**PENGARUH STRUKTUR MODAL, STRUKTUR KEPEMILIKAN, DAN ROFITABILITAS TERHADAP KEBIJAKAN PEMBAYARAN DIVIDEN DENGAN *FREE CASH FLOW* SEBAGAI VARIABEL INTERVENING**

**(Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI Periode 2010-2014)**

**Yonas Meti**

Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang

***ABSTRACT:*** *This research was conducted to examine the effect of variable capital structure, ownership structure, profitability and free cash flow to dividend payout policy on manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange during period 2010-2014. The population in this research is all manufaccturing sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange during period 2010-2014. Sampling was done by using purposive sampling method so that the total sample in this study of 18 manufactur companies listed in Indonesia Stock Exchange during period 2010-2014.*

*Classical assumption test including normality test, multicollinearity test, autocorrelation test, and heteroskedastisitas test. Analysis of the data used by using path analysis and Sobel test with SPSS.*

*The study found that the variables capital structure (DTA), and ownership structure (IO) significant negative effect on dividend payment policy (DPR), and a significant negative effect on free cash flow (FCF). Profitability (ROA) was not significant positive effect on free cash flow but significant positive effect on dividend payment policy (DPR). Free cash flow (FCF) significant positive effect on dividend payment policy (DPR), but the FCF as an intervening variable, not proved capable of mediating variables influence DTA, ROA, and IO to the dividend payment policy (DPR).*

*Keywords: capital structure, ownership structure, profitability, free cash flow, dividend payout policy.*

**PENDAHULUAN**

Setiap perusahaan memiliki tujuan masing masing yang ingin dicapai, namun tujuan utama dari sebuah perusahaan adalah mendapatkan keuntungan bagi perusahaan tersebut. Keuntungan tersebut dapat diperoleh dari kegiatan operasional perusahaan maupun kegiatan insidental perusahaan. Untuk memenuhi target perusahaan, perusahaan juga mengharapkan bantuan dana dari pihak eksternal untuk mendukung kegiatan perusahaan. Pihak eksternal yang dimaksud adalah kreditur dan investor. Pihak eksternal tersebut, mengharapkan pula *feed back* dari perusahaan, antara lain adalah bunga (untuk kreditur), dividen serta selisih harga saham (untuk investor).

Miller dan Modigliani (1961) berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen di atas normal merupakan suatu sinyal kepada investor bahwa manajemen perusahaan mempunyai ekspektasi yang baik di masa datang. Suatu penurunan dividen dianggap sebagai suatu sinyal “kesulitan” perusahaan masa mendatang.Menurut Asquith dan Mullins (1983), adanya pengaruh positif dari kebijakan pembayaran dividen disebabkan adanya mekanisme yang dapat mengkomunikasikan informasi manajemen mengenai kinerja perusahaan saat ini dan masa mendatang.

Ross (1977) menyatakan bahwa dua asumsi yang mendasari dividen sebagai sinyal; Pertama manajemen perusahaan merasa enggan untuk merubah kebijakan dividennya. Apabila terjadi kenaikan pembagian dividen yang dilakukan oleh manajemen, investor luar akan menganggap sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek dimasa datang. Kedua, kedalaman informasi yang dimiliki investor dan manajemen berbeda. Manajemen biasanya memiliki informasi yang lebih mendalam tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya. Fenomena ini bisa terjadi karena adanya *information asymmetry* diantara manajer dan investor.

*Agency theory* yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976) pada dasarnya menjelaskan bahwa dividen berfungsi sebagai salah satu sarana monitoring perilaku manajemen dan karenanya berperan meminimalkan *agency cost* yang timbul dari potensi *conflict of interest* antara pemegang saham (pemilik perusahaan) dan agen (manajer), atas dasar ini pasar akan mereaksi positif/negatif terhadap kenaikan atau penurunan dividen. Easterbrook (1984) berargumen bahwa efektifitas dividen sebagai sarana monitoring bergantung pula pada sarana-sarana monitoring lainnya yang dimiliki perusahaan.Upaya peningkatan kekayaan pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan sebagai tujuan utama perusahaan sering tidak sejalan dengan tujuan pihak manajemen (manajer) perusahaan, sehingga timbul masalah keagenan (*agency problem*) antara manajer dengan pemegang saham sebagai akibat kepemilikan dan pengelolaan perusahaan dijalankan secara terpisah. Pemisahan ini membuat manajer bertindak sesuai dengan kepentingannya dan tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham (pemilik) sehingga timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer (*agent*) cenderung menginvestasikan kembali keuntungan yang diperoleh agar perusahaan mengalami pertumbuhan yang lebih tinggi, semakin banyak keuntungan yang diinvestasikan kembali (reinvestasi), maka akan tersisa sedikit keuntungan yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, hal ini sangat bertolak belakang dengan dengan keinginan pemegang saham yang menghendaki mendapat dividen yang tinggi. Perbedaan keinginan tersebut yang menyebabkan timbulnya konflik antara manajer (*agent*) dan pemegang saham, konflik ini sering disebut *agency problem*, konflik tersebut dalam kenyataan menimbulkan sejumlah biaya yang lazim disebut *agency cost*.

**LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS**

1. **Kebijakan Dividen**

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan. Dividen dibagikan dalam jumlah yang sama untuk setiap lembar sahamnya dan besarnya dividen tergantung pada sisa keuntungan setelah dikurangi dengan potongan-potongan yang telah ditentukan dalam akta pendirian dan juga tergantung dari keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

1. **Teori Burung Di Tangan *(bird-in-the-hand theory*)**

Kesimpulan utama dari teori irelevansi dividen MM adalah kebijakan dividen tidak mempengaruhi tingkat pengembalian atas ekuitas yang diminta atau kas. Kesimpulan ini telah mendapat perdebatan sengit di dalam lingkungan akademisi. Khususnya, Myron Gordon dan John Lintner yang berpendapat bahwa kas turun seiring dengan peningkatan pembayaran dividen karena para investor kurang yakin akan penerimaan dari keuntungan modal yang seharusnya berasal dari saldo laba ditahan dibandingkan dengan penerimaan dari pembayaran dividen.

1. **Teori Pengisyaratan (*Signaling Theory*)**

*Dividend signaling theory* pertama kali dicetuskan oleh Bhattacarya (1979). *Dividend signaling theory* mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan *cash dividend* mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan munculnya reaksi harga saham. Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan dimasa mendatang. Adanya anggapan ini disebabkan terjadinya *asymetric information* antara manajer dan investor, sehingga para investor menggunakan kebijakan dividen sebagai sinyal tentang prospek perusahaan.

1. **Teori Keagenan (*Agency Theory*)**

Teori keagenan digunakan untuk menjelaskan hubungan antara dua pihak yang bersifat kontraktual (Einsenhardt, 1988). Teori keagenan dalam manajemen keuangan membahas adanya hubungan *agency* (Jensen dan Meckling, 1976), yaitu hubungan mengenai adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan yang dilakukan oleh manajer.

Sebagaimana dikemukakan Crutchley dan Hansen (1986), hubungan keagenan yang terjadi karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan manajer, pemisahan tersebut terjadi karena pemilik modal melakukan diversifikasi portofolio dengan mendelegasikan kewenangan dan pengambilan keputusan kepada manajer dalam mengelola sejumlah dananya. Perrow (1986), kontribusi teori keagenan mengingatkan pentingnya saling pengertian antara para pihak untuk berusaha mengurangi sifat mengutamakan kepentingan sendiri.

1. **Konflik Keagenan (*Agency Conflict*)**

Meyers (1977), hubungan keagenan merupakan hubungan yang rawan konflik, yaitu konflik kepentingan (*agency conflict*). Konflik tersebut terjadi karena pemilik modal selalu berusaha menggunakan dana sebaik-baiknya dengan risiko sekecil mungkin, sedangkan manajer (*agent*) cenderung mengambil keputusan pengelolaan dana untuk memaksimalkan keuntungan yang sering bertentangan dan cenderung mengutamakan kepentingannya sendiri. Keown et al. (2010) *agency problem* juga dapat terjadi karena manajer dan pemegang saham sering kali tidak memperoleh informasi yang sama tentang perusahaan. Konflik antar manajer dan pemegang saham tidak sedikit mengeluarkan biaya yang lazim disebut “*agency cost*”.

**Pengaruh *Debt To Total Asset* Terhadap *Dividend Pyout Ratio***

Noronha (1996), Sharma (2001), dan Jain et al. (2003) yang secara ringkas menyatakan bahwa semakin besar ketergantungan perusahaan pada dana eksternal (hutang) semakin intensif pengawasan oleh penyedia dana eksternal (kreditur) terhadap kinerja manajemen sehingga memperkecil potensi masalah keagenan (*agency problem*). Jadi perusahaan memiliki struktur modal yang tinggi (dengan indikasi hutang dalam jumlah besar) maka semakin kecil dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham, dan begitu juga sebaliknya.

Triani Pujiastuti (2007) menguji pengaruh *insider ownership*, *sareholder dispersion, debt to total asset*, *collateral asset,* dan *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio.* Hasil penelitian menyebutkan bahwa *insider ownership*, *debt* berpengaruh negatif signifikan. Chang dan Rhee (1990) *“Testing trade off and pecking order predictions about dividends and debt”*juga menunjukkan bahwa *debt ratio* mempunyai hubungan yang negatif dengan dividen.

H1 : *Debt to total asset* berpengaruh negatif terhadap *dividend pyout ratio*.

**Pengaruh *Debt To Total Asset* Terhadap *Free Cash Flow***

Jensen (1986) menjelaskan bahwa peningkatan hutang akan mengurangi *free cash flow*. (Ross et al. (2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap) karena sebagian besar *free cash flow* untuk membayar hutang, sehingga tidak ada *free cash flow* dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan demi kepentingan manajemen yang merugikan pemegang saham.

Sri Sofyaningsih dan Pancawati Hardiningsih (2011) menemukan hasil bahwa penambahan hutang akan meningkatkan tingkat risiko atas arus pendapatan perusahaan, yang mana pendapatan dipengaruhi faktor eksternal sedangkan utang menimbulkan beban tetap perusahaan tanpa memperdulikan besarnya pendapatan. Sehingga semakin besar hutang, maka semakin besar kemungkinan terjadinya *financial distress*. Risiko kebanagkrutan akan semakin tinggi karena bunga akan meningkat lebih tinggi daripada penghematan pajak. *Financial distress* terjadi jika perusahaan mengalami kesulitan dalam melunasi kewajiban hutangnya, dimana perusahaan terancam kebangkrutan. Karena itu *financial distress* perlu diperhitungkan. sehingga dengan meningkatanya hutang, manajer akan lebih memilih menggunakan keuntungannya untuk membayar hutang, yang berakibat pada *free cash flow* yang semakin berkurang. Artinya bahwa hutang berpengaruh negatif terhadap *free cash flow.*

H2 : *Debt tototal asset* berpengaruh negatif terhadap *free cash flow*.

**Pengaruh *Insider Ownership* Terhadap *Dividend Pyout Ratio***

*Insider ownership* merupakan pemilik perusahaan yang sekaligus menjadi pengelola perusahaan, semakin besar jumlah *insider ownership*, maka akan semakin kecil konflik kepentingan antara pemegang saham dan pihak manajemen, hal ini disebabkan karena mereka akan bertindak dengan lebih hati-hati dalam menanggung konsekuensi yang mungkin timbul. Sunarto (2004) meneliti “Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial*, Investment Opportunity Set, Return On Asset,* Dan *Debt To Equity Ratio* Terhadap *Dividend Payout Ratio*” menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki koefisien bertanda negatif terhadap *dividend payout ratio*. Mahadwatha dan Jogiyanto Hartono (2002) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

H3 : *Insider ownership* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

**Pengaruh *Insider Ownership* Terhadap *Free Cash Flow***

Melalui hipotesis *free cash flow* (Jensen : 1986) kebijakan dividen digunakan untuk mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan *free cash flow*. Mekanisme pengurangan masalah keagenan ini dilakukan dengan cara menggunakan *free cash flow* untuk membayar dividen kas sehingga menghidari alokasi pada tindakan yang tidak menguntungkan. Jensen (1986) melihat masalah keagenan dari sudut ketersediaan uang yang dapat digunakan manajer untuk kegiatan ‘konsumtif’. Dana tersebut adalah *free cash flow* yaitu kelebihan dana yang ada di perusahaan setelah semua proyek investasi yang menghasilkan *net present value* positif dilaksanakan.

Ade (2008) meneliti “Hubungan Struktur Kepemilikan dan *External Monitoring* Terhadap *Agency Cost* dan Aliran Kas” menjelaskan bahwa jika manajemen memiliki kurang dari 100 persen saham perusahaan, maka pemilik modal (*shareholder*) menanggung biaya keagenan yang berasal dari keputusan manajer yang telah mengutamakan kepentingannya sendiri, yang ditunjukan dengan adanya alokasi kas (*free cash flow*) untuk pengeluaran non esensial (*perquisite consumption*) dan melakukan keputusan-keputusan investasi yang tidak optimal. Dengan adanya kepemilikan manajerial yang tinggi maka *free cash flow* yang menimbulkan konflik *agency* akan semakin rendah.

H4 : *Insider ownership* berpengaruh negatif terhadap *free cash flow*.

**Pengaruh *Return On Asset* Terhadap *Dividend Payout Ratio***

Investor akan menyukai perusahaan dengan nilai ROA yang tinggi, karena perusahaan dengan nilai ROA yang tinggi mampu menghasilkan tingkat keuntungan lebih besar dibandingkan perusahaan dengan ROA rendah. Solberg dan Zorn (1992) menemukan bahwa profitabilitas yang lebih tinggi bisa diperkirakan menghasilkan dividen yang lebih tinggi. Amidu dan Abor (2006) dalam penelitiannya terhadap perusahaan yang ada di Ghana, menyimpulkan bahwa terdapat hubungan positif antara *dividen payout ratio* dengan *profitability*, *cash flow*, dan *tax*.

H5 : *Return on asset* (ROA) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

**Pengaruh *Return On Asset* Terhadap *Free Cash Flow***

Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. Dengan demikian, tingkat profitabilitas yang tinggi maka *free cash flow* akan semakin besar.

Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai dividen. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula aliran kas bebas yang berdampak pada kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik, karena tingkat kembalian investasi (*return*) semakin besar.

H6 : *Return on asset* (ROA) berpengaruh positif terhadap *free cash flow*.

**Pengaruh *Debt To Total Asset* Terhadap *Dividend Payout Ratio* Melalui Mediasi *Free Cash Flow***

Perusahaan perusahaan yang *profitable* memiliki lebih banyak *earnings* yang tersedia untuk retensi atau investasi dan karenanya, akan cenderung membangun *equitas* mereka relatif terhadap *debt*. Oleh karena itu semakin rendah *debt* akan semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya, semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya (Ang, 1997).

Sutrisno (1999) melakukan penelitian dengan menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio*, hasil studi menunjukan *cash ratio* dan *debt* berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR. Penelitian yang dilakukan oleh Chang and Rhee (1990) “*Testing Trade Offand Pecking Order Predictions about Dividen ds and Debt*” dan Sutrisno (1999) “Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* Pada Perusahaan Publik di Indonesia*”*,juga menunjukkan bahwa tingkat hutang yang lebih rendah mengikuti pembayaran dividen perusahaan yang lebih tinggi, dengan demikian *debt ratio* mempunyai hubungan yang negatif dengan dividen.

H7 : *Debt to total asset* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* dengan dimediasi *free cash flow*.

**Pengaruh *Insider Ownership* Terhadap *Dividend Payout Ratio* Melalui Mediasi *Free Cash Flow***

*Agency Theory* oleh Jensen and Meckling mengungkapkan bagaimana pihak–pihak yang terlibat dalam perusahaan memiliki asumsi bahwa masing-masing individu semata-mata termotivasi oleh kepentingan diri sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara *principal and agent*.

Jensen (1986) mengatakan bahwa jika perusahaan mempunyai *free cash flow*, akan lebih baik bila dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen. Hal ini bertujuan untuk menghindari pengambilan keputusan yang buruk bagi pihak manajemen, yang akhirnya berakibat pada naiknya *agency cost*. Nugrahaini (2002) meneliti tentang adanya hubungan yang interdependensi antara kebijakan kepemilikan saham manajemen, *debt* dan dividen. Hasil penelitian mendukung penelitian Jensen, et al (1992) yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan secara interdependensi antara kepemilikan saham manajemen, *debt* dan *dividend*.

H8: *Insider Ownership* berpangaruh terhadap *dividend payout ratio*dengan dimediasi *free cash flow.*

**Pengaruh *Return On Asset* Terhadap *Dividend Payout Ratio* Melalui Mediasi *Free Cash Flow***

Keuntungan yang layak dibagikan kepada para pemegang saham, adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajiban tetapnya yaitu beban bunga dan pajak. Karena dividen diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*. A. Sakir dan Muhammad Fadli, (2014) meneliti pengaruh kepemilikan manajerial, *debt*, *profitabilitas*, ukuran perusahaan, dan *free cash flow,* terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian ini menemukan bahwa *free cash flow,* profitabilitas memiliki pengeruh positif signifikan terhadap DPR. M. Asril Arilaha (2009) dalam penelitiannya menguji pengaruh FCF, profitabilitas, likuiditas, dan leverage terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Return on asset* (ROA) berpengaruh positif signifikan terhadap *dividen payout ratio* (DPR)

H9 : *Return On Asset* berpangaruh terhadap *dividend payout ratio* dengan dimediasi *free cash flow.*

**Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap *Dividend Payout Ratio***

Kieso, Weygandt dan Warfield (2007) mendefinisikan *free cash flow* sebagai jumlah arus kas diskresioner suatu perusahaan yang dapat digunakan untuk tambahan investasi, melunasi hutang, membeli kembali saham perusahaan sendiri (*treasury stock*), atau menambah likuiditas perusahaan. Subramanyam dan Wild (2009) menjelaskan *free cash flow* adalah kas dari aktivitas operasi dikurangi perubahan modal bersih dan perubahan modal kerja.*Free cash flow* pada perusahaan menunjukkan efek tambahan pada investasi atau disinvestment pada aset operasi.

Mollah (2000) yang meneliti tentang pengaruh *agency cost* terhadap kebijakan dividen pada *emerging market* menyatakan bahwa arus kas mempengaruhi rasio pembayaran dividen secara signifikan hubungannya positif. Hery (2009) dalam hasil penelitian mendapatkah bahwa arus kas berpengaruh positif signifikan terhadap dividen kas. Hal yang sama ditemukan pada penelitian Thanatawee (2011) bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

H10: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Berdasarkan landasan pemikiran taoritis, maka hipothesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. *Debt to total asset* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.
2. *Debt to total asset*berpengaruh negatif terhadap *free cash flow*.
3. *Insider ownership* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.
4. *Insider ownership*berpengaruh negatif terhadap *free cash flow*.
5. *Return on asset* berpengaruh positif terhadap*dividend payout ratio.*
6. *Return on asset* berpengaruh positif terhadap *free cash flow*.
7. *Debt to total asset*berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* melalui mediasi *free cash flow*.
8. *Insider ownership*berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* melalui mediasi *free cash flow*.
9. *Return on asset* berpengaruh terhadap*dividend payout ratio* melalui mediasi *free cash flow*.
10. *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

**METODE PENELITIAN**

**Jenis dan Sumber Data**

Penelitian ini merupakan penelitian asosiatif. Penelitian asosiatif merupakan penelitian yang bertujuan untuk mengetahui hubungan antara dua variabel atau lebih (Sugiyono, 2006). Dalam penelitian ini, data yang dipergunakan adalah data sekunder yang pengumpulannya dan pengolahannya dilakukan oleh pihak lain yang diperoleh dari ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*) dan website: [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)., pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014 yang secara rutin menerbitkan laporan keuangan tahunan selama masa pengamatan.

**Populasi**

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2010-2014 yaitu sebanyak 146 perusahaan.

**Sampel**

Sampel dipilih atas dasar kesesuaian karakteristik sampel dengan kriteria sampel yang ditentukan. Adapun kriteria penentuan sampel adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan manufaktur yang menyediakan data laporan keuangan selama kurun waktu penelitian tahun 2010-2014 (sebanyak 146 perusahaan).
2. Perusahaan manufaktur yang rutin melakukan pembayaran dividen pada periode tahun 2010-2014 (sebanyak 36 perusahaan).
3. Perusahaan manufaktur yang memiliki data tentang persentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris (sebanyak 18 perusahaan).

**Definisi Operasional**

Variabel penelitian variabel endogen dependen (Y) yaitu kebijakan pembayaran dividen (DPR) dan variabel eksogen (X) yaitu *debt to total asset* (X1), *insider ownership* (X2), *return on asset* (X3) dan *free cash flow* (X4) sebagai variabel endogen intervening.

**Variabel Endogen/Dependen**

Variabel endogen yang digunakan pada penelitian ini adalah kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia. Variabel ini diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. Agus Sartono (2001) menyatakan bahwa rasio pembayaran dividen adalah persentase laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen, atau rasio antara laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen dengan total laba yang tersedia bagi pemegang saham. Rasio ini dapat dicari dengan rumus sebagai berikut:

DPR=$\frac{Deviden PerLembar Saham}{Laba Bersih PerLembar Saham}$x 100%

**Variabel Eksogen/Independen**

Pada penelitian ini yang menjadi variabel eksogen adalah *debt to total asset, insider ownership, dan return on asset* pada perusahaan perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia.

1. *Debt To Total Asset*

*Debt To Total Asset* (X1) dalam penelitian ini adalah komposisi modal yang menunjukan porsi modal perusahaan yang bersumber dari hutang pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. Variabel ini diukur dengan *Debt Ratio* (*Debt to Total Asset*), dirumuskan sebagai berikut:

DTA =$\frac{Total Debt}{Total Assets}$×100%

1. Struktur Kepemilikan

Struktur Kepemilikan (X2) dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan saham yang diukur dengan *Insider Ownership* yaitu kepemilikan saham oleh pihak dalam perusahaan atau manajemen pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. Data pihak *insider* diperoleh dari [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). *Insider Ownership* dapat diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

IO = $\frac{ Jumlah saham Komisaris dan Direktur}{Total Saham}$×100%

1. *Return on Asset* (ROA)

*Return on asset* (X3) dalam penelitian ini adalah rasio kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu dan juga memberikan gambaran tentang tingkat efektifitas manajemen perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014, ROA diukur dengan rumus:

$$ROA= \frac{Profit after tax}{Total aktiva}x 100$$

**Variabel Intervening**

Variabel intervening yang digunakan dalam penelitian ini adalah *free cash flow* pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia. *Free cash flow* (X3) dalam penelitian ini adalah aliran kas perusahaan yang tidak terikat pada pemanfaatan untuk mendanai proyek-proyek investasi dalam periode ditetapkan kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *go public* di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014.

FCF= EBIT (1-*tax rate*)–Investasi bersih

**Teknik Analisis Data**

Dalam penelitian ini analisis data dilakukan dengan analisis jalur (*path analysis*). Model path digunakan untuk menganalisis pola hubungan antar variable dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh langsung maupun pengaruh tidak langsung variabel bebas terhadap variable terikat. Analisis jalur dilakukan setelah model yang digunakan terbebas asumsi klasik. Tujuannya adalah agar hasil penelitian ini dapat diinterpretasikan secara tepat dan efisien. Sedangkan uji hipotesis mediasi menggunakan uji z dari sobel atau biasa disebut dengan Zobel test (Soper, DS. 2014).

**Statistik Deskriptif**

Selanjutnya apabila dilihat dari nilai minimum, maksimum, rata-rata (mean) dan standar deviasi (δ) dari masing-masing variabel penelitian dapat dilihat pada Tabel 1.1 berikut ini:

**Tabel 1.1.**

**Hasil Descriptive Statistics**



Berdasarkan hasil perhitungan pada Tabel 1.1 nampak bahwa dari 18 perusahaan sampel dengan 90 obyek pengamatan, rata-rata DPR selama periode pengamatan (2010-2014) sebesar 0,616 (61,6%) dengan standar deviasi (SD) sebesar 0,998 (99,8%); hasil tersebut menunjukkan bahwa nilai SD lebih besar daripada rata-rata DPR. Demikian pula jarak yang terlalu besar antara nilai minimum dan nilai maksimumnya, dimana nilai minimum sebesar 0,0114 (1,14%) dan nilai maksimum sebesar 6,676 (667,6%) menunjukkan bahwa data variabel DPR mengindikasikan hasil yang kurang baik. Nilai yang ekstrim tersebut menyebabkan hasil penelitian menjadi bias sehingga data tidak normal. Hal tersebut juga dapat dikarenakan nilai standar deviasi yang mencerminkan penyimpangan dari data variabel tersebut sangat tinggi karena lebih besar dari nilai rata-ratanya. Hasil yang sama dengan DPR adalah variabel *insider ownership*. Sedangkan variabel DTA, ROA, dan FCF mempunyai penyimpangan data yang rendah.

**Theory Triming (Uji T)**

Uji *validasi koefiisen* jalur pada setiap jalur untuk pengaruh langsung adalah sama dengan pada analisis regresi, menggunakan nilai p (*p-value*) dari uji t yaitu pengujian koefisien *regresi* variabel yang dibakukan secara parsial. Berikut disajikan hasil analisis regresi secara parsial *debt to total asset* (DTA)*,* kepemilikan menejerial (IO), *return on asset* (ROA) terhadap *fre cash flow*.

**Table 1.2**

**Hasil Regresi Secara Parsial Model Pertama**



Dari hasil regresi model pertama, dapat dilihat bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan variabel independen terhadap variabel dependen dalam model ini. Variabel independen DTA berpengaruh dengan nilai signifikan 0,703>0,05, variabel IO berpengaruh dengan nilai signifikan 0,810>0,05 dan variabel ROA didapatkan nilai signifikansi 0,205>0,05 yang berarti tidak ada pengaruh yang signifikan variabel independen DTA, IO, dan ROA terhadap *free cash flow*.

***Free Cash Flow* = -0,051 DTA – 0,028IO + 0,169ROA**

**Table 1.3**

**Hasil Regresi Secara Parsial Model Kedua**



Dari hasil regresi model kedua, dapat dilihat bahwa semua variabel independen dalam model ini signifikan mempengaruhi variabel independen DPR. Variabel DTA didapatkan nilai signifikansi 0,001<0,05 yang berarti ada pengaruh yang signifikan variabel DTA terhadap DPR dengan nilai pengaruh sebesar -0,992. Variabel IO mempunyai nilai signifikan 0,048<0,05 yang berarti ada pengaruh yang signifikan antara variabel kepemilikan menejerial terhadap DPR dengan besarnya pengaruh sebesar 0,263. Variabel ROA mempunyai nilai signifikan 0,000<0,05 yang berarti ada pengaruh yang signifikan antara variabel *return on asset* terhadap DPR dengan besarnya pengaruh 0.621. Dan Variabel FCF (nlai prediksi model pertama) mempunyai nilai signifikan 0,054<0,05 yang berarti ada pengaruh yang signifikan antara variabel FCF (nilai prediksi model pertama terhadap DPR dengan besarnya pengaruh 1,974. Dari tabel 1.3 di atas, dapat disusun persamaan regresi berganda sebagai berikut:

**DPR = -0,992 – 0,263 + 0,621 + 0,529**

**PEMBAHASAN**

**Pengaruh *Debt To Total Asset*  Terhadap *Dividend Payout Ratio***

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, diketahui bahwa DTA berpengaruh negatif signifikan terhadap DPR. Besarnya pengaruh DTA yaitu sebesar -0,992 dan signifikan pada level 0,001<0,05. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian dari Noronha (1996), Sharma (2001), serta mendukung teori agency. Jain et al. (2003), menyatakan semakin besar ketergantungan perusahaan terhadap dana eksternal (hutang) maka semakin intensif pengawasan oleh penyedia dana eksternal (kreditur) terhadap kinerja manajemen, sehingga memperkecil potensi masalah keagenan (*agency problem*) antara manajer dengan pemengang saham.

**Pengaruh *Debt To Total Asset*  Terhadap *Free Cash Flow***

Dari hasil pengujian hipotesis diketahui bahwa DTA tidak memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap FCF dimana tingkat signifikansinya sebesar 0,703<0,05 dengan nilai koefisien beta sebesar-0,051. Hasil penelitian ini tidak mendukung teori Jensen (1986) yang mengungkapkan bahwa peningkatan hutang akan mengurangi *free cash flow* karena sebagian besar *free cash flow* digunakan untuk membayar hutang, sehingga tidak ada *free cash flow* dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan demi kepentingan manajemen yang merugikan pemegang saham. Temuan ini juga mendukung penelitian yang dilakukan Tong dan Green (2004). Hasil ini dapat disebabkan oleh ketidak efisienan penggunaan aset yang dimiliki perusahaan oleh pihak manajemen,hal ini terlihat jelas pada perbandingan rata rata peningkatan aset dengan rata-rata peningkatan ROA 2010-2014 yaitu sebagai berikut: tahun 2009 ke 2010 sebesar 17% : 0,06%; tahun 2010 ke 2011 sebesar 22% : 0,5%; tahun 2011 ke 2012 sebesar 13% : 0,43%; tahun 2012 ke 2013 sebesar 18% : (-3,15%); dan tahun 2013 ke 2014 sebesar 9% : (-1,41%). Dari data di atas dapat dijelaskan bahwa peningkatan rata – rata aset dari tahun ketahun tidak sejalan dengan peningkatan rata – rata ROA.

**Pengaruh *Insider Ownership* terhadap *Dividend Payout Ratio***

Hasil pengujian membuktikan bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara IO terhadap DPR. Hal ini ditunjukan dengan nilai signifikansi sebesar 0,048<0,05 dengan besarnya koefisien beta -0,263. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sunarto (2004), Mahadwatha dan Jogiyanto Hartono (2002), Mollah (2000) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh terhadap *dividend payout ratio*.Variabel ini mempunyai hubungan yang negatif terhadap *dividen payout ratio*. Hasil ini juga mendukung pernyataan Damsey dan Laber (1993) yang menyatakan bahwa semakin besar jumlah *Insider Ownership*, maka akan semakin kecil konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer.

Hasil negatif signifikan ini disebabkan oleh tindakan manajer yang lebih mendahulukan melakukan investasi ketimbang membagikan dividen. Haal ini dapat ditunjukan dengan adanya peningkatan rata-rata investasi bersih atau belanja modal perusahaan yaitu dari 2010 ke 2011 meningkat 42%, tahun 2011 ke 2012 meningkat 29%, tahun 2012 ke 2013 meningkat 27% dan tahun 2013 ke 2014 meningkat 4% (sumber data sampel).

**Pengaruh *Insider Ownership* terhadap *Free Cash Flow***

Hasil pengujian membuktikan bahwa terdapat hubungan negatif yang tidak signifikan antara IO terhadap FCF. Hal ini ditunjukan dengan nilai signifikansi sebesar 0,810 <0,05 dengan besarnya koefisien beta -0,028. Hasil ini sejalan dengan Jensen dan Ruback (1983) yang berpendapat bahwa manajer akan menggunakan arus kas yang tersedia untuk kepentingan mereka sendiri dengan berinvestasi dalam proyek-proyek yang mungkin tidak memiliki NPV positif atau proyek produktif untuk memaksimalkan keuntungan dan kekayaan pemegang saham, hal ini dibuktikan dengan adanya investasi perusahaan yang terus menerus meningkat yang dilakukan oleh manajer.

**Pengaruh *Return On Asset* terhadap *Dividend Payout Ratio***

Hasil penelitian menunjukan bahwa ada pengaruh yang kuat ROA terhadap DPR hal ini ditunjukan melalui nilai beta ROA sebesar 0,621 dan signifikan pada level 0,000 < 0,05 yang berarti terdapat pengaruh positif signifikan ROA terhadap DPR. Hasil ini mendukung teori *Residual Of Dividends* (Bringham: Kapenski: dan Daves, 1998) yang menyatakan bahwa perusahaan akan membayarkan dividen hanya ketika menghasilkan keuntungan yang tidak digunakan untuk berinvestasi dan membayar hutang serta biaya hutangnya. Hasil ini juga sejalan dengan penelitian Solberg dan Zorn (1992), Amidu dan Abor (2006), Jensen et al., (1992), dan Sunarto dan Kartika, (2003) yang menemukan bahwa bahwa terdapat hubungan positif antara *dividen payout ratio* dengan *profitability.*

**Pengaruh *Return On Asset* terhadap *Free Cash Flow***

Hasil regresi menunjukan ada pengaruh positif tidak signifikan antara variabel independen ROA terhadap variabel dependen FCF yang ditunjukan dengan nilai beta ROA sebesar 0,169 dan signifikan pada level 0,205< 0,05. Nilai ROA yang tinggi akan menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan keuntungan berbanding asset yang relatif tinggi. Hasil positif tidak signifikan ini disebabkan oleh adanya keputusan investasi yang terus meningkat oleh menejer perusahaan sehingga sebagian besar keuntungan yang di peroleh digunakan untuk investasi. Hal ini dapat dibuktikan dengan adanya penurunan rata-rata *free cash flow* perusahaan sampel dari tahun 2010-2014, yaitu: Rp.657.235.027.690; Rp.471.939.358.624;Rp.199.512.865.730;Rp.-392.168.128.492; dan Rp.-158.002.120.975. dimana jumlah FCF ini diperoleh dari pengurangan NOPAT dengan Investasi bersih.

***Free Cash Flow* Sebagai Variabel Intervening Antara *Debt To Total Asset* Dengan *Dividend Payout Ratio***

Dari hasil pengujian pengaruh mediasi, diketahui bahwa nilai t sebesar -0,323 <1,98 sehingga dapat diketahui bahwa variabel *free cash flow* tidak mampu memediasi hubungan antara *debt to total asset* terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian ini tidak mendukung teori yang menyatakan bahwa Semakin meningkatnya rasio hutang (dimana beban hutang juga semakin besar) maka hal tersebut berdampak terhadap *free cash flow* perusahaan. karena profitablitas yang diperoleh perusahaan, digunakan untuk membayar bunga pinjaman. Dengan biaya bunga yang semakin besar, maka profitabilitas (*earnings after tax*) semakin berkurang (karena sebagian digunakan untuk membayar bunga), sehingga aliran kas bebas semakin kecil yang berdampak pada pemegang saham (dividen) juga semakin berkurang (menurun). Selain itu penelitian ini mendukung teori (Mollah et al. (2000) yang menyatakan bahwa pembayaran dividen merupakan arus kas keluar, sehingga *free cash flow* yang tinggi akan memungkinkan perusahaan lebih berfokus pada pilihan antara pembayaran dividen atau menyelesaikan hutang untuk mengurangi biaya keagenan.

***Free Cash Flow* Sebagai Variabel Intervening Antara *Insider Ownership*Dengan *Dividend Payout Ratio***

Berdasarkan hasil pengujian dengan menggunakan Zobel test, diketahui bahwa nilai t hitung sebesar -1,317< 1,98, yang berarti bahwa pengaruh variabel *insider ownership* terhadap *dividend payout ratio* tidak dapat dimediasi oleh variabel *free cash flow,* hal ini mengindikasikan bahwa besarnyaaliran kas bebas yang dimiliki oleh sebuah perusahaan belum mampu mengurangi masalah keagenan yang ada dalam perusahaan. Masih kecilnya porsi kepemilikan menejerial pada perusahaan manufaktur menjadi penyebab tidak adanya pengaruh antara variabel kepemilikan menejerial terhadap kebijakan deviden dengan mediasi *free cash flow*. Selain itu jumlah pihak menejemen yang memiliki saham dalam perusahaan juga hanyalah berkisar 2-3 orang diantara keseluruhan dewan direksi dan komisaris perusahaan sehingga peningkatan kepemilikan menejerial tidak mampu menetralisir masalah agency yang timbul dalam perusahaan.

***Free Cash Flow* Sebagai Variabel Intervening Antara *Return On Asset* Dengan *Dividend Payout Ratio***

Dari hasil pengujian pengaruh mediasi, diketahui bahwa nilai Z sebesar 0,109 <1,98. sehingga dapat diketahui bahwa variabel *free cash flow* tidak mampu memediasi hubungan antara *return on asset* terhadap *dividend payout ratio.* Hasil ini tidak mendukung teori *Residual Of Dividends* (Bringham: Kapenski: dan Daves, 1998) yang menyatakan bahwa perusahaan akan membayarkan dividen hanya ketika menghasilkan keuntungan yang tidak digunakan untuk berinvestasi dan membayar hutang serta biaya hutangnya. Namun hasil ini mendukung penelitian terdahulu yang dilakukan oleh M. Asril Arilaha (2009); A. Sakir dan Muhammad Fadli, (2014) yang menyimpulkan bahwa Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai dividend.

***Free Cash Flow* Berpengaruh Positif Signifikan Terhadap *Dividend Payout Ratio***

Hasil regresi menunjukan nilai beta predictors FCF sebesar 0,529 dan signifikan pada level 0,05 < 0,05 yang berarti terdapat pengaruh positif signifikan FCF terhadap*dividend payout ratio.* Hal ini mengindikasikan bahwa meningktnya jumlah arus kas bebas perusahaan akan meningkatkan jumlah pembyaran dividen kepada pemegang saham. Hasil ini sejalan dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Hery (2009) ; Handoko (2002); Thanatawee (2011) yang menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran dividen*.* Selin itu, penelitian ini juga mendukung teori Jensen (1992) yang mengemukakan bahwa jika perusahaan mempunyai arus kas yang berlebihan maka lebih baik dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham dengan tujuan mengurangi kemungkinan kerugian pada proyek-proyek investasi yang tidak menguntungkan.

**KESIMPULAN DAN SARAN**

**Kesimpulan**

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan pada bab sebelumnya, maka secara umum dapat disimpulkan:

1. Struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*, hal ini menunjukan bahwa tinggi atau rendahnya penggunaan hutang di dalam struktur modal perusahaan, akan memiliki pengaruh yang berarti pada kebijakan pembayaran dividen yang akan dibayarkan pada pemegang saham.
2. Struktur modal berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *free cash flow*, hal ini menunjukan bahwa tinggi atau rendahnya penggunaan hutang di dalam struktur modal perusahaan, tidak memiliki pengaruh yang berarti pada jumlah aliran kas bebas.
3. Struktur kepemilikan berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi *insider ownership* di dalam struktur kepemilikan perusahaan maka semakin rendah kebijakan pembayaran dividen terhadap pemegang saham.
4. Struktur kepemilikan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *free cash flow*. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi *insider ownership*tidak memiliki pengaruh yang berarti pada jumlah aliran kas bebas.
5. *Return on asset* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, hal ini menunjukan bahwa semakin rendahnya keuntungan yang diperoleh perusahan maka kebijakan pembayaran dividen terhadap pemegang saham akan semakin kecil.
6. *Return on asset* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *free cash flow*, hal ini menunjukan bahwa semakin rendahnya keuntungan yang diperoleh perusahan, tidak memberikan pengaruh yang berarti terhadap aliran kas perusahaan.
7. *Free cash flow*tidak mampu memediasi pengaruh *debt to total asset* terhadap *dividen payout ratio.*
8. *Free cash flow*tidak mampu memediasi pengaruh *insider ownership*terhadap *dividen payout ratio.*
9. *Free cash flow*tidak mampu memediasi pengaruh *return on asset* terhadap *dividen payout ratio.*
10. *Free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividen payout ratio.* hal ini menunjukan bahwa kenaikan *free cash flow*, sering diikuti dengan peningkatan jumlah kebijakan pembayaran dividen yang dibagikan perusahaan kepada pemegang saham.

**Saran**

1. Pemegang saham dalam hal ini pemilik perusahaan harus dapat mengontrol perilaku dari para menejer sehingga keuntungan yang hasilkan memang benar-benar akan digunakanuntuk kepentingan pemegang saham yaitu berupa dividen.
2. Manajer perusahaan perlu memperhatikan kinerja profitabilitas (ROA) karena peningkatan ROA mampu meningkatkan dividen yang tinggi. Hasil menunjukan ROA yang mempengaruhi DPR secara signifikan, sehingga ROA harus dijaga, karena yang paling dominan menjadi perhatian dan berpengaruh terhadap DPR adalah ROA.

**DAFTAR PUSTAKA**

Ade, Y. (2008). Hubungan *Struktur Kepemilikan dan Eksternal Monitoring terhadap Agency Cost dan Aliran Kas*, Jurnal Keuangan dan Perbankan, Vol. 12, No 3. Pp.343-354.

Afza Talat. (2010). *Ownership Structure and Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakista,.* International Business Research Vol. 3. No.3.

Alli, K.L., A.Q. Khan, and G.G. Ramirez. (1993). Determinant *of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis,* The Financial Review, pp. 523–547.

Amidu, M., and Abor, J. (2006). *Determinants of Dividend Payout Ratios in Ghana*, The Journal of Risk Finance, Vol. 7, No.2, pp.136-145.

Arifnto, N.I. (2011). *Analisis Pengaruh Agency Cost Terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Empiris Pada Perusahaan Non Keuangan Yang Listing Di Bursa Efek Indonesia*).

Asquith, P. And D. Mullins, Jr. (1983). *The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders’wealth*, Journal of Business 56, pp. 77-96.

Auditta, I.G., Sutrisno, dan Achsin, M. (2011). *Pengaruh Cash Ratio, Debt To Equity Ratio, Dan Return On Asset Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia*. Tesis, Program Studi Akuntansi, Program Magister Pascasarjana Universitas Udayana, Denpasar.

Bhattacharya, S. (1979). *Imperfect information, dividend policy and the bird in the hand fallacy,* Bell Journal of Economics 10, 259-27.

Brigham, E.F. and Houston, J.F. (1990). *Fundamental of Financial Management*, Fifth Edition. The Dryden Press, New Y ork.

Brigham, E.F. dan Houston, J.F,. (2006). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Buku Kedua. Edisi Kesepuluh. Jakarta : Penerbit Salemba Empat.

Brigham, Eugene F (2005), *Fundamental of financial Management*. The Dryden Press:

Chang, M. dan Rhee, K.R. (1990). *Testing Trade Offand Pecking Order Predictions about Dividen ds and Debt*. The Center for Research in Security Prices Working Paper . pp.1-38

Crutchley, C, and Hansen, R.A. (1989). *Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends*, Financial Management, Winter (1989), 36-46.

Dempsey. S. Laber. G. & Rozeff. M. (1993). *Dividend policies in practice: Is there an industry effect*. Quarterly Journal of Business and Economics , 32 (4), 3-13.

Easterbrook, and Frank. H. (1984). *Two Agency- Cost Explanations of Dividends*, American Economic Re view, Vol. 74, September 1984, 650- 659.

Faisal, Muhamad. (2004). Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Set Kesempatan Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Hutang (Studi Empiris pada Perusahaan Perusahaan Sektor Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). Tesis. Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponogoro Semarang.

Fama, E.F. and French, K.R. (1998), *Taxes Financing Decisions and Firm Value*, The Journal of Finance, Vol. 53, No. 3. (Jun., 1998), pp. 819-843.

Fama, Eugene. F. (1990). *Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity*. The journal of finance. vol. 45. no. 4. pp. 1089-1108, Finance, 40: 1053-1070., Finance. 25 (4): 1031-1070.

Fira, Puspita. (2009). *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio (Studi Kasus Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2007)*. Tesis. Program Studi Magister Manajemen Program Pasca Sarjana Universitas Diponogoro Semarang.

Frankfurter, George M. and Bob G. Wood, Jr. (2002). *Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests*, International Review of Financial Analysis11, 111-138.

Fusi, Nugrahaini, (2002), *Analisis Hubungan Antara Kebijakan Insider Ownership, Kebijakan Debt, dan Kebijakan Dividend Secara Simultan (Studi Pada Perusahaan-Perusahaan di BEJ Tahun 1997-1999)*,” Tesis, Program Pascasarjana Universitas Diponegoro. Semarang.

Gede, I. Ananditha, W. (2012). *Pengaruh Cash Ratio, Debt To Equity Ratio, Dan Return On Asset Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia*. Tesis. Program Studi Magister Akuntansi, Program Pascasarjana Universitas Udayana Denpasar.

Ghozali, Imam. (2011). Aplikasi *Analisis Multivariate dengan Program SPSS 19*. Edisi kelima. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro

Hadianto, Bram dan Herlina. (2010). *Prediksi Arus Kasbebas, Kebijakan Utang, Dan Profitabilitas Terhadap Kemungkinan Dibayarkannya Dividen Studi Empirik Pada Emiten Pembentuk Indeks Kompas 100 Di Bursa Efek Indonesia*. Jurnal Manajemen Bisnis, vol. 3, no. 1. Pp.53-74.

Handoko, J. (2002). *Pengaruh Agency costs terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan-Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta*. Jurnal Widya Manajemen dan Akuntansi, Vol. 2, No. 3. Hal 180-190.

Horne, Van, J.C., dan Wachowic, J.R. (2007). *Fundamental of Finance Management*. Buku Kedua. Jakarta: Penerbit Erlangga. Jakarta.

Husnan, S. (2001). *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan Keputusan Jangka Panjang*. Edisi kedua. Fakultas Ekonomi UGM. Yogjakarta.

Husnan, S., dan Pudjiastuti, E. (2004). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Keempat. Yogjakarta : Penerbit Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN.

Jain, B A., Shekhar, C., dan Tobey, V,. 2003. Determinats *of Dividend Initiation By IPO Issuing Firm*. Journal Of Banking and Finance 23. pp. 1 – 31.

Jensen, G.R., Solberg, D.P., and Zorn, T. S., (1992). *Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 27: 247-263.

Jensen, M C., (1986). *Agency Cost Of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeover*. American Economics Review. Vol 76. pp. 323-339.

Jensen, Michael C., William, H. Meckling. (1976), *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Stucture*, The Journal of Financial Economic.

John, K. and J. Walliams (1985). Dividends, Dilution, and Taxes: A signaling Equilibrium,. Journal of of Finance, Vol. 40, No. 4 (Sep., 1985), pp. 1053-1070.

Keown, J. Arthur, Scott Jr, David F, Martin D John, Petty William J. (2010). *DasarDasar Manajemen Keuangan. Buku II*. Edisi Pertama. Jakarta : Penerbit Salemba Empat. Anggota IKAPI.

Khairudin, Ellyas. (2010). “*Pengaruh Debt To Equity Ratio, Insider Ownership, Sales Growth, dan Frim Size Terhadap DPR*”. Tesis Program Pasca Sarjana Magister Manajemen Universitas Diponegoro, Semarang.

Kusuma, H. {2006). “*Efek Informasi Asimetri terhadap Kebijakan Dividen*”. JAAI, Vol. 10, No. 1, h. 1-12.

Lintner, J. (1956). *"Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes,"*, Imencan Economic Review(May 1956), pp. 97-113.

Lucyanda, J. (2012). *Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kempemilikan Terhadap Dividend Payout Ratio*. Jurnal Dinamika Akuntansi, Vol. 4, No. 2, September 2012, pp. 129-138.

Maqsudi, A., dan Ambon, R.M. (2004). *Pengaruh Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan-Perusahaan Go Public di PT. BEJ*. Jurnal Ekonomi dan Bisnis Vol. 8 No. 1 Januari 2004. Hal 7 – 14.

Miller, M. dan Modigliani, F. (1961), ͞*Dividend Policy, Growth and The Valuatio of Shares,*  Journal of Business, vol. 34, pp. 411-433.

Miller, M. H. and K. Rock, (1985). *Dividend Policy under asymmetric information*. The journal of Finance , 40 (4), 1031-1051.

Moh’d, M., L. Perry and Rimbey. J. (1995). *An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy*. Financial Review30 (2), 367-385.

Moh’d, M., L. Perry and Rimbey.J. (1998). *The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time-Series Cross-Sectional Analysis*. Financial Review 33. 85-98.

Mollah, A., Sobur, and Keasen, K. (2000). *The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from The Dhaka Stock Exchange*, Journal of Financial and Quantitative Analysis.

Mosavi, S.A., Honarbakhsh, S., and Ghaedi, M. (2013). Ownership *structure and dividend policy evidence from the Tehran stock market*, African Journal of Business Management, Vol. 7 (25), pp. 2432-2443.

Myers, Stewart C. (1984). “The Capital Structure Puzzle”, Journal of Finance 39, 575-592.

Noronha, G M., Shome, D.K.,dan Morgan G.E. (1996). *The Monitoring Rationale for Dividend and The Interaction of Capital Structure and Dividend Decisions*. Journal Banking and Finance 20: 439-454.

Potter, W. J. (1990). *Adolescents' perceptions of the primary values of television programming*. Journalism Quarterly, 67, 843-851.

Pramastuti, Suluh. (2007). *Analisis Kebijakan Dividen: Pengujian Dividend Signaling Theory dan Rent Extraction Hypotesis*. Naskah Publikasi, Program Pascasarjana Jurusan Manajemen Magister Sains Ilmu-ilmu Ekonomi Universitas Gajah Mada Yogjakarta.

Pujiastuti, Triani. (2008). “*Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur dan Jasa yang Go Public Di Indonesia*”. Jurnal Keuangan dan Perbankan Vol. 12 No. 2. Mei. Hal 183-197.

Putra, A., Ratnadi. (2006). *Analisis Biaya Keagenan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa efek Jakarta*. Jurnal Riset AkuntansiVol. 5.Hal. 37–47.

Putri, Imanda Firmansyah, dan Mohammad Nasir. (2006). ”*Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan*”. Simposium Nasional Akuntansi 9: 1-18.

Ross, S.A., (1977). *The Determination of Financial Structure : The Incentive-Signalling Approach*. Bell Journal of Economics 8., 23-39.

Ross, S.A., Westerfield, R.W., and Jaffe, J. (2000), *Fundamentals of Corporate Finance*, New York: McGraw-Hill.

Rozeff, M.S. (1982). *Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios*, The Journal of Financial Research,Vol. 5, No. 3.

Sakir, A., dan Fadli, M. (2014). *Influence Of Managerial Ownership, Debt Policy, Profitability,Firm Size,And Free Cash Flow On Dividend Policy*, Delhi Business Review, Vol. 15, No. 1.

Sartono, A. (2001). *Long Term Financing Decision : Views and Practicies of Financial Managers of Listed Public Firms in Indonesia*. Gadjah Mada International Journey of Business 3. pp. 35 – 44.

Sartono, A. (2001). *Kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership), Utang dan Kebijakan Dividen Pengujian Empirik Teori Keagenan (Agency Theory)*. JSB. Vol. 6, No. 2. Hal.107-119.

Sartono, A. (2012). *Manajemen Keuangan Teori Dan Aplikasi Edisi 4*. Penerbit BPFE. Yogyakarta

Saxena, A,K,. (1999). Determinant of Dividend Policy: Regulated Versus Unregulated Firms. The Journal of Finance.

Sekaran, U. (2003). *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*. Edisi Keempat. New York: John Willey and Sons Inc.

Sharma, S. (2001), *Do Dividend Initiation Signal Prosperity?*. Journal of Finance 51 : 1 – 36.

Spica, Amilia, L., dan Meliza, Silvy. (2006). *Analisis* *Kebijakan Dividend dan Kebijakan Leverage terhadap Prediksi Kepemilikan Manajerial dengan Tekhnik Analisis Multinomial Logit*. Jurnal Akuntansi dan Bisnis. Vol 6, No.1.

Sugeng, B. (2009), *Analisis Reaksi Pasar (Investor) Terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Pada Perusahaan-Perusahaan Go-Public Di Indonesia*. Jurnal. Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Malang.

Sugeng, B. (2009). *Pengaruh* *Struktur Kepemilikan Dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Di Indonesia.* Jurnal Ekonomi Bisnis. Fakultas Ekonomi Negeri Malang.

Sugiarto, G. (2008). “*Kebijakan Dividend Perusahaan-Perusahaan Terbuka Non-Keuangan yang dikontrol Keluarga”. Akuntabilitas*.Maret 2008. Pp. 135-149.

Sugiyono. 2006. Metode Penelitian Bisnis. Bandung : Alfabeta.

Sunarto, dan Andi Kartika. (2003). *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividen Kas di Bursa Efek Jakarta*. Jurnal Bisnis dan Ekonomi, Vol. Maret, 2003. hal.67-82.

Sunarto. (2004). *Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Investment Opportunity Set, Return On Asset, Dan Debt To Equity Ratio Terhadap Dividend Payout Ratio*.Tesis. Program Studi Magister Akuntansi, Program Pascasarjana Universitas Diponogoro.

Susilowti, F. (2015). Konflik Keagenan: Hubungan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Deviden. Jurnal keuangan dan perbankan, Vol.19. pp. 67-75.

Sutrisno, (1999). *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Dividend payout ratio pada Perusahaan Publik di Indonesia*, FE-Unibraw, Malang.

Sutrisno. (2005). *Manajemen Keuangan. Edisi Kelima*. Ekonisia Fakultas Ekonomi UII. Yogjakarta.

Suwendra, K. (2007). *Analisis Pengaruh Struktur Kepemilikan, Investment Opportunity Set (IOS), dan Rasio-Rasio Keuangan Terhadap Dividend Payout Ratio (DPR) (Studi Komparatif pada Perusahaan PMA dan PMDN di Bursa Efek Jakarta periode 2003-2005*). Tesis. Program Studi Magister Manajemen Program Pasca Sarjana Universitas Diponogoro Semarang.

Ramli. Ishak.1(994) *Analisa Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijkan Deviden Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*”, Pustaka FE-Universitas Taruma Negara, 1994.

Tong. T. At. Al. (2004). *Ownership types Strategic Groups In An Emerging Economy*. Journal of Management Studies, 41 (7): 1105-1129.

Utami, S.R. (2011). *Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia*. European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences. 1450-2275.

Utami, Siti, R. (2011). *Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia*. EuroJournals, Inc. 1450-2275.

Vogt, S.C. (1994). *The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence From U.S Manucfaturing Firms*, Financial Management, Vol. 23, No. 2, pp.3-20.

Warrad, L., Abed S., Khriasat O., and Al-Sheikh I. (2011). *The Effect of Ownership Structure on Dividend Payout Policy: Evidence from Jordanian Context. The Editorial Board of International Board of Economics and Finance*, Canadian center of science and education.