013; 4) DER berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR pada perusahaan-perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2013.

Hasil pengujian koefisien determinasi (R^2) sebesar 0,439 atau 43,9 persen, sedangkan sisanya sebesar 56,1 persen dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model penelitian ini. Hal tersebut berarti masih ada variabel lain yang juga berpengaruh terhadap DPR namun tidak digunakan dalam penelitian ini.

Saran

Berdasarkan pembahasan hasil penelitian dan simpulan di atas, maka saran yang dapat diberikan adalah sebagai berikut, yaitu 1) Hasil penelitian ini menemukan bahwa kepemilikan institusional dan DER berpengaruh signifikan terhadap DPR pada perusahaan manufaktur, maka disarankan untuk penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan faktor lain untuk mengetahui variabel lainnya yang dapat memengaruhi DPR yang tidak dijelaskan dalam penelitian ini (56,1%) seperti undang-undang (peraturan), posisi likuiditas, batasan-batasan dalam perjanjian utang, peluang penerbitan saham di pasar modal, kendali kepemilikan, dan kesalahan akumulasi pajak pada laba;

2) Bagi peneliti selanjutnya, disarankan agar tidak hanya terbatas pada perusahaan sektor manufaktur saja. Peneliti juga dapat mempertimbangkan untuk mencari proksi lain dari variabel profitabilitas selain ROA; 3) Investor dapat mempertimbangkan variabel kepemilikan institusional dan DER karena berdasarkan hasil penelitian ini kepemilikan institusional dan DER berpengaruh signifikan terhadap DPR. Jika jumlah pemegang saham institusi tidak banyak dan diversitas pemegang saham sangat heterogen, dividen tentu akan lebih menarik. Sebaliknya, jika pemegang saham institusi jumlahnya banyak, akan besar kemungkinan bahwa dividen yang akan dibayarkan rendah. Para investor juga perlu memperhatikan DER dimana semakin tingginya tingkat hutang yang dimiliki perusahaan maka pembayaran dividen akan semakin rendah dan risikonya pun cukup tinggi. Meskipun variabel *free cash flow* dan ROA dalam penelitian ini tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR, investor juga perlu

memperhatikan *free cash flow* dan ROA perusahaan karena kedua variabel ini mencerminkan perusahaan dalam kondisi *profitable* atau tidak;

4) Bagi pihak perusahaan sebaiknya perlu memberikan perhatian lebih terhadap posisi kepemilikan institusional karena adanya institusi sebagai pengontrol eksternal akan berpengaruh terhadap kinerja manajemen dan besar kecilnya dividen yang harus dibayar. Selain itu juga diharapkan mampu mempertahankan rasio DER yang optimal karena tingkat DER menyiratkan risiko finansial perusahaan, maka akan menjadi salah satu pertimbangan investor dalam menentukan investasinya. Namun, bukan berarti bahwa variabel *free cash flow* dan ROA tidak perlu diperhatikan. Kedua variabel tersebut juga penting dalam mencerminkan kinerja perusahaan yang akan berpengaruh terhadap pertumbuhan dividen sehingga akan menarik minat para investor.

REFERENSI

- Abdullah, N. M. H., Zuraidah Ahmad, dan Shashazrina Roslan. 2012. The Influence of Ownership Structure on the Firm Dividend Policy Based Lintner Model. *International Review of Business Research Papers*, 8 (6):71-88.
- Afza, T. dan H.H. Mirza. 2010. Ownership Structure and Cash Flow as Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. *International Business Research*, 3 (3), 210-221.
- Allen, F., dan R. Micahely. 2002. Payout Policy, Working Paper. Code: 01-21 B. The Wharton Financial Institution Center.
- Al-Gharaibeh, M., Ziat Zurigat, Khaled Al-Harabsheh. 2013. The Effect Ownership Structure on Dividend Policy. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 4(9): 769-796.
- Al-Nawaiseh, Mahmoud 2013. Dividen Policy and Ownership Structure: An Apply Study on Industrial Company in Amman Stock Exchange. *Journal of Management Research*, 5 (2): 83-106.
- Al-Shubiri, Faris N. Ghassan, Al Taleb, dan Abd. Al- Naser A.. 2012. The relation between Ownership Structure and Dividend Policy: An Empirical Investigation. *Review of International Comparative Management*, 13 (4):644-657.
- Arshad, Z., Yasir Akram, Maryam Amjad, dan M. Usman. 2013. Ownership Structure and Dividend Policy. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 5 (3): 378-401.
- Auditta, I Gede, Sutrisno dan M. Achsin. 2014. Pengaruh *Agency Cost* terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 12 (2): 284-294.
- Brigham F., Eugene dan Joel Houston. 2010. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan, Edisi 10*. Jakarta:Salemba Empat.
- Dinata, I M. Agus Surya dan I Putu Yadnya. 2014. Pengaruh Profitabilitas dan Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen*, 3 (11): 3195-3204.
- Dewi, Sisca Christianty. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 10 (1): 47-58.
- Easterbrook, Frank H., 1984. Two Agency Costs Explanations of Dividends. *American Economic Review*, 74:650-659.

- Embara, Cecilia T. D. L, Ni Luh P. Wiagustini dan I. B. Badjra. 2012. Variabel-variabel yang Berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen Serta Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen, Strategi Bisnis, dan Kewirausahaan*, 6 (2): 119-129.
- Epayanti, Ayu dan I Putu Yadnya. 2014. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Profitabilitas serta Kebijakan Dividen. *E-Jurnal Manajemen Universitas Udayana*, 3 (12): 3488-3502.
- Gordon, Myron J., dan Eli Shapiro. 1959. Capital Equipment Analysis, The Required Rate of Profit. *Management Science* 3, 1002-110.
- Gumanti, Tatang Ary. 2013. *Kebijakan Dividen Teori, Empiris dan Aplikasi*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Huda, N. dan M. A. Nayeem. 2013. Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy: Empirical Evidence from Chittagong Stock Exchange. *Proceedings of 9th Asian Business Reseach Conference*. Dhaka, 20-21 December 2013.
- Istiningtiyas, Roro Ayu. 2013. Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Leverage, Profitability, Risk, Growth dan Firm Size terhadap Dividend Payout Ratio. *Skripsi*. Fakultas Ekonomika dan Bisnis, Universitas Diponegoro.
- Jensen, Michael C. dan William H. Mekling. 1976. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4):1-78.
- Jensen, Michael C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economics Review*, 76: 323-329.
- Juhandi, Nehdi, Made Sudarma, Siti Aisjah, dan Rofiaty. 2013. The Effects of Internal factors and Stock Ownership Sturture on Devidend Policy Company's Value (A Study on Manufacturing Companies Listed on The Indonesia Stock Engchange (IDX)). *International Journal of Business and Management Invention*, 2(11): 6-18.
- Lintner, John. 1962. Dividends, Earnings, Leverage, Stock Price and Supply og Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 64(4):243-269.
- Lucyanda, Jurica dan Lilyana. 2012. Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan terhdap Dividen Payout Ratio. *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 4(2): 129-138.
- Miller, Merton H., dan Franco Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34:411-433.

- Mehrani, S., M. Moradi dan Hoda Eskandar. 2011. Ownership Structure and Dividend Policy in Iran. *African Journal of Business Management*, 5 (17): 7516-7525.
- Putra, I W. Juniastina dan Ni Luh Putu Wiagustini. 2014. Pengaruh Leverage dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen*, 8(1): 2668-2684.
- Rachmad, Anggie Noor dan Dul Muid. 2013. Pengaruh struktur kepemilikan, Leverage dan Return on Assets (ROA) terhadap Kebijakan Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursan Efek Indonesia. *Diponogoro Journal of Accounting*, 2 (3): 1-11.
- Ritha, Henny dan Eko Koestiyanto. 2013. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio. *e-Journal Manajemen dan Bisnis*, 1 (1): 1-14.
- Roring, Rio dan Sautma Ronni. 2014. Pengaruh Biaya Agensi dan Siklus Hidup Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur. *Finesta*, 2(2): 63-67.
- Sartono, Agus. 2012. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi Edisi 4*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Sharma, Dinesh Kumar dan Ritu Wadhwa. 2013. Ownership Structure and Dividend Policy – A Study of Bombay Stock Exchange-500. *Globa Journal of Management and Business Study*, 2 (4): 439-434
- Sudaryanti, Dedeh Sri. 2009. The Influence of Agency Cost, Market Risk, and Investment Opportunities. <http://mie.fe.unpad.ac.id/wp-content/uploads/2013/05/Dedeh-Sri-Sudaryanti.pdf> (diunduh tanggal 19, April, 2015).
- Sudana, I Made. 2011. *Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktik*. Jakarta: Erlangga.
- Swastiyastu, Made Wiradhama, G. Adi Yuniarta, Ananta Wikrama T. A. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividend Payout Ratio yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *e-Journal SI Akuntansi Pendidikan Ganesha*, 2(1): 1-12.
- Thanatawee, Y. 2013. Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Thailand. *International Journal of Economics and Finance*, 5(1): 122-132.
- Ullah, H., Asma Fida dan Shaifullah Khan. 2012. The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy Evidence from Emerging Market KSE-100 Index Pakistan. *International Journal of Business and Science*, 3 (9): 298-307.

Wati, Ni Kadek A. L dan Ni Luh P. A Darmayanti. 2013. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kinerja Keuangan terhadap Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan. *E-Jurnal Manajemen Univesitas Udayana*, 2 (12):1559-1577.

Wen, Yuan dan Jingyi Jia. 2010. Institutional Ownership, Managerial Ownership and Dividen Policy in Bank Holding Companies. *International Review of Accounting, Banking and Finance*, 2(1): 9-22