

## PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN, *FREE CASH FLOW*, DAN *LEVERAGE* TERHADAP *DIVIDEND PAYOUT RATIO*

Angelica<sup>1</sup>, Yusbardini<sup>2</sup>

<sup>1</sup>Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Tarumanagara Jakarta

Email: angelicagunawan10@gmail.com

<sup>2</sup>Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Tarumanagara Jakarta\*

Email: Yusbardini@fe.untar.ac.id

\*Penulis Korespondensi

Masuk: 31-01-2022, revisi: 20-03-2022, diterima untuk diterbitkan: 16-07-2022

---

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis bagaimana pengaruh struktur kepemilikan manajerial, struktur kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan *leverage* terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan sektor barang dan konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2015-2019. Penelitian ini menggunakan data sekunder yang didapat dari *website* resmi BEI dengan sampel sebanyak 11 perusahaan per tahunnya yang ditentukan menggunakan *purposive sampling*. Analisis data yang digunakan yakni analisis regresi linier berganda. Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*, namun *free cash flow* dan *leverage* (DER) tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

**Kata Kunci:** kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, *leverage*, dan dividen

### ABSTRACT

*This study examines the impact of managerial ownership, institutional ownership, free cash flow, and leverage to dividend payout ratio in goods and consumption sector companies listed on the Indonesia Stock Exchange for the 2015-2019 period. This study used secondary data obtained from the IDX official website with a sample of 11 companies per year determined using purposive sampling. Data analysis used multiple linear regression analysis. The results of this study state that managerial ownership and institutional ownership has a positive and significant effect on the dividend payout ratio, while free cash flow and leverage has no significant effects on the dividend payout ratio.*

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

## 1. PENDAHULUAN

### Latar belakang

Suatu perusahaan dalam kelangsungan usahanya akan selalu membutuhkan modal. Modal perusahaan dapat bersumber dari internal maupun eksternal. Sumber internal dapat berasal dari laba perusahaan, sedangkan sumber eksternal berasal dari para investor yang menanamkan modalnya di perusahaan maupun dari. Seorang investor dalam melakukan kegiatan berinvestasi memiliki tujuan untuk mendapat imbalan berupa dividen. Dalam menentukan keputusan, seorang investor membutuhkan informasi yang memadai. Prasetyono (2000) dalam Khurniaji & Raharja (2013) menyatakan bahwa informasi mengenai pembayaran dividen merupakan faktor penentu apakah seorang investor akan menginvestasikan dananya atau tidak. Para investor cenderung menyukai perusahaan dengan pembayaran dividen yang relatif tinggi dan stabil.

Disisi lain, perusahaan juga membutuhkan dana untuk melakukan ekspansi bisnis. Semakin besar perusahaan mengalokasikan laba untuk pembayaran dividen, maka semakin rendah pula proporsi

laba untuk sumber pendanaan perusahaan. Jensen (1986) menyatakan bahwa pemegang saham akan mengharapkan pembagian dividen sementara manajer cenderung lebih menyukai laba ditahan untuk tujuan mempertahankan kontrol yang lebih tinggi atas sumber daya perusahaan. Hal inilah yang memicu timbulnya masalah keagenan dimana terdapat dua kepentingan yang berbeda antara pemegang saham dan manajer. Masalah keagenan ini dapat diminimalisir dengan meningkatkan persentase kepemilikan saham oleh manajer. Brigham dan Houtson (2011) menyatakan bahwa masalah keagenan dapat timbul apabila kepemilikan saham oleh manajer kurang dari 100%. Dengan keterlibatan manajer sebagai pemegang saham, maka manajer akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan terkait dividen, karena manajer juga akan turut merasakan dampak dari keputusan tersebut.

Selain kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional juga dipercaya dapat mengurangi konflik keagenan. Hal ini dikarenakan pihak institusi berperan sebagai pengawas untuk memonitoring kinerja manajer. Semakin tinggi persentase kepemilikan institusional akan diikuti dengan semakin ketatnya pengawasan yang dilakukan. Perusahaan dengan tingkat kepemilikan institusional yang tinggi cenderung membagikan dividen dengan proporsi yang tinggi juga. Hal ini karena pihak institusi cenderung menyukai perusahaan dengan pembagian dividen yang tinggi dan stabil.

Perusahaan membagikan dividen dari kas bebas perusahaan. Ross *et al.* (2000) menyatakan bahwa *free cash flow* merupakan kas lebih yang tersedia untuk didistribusikan kepada kreditur dan pemegang saham yang sebelumnya telah dikurangi dengan *working capital*. Pembayaran dividen dilakukan untuk mengurangi arus kas lebih yang dimiliki perusahaan. Hal ini untuk menghindari peluang manajer untuk melakukan pemborosan dengan melakukan investasi yang pada dasarnya bukan untuk kepentingan pemegang saham.

Perusahaan yang *profitable* dan dengan tingkat *leverage* yang rendah cenderung memiliki persentase pembayaran dividen yang tinggi, begitupun sebaliknya. *Leverage* mencerminkan sejauh mana perusahaan menggunakan utang untuk membiayai investasinya. Semakin tinggi *leverage* perusahaan akan menurunkan persentase pembagian dividen karena laba perusahaan akan lebih banyak dialokasikan pada pelunasan kewajiban perusahaan.

Dari pemaparan masalah di atas, penulis tertarik untuk melakukan penelitian yang berjudul “Pengaruh Struktur Kepemilikan, *Free Cash Flow*, dan *Leverage* terhadap *Dividend Payout Ratio* pada Sektor Barang Konsumsi Periode 2015-2019”.

### **Kajian teori**

Teori Keagenan (*Agency Theory*). Teori ini menjelaskan hubungan kontraktual antara pihak satu dengan pihak yang lainnya. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan hubungan keagenan terjadi apabila terdapat suatu kontrak yang melibatkan prinsipal (investor) dan agen (manajer).

Teori Sinyal (*Signaling Theory*). Brigham dan Houston (2011) menjelaskan bahwa isyarat atau sinyal merupakan suatu tanda yang diberikan manajer untuk investor tentang bagaimana manajer menilai prospek perusahaan di masa mendatang. Sinyal yang diberikan dapat berupa publikasi laporan keuangan ataupun informasi pembayaran dividen.

Teori “*Pecking Order*”. Teori ini mengurutkan sumber pendanaan yang paling disukai perusahaan. *Pecking Order Theory* pertama kali dikemukakan oleh Myers (1984) dengan asumsi bahwa sumber pendanaan yang paling disukai perusahaan ialah sumber pendanaan internal.

*Dividend Payout Ratio* adalah rasio yang menunjukkan persentase keuntungan perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen tunai.

Kepemilikan Manajerial adalah tingkat kepemilikan saham oleh pihak manajemen dimana manajer dalam hal ini memiliki peran ganda sebagai pengelola perusahaan sekaligus pemegang saham perusahaan. Mahadwartha dan Hartono (2002) menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan saham yang dimiliki manajer akan mendorong manajer untuk lebih fokus dan berusaha memaksimalkan *return* demi kepentingan investor yang mana melibatkan diri mereka sendiri.

Kepemilikan Institusional adalah proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh suatu institusi atau lembaga, dan *blockholders*. Pihak institusi memiliki peran sebagai *monitoring agent* untuk mengawasi perilaku manajer dalam mengelola perusahaan.

*Free Cash Flow* merupakan arus kas operasional yang sebelumnya telah dikurangi dengan *capital expenditure* yang dipakai perusahaan untuk mendanai kapasitas produksi masa sekarang. Aliran kas bebas ini tersedia untuk dibagikan kepada penyedia modal yaitu kreditur dan pemegang saham (Yusbardini, 2018).

*Leverage* merupakan suatu pengukuran yang digunakan untuk melihat sejauh mana perusahaan menggunakan utang untuk mendanai aktiva perusahaan.

Menurut Brigham dan Houtson (2011), masalah keagenan akan timbul jika persentase kepemilikan saham oleh manajer kurang dari 100%. Hal ini menunjukkan bahwa dengan keterlibatan manajer dalam kepemilikan saham akan mengurangi konflik keagenan dimana manajer akan berusaha untuk memberikan *return* yang maksimal kepada pemegang saham. Oleh karena itu, peningkatan kepemilikan saham oleh manajer akan diikuti dengan meningkatnya *dividend payout ratio*.

Jansen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan institusional merupakan salah satu mekanisme yang dapat digunakan untuk meminimalisir masalah keagenan. Lembaga atau institusi cenderung menyukai perusahaan dengan pembagian dividen yang tinggi. Perusahaan dengan tingkat kepemilikan institusional yang tinggi juga cenderung memiliki *dividend payout ratio* yang tinggi.

Pembayaran dividen dilakukan dengan membagikan *free cash flow* perusahaan. Perusahaan yang *profitable* dan memiliki *free cash flow* yang tinggi memiliki peluang untuk membagikan dividen lebih besar. Oleh karena itu, peningkatan *free cash flow* dapat diikuti dengan meningkatnya pembayaran dividen.

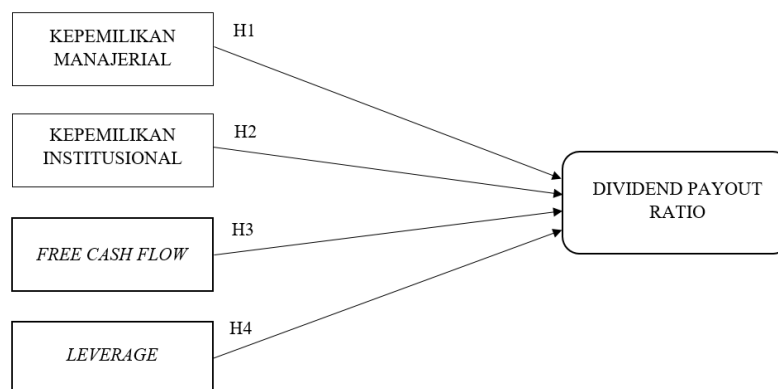
Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi cenderung membayar dividen lebih kecil. Peningkatan utang akan berpengaruh terhadap besar kecilnya laba perusahaan. Semakin tinggi kewajiban yang dimiliki perusahaan untuk membayar hutang, maka semakin rendah pula kemampuan perusahaan dalam membayar dividen.

Nurningsih (2005) dalam penelitiannya menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Berbeda dengan penelitian Chen & Steiner (1999) dimana kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Menurut Mursalim (2009), terdapat hubungan yang positif dan signifikan antara kepemilikan institusional dengan *dividend payout ratio*. Sementara itu, Richard *et al.* (2004) menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh secara signifikan terhadap pembayaran dividen di Jerman. Petar *et al.* (2019) menyatakan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap

pembayaran dividen, namun Yeo (2018) dalam penelitiannya pada perusahaan pelayaran di Korea menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Eko Wahjudi (2020) dalam penelitiannya menemukan *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*, sementara penelitian Sinaei dan Habibi (2012) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

### Hipotesis

- H1: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*
- H2: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*
- H3: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*
- H4: *Leverage* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*



Gambar 1. Kerangka pemikiran

## 2. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan data sekunder, yaitu data berupa laporan keuangan tahunan perusahaan barang konsumsi yang diperoleh dari situs resmi Bursa Efek Indonesia, yaitu *idx.co.id*. Data yang digunakan ialah data panel yang merupakan gabungan dari data *time series* dan data *cross section*. Dari populasi sebanyak 56 perusahaan barang konsumsi yang terdaftar di BEI selama periode 2015-2019, setelah melalui Teknik *purposive sampling*, didapatkan sampel sebanyak 11 perusahaan per tahun. Data yang telah terkumpul kemudian akan diolah menggunakan perangkat lunak Eviews versi 10.

Variabel independen dalam penelitian ini terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan *leverage*, sementara variabel dependennya ialah *dividend payout ratio*.

Pada penelitian ini, variabel *dividend payout ratio* diukur dengan rumus:

$$DPR = \frac{\text{dividend per share}}{\text{earning per share}}$$

Pada penelitian ini, variabel kepemilikan manajerial diukur dengan rumus:

$$MOWN = \frac{\text{jumlah kepemilikan saham manajerial}}{\text{jumlah saham beredar}}$$

Pada penelitian ini, variabel kepemilikan institusional diukur dengan rumus:

$$\text{INST} = \frac{\text{jumlah kepemilikan saham institusional}}{\text{jumlah saham beredar}}$$

Pada penelitian ini, variabel *free cash flow* diukur dengan rumus:

$$\text{FCF} = \frac{\text{operation cash flow} - \text{capital expenditure}}{\text{total assets}}$$

Pada penelitian ini, variabel *leverage* diukur dengan rumus:

$$\text{DER} = \frac{\text{total debt}}{\text{total equity}}$$

Penelitian ini menggunakan teknik analisis regresi data panel dan analisis statistik deskriptif. Untuk menentukan model regresi dilakukan uji chow dan uji hausman. Kemudian dilakukan uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolinearitas, dan uji heteroskedastisitas. Pada uji hipotesis dilakukan uji t, uji f, dan uji koefisien determinasi.

### 3. HASIL DAN PEMBAHASAN

#### Hasil analisis statistik deskriptif

Tabel 1. Hasil analisis statistik deskriptif

	DPR	MOWN	INST	FCF	DER
Mean	0,439531	0,058696	0,673830	0,052455	0,900438
Median	0,380282	0,000875	0,737739	0,026271	0,682573
Maximum	1,000000	0,821427	0,960912	0,354260	2,909487
Minimum	0,151403	0,000000	0,000000	-0,154692	0,076125
Std. Dev.	0,240605	0,164526	0,190738	0,106688	0,807524
Skewness	1,043375	3,777470	-1,604869	1,249416	1,107361
Kurtosis	3,235878	17,36118	6,449964	4,488350	3,046120
Jarque-Bera	10,10663	603,4428	50,88569	19,38601	11,24549
Probability	0,006388	0,000000	0,000000	0,000062	0,003615
Sum	24,17421	3,228299	37,06065	2,885023	49,52411
Sum Sq. Dev.	3,126090	1,461724	1,964576	0,614645	35,21310
Observations	55	55	55	55	55

Sumber: data pribadi yang diolah dengan *software* Eviews-10

#### Hasil uji Chow

Berdasarkan hasil uji chow, nilai probabilitas sebesar 0,0000 dimana nilai tersebut lebih kecil dari 0,05. Hal ini menunjukkan model estimasi yang terpilih adalah *Fixed Effect Model* (FEM).

#### Hasil uji Hausman

Berdasarkan tabel hasil uji hausman memiliki nilai probabilitas sebesar 0,0000 dimana nilai tersebut lebih kecil dari 0,05. Hal ini berarti model estimasi yang terpilih adalah *Fixed Effect Model* (FEM).

### Uji normalitas

Nilai probabilitas dari statistik Jarque-Bera sebesar 0,458314. Nilai probabilitas tersebut lebih besar dari nilai signifikansi yang disyaratkan, yaitu sebesar 0,05. Maka dapat dikatakan bahwa data berdistribusi normal.

### Uji multikolinearitas

Nilai korelasi antar variabel-variabel independen kurang dari 0,8 dimana hal ini menunjukkan bahwa data terbebas dari gejala multikolinearitas.

### Uji heteroskedastisitas

Dari hasil pengujian heteroskedastis diperoleh nilai probabilitas variabel kepemilikan manajerial (MOWN) sebesar 0,3347, variabel kepemilikan institusional (INST) sebesar 0,1334, variabel *free cash flow* (FCF) sebesar 0,6056, dan variabel *leverage* (DER) sebesar 0,4959. Keempat variabel pada penelitian ini memiliki nilai probabilitas diatas tingkat alpha sebesar 0,05 yang berarti data pada penelitian ini merupakan data yang homoskedastisitas atau terbebas dari masalah heteroskedastisitas.

### Hasil analisis regresi linier berganda

Tabel 2. Hasil analisis regresi linier berganda

Variable	Coefficient	Std. Error	t-statistic	Prob.
C	0,369030	0,090817	4,063454	0,0002
MOWN	0,200903	0,083225	2,413957	0,0204
INST	0,228679	0,073584	3,107731	0,0035
FCF	-0,058077	0,149122	-0,389461	0,6990
DER	-0,102545	0,060285	-1,700997	0,0967

Sumber: data pribadi yang diolah dengan *software* Eviews-10

### Hasil uji-t

Berdasarkan tabel 2, dapat diketahui bahwa variabel kepemilikan manajerial memiliki nilai *coefficient* sebesar 0,200903 dengan nilai probabilitas 0,0204, atau lebih kecil dari 0,05. Maka artinya variabel kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Variabel kepemilikan institusional memiliki nilai *coefficient* sebesar 0,228679 dengan nilai probabilitas 0,0035, atau lebih kecil dari 0,05. Maka artinya variabel kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Variabel *free cash flow* memiliki nilai *coefficient* sebesar -0,058077 dengan nilai probabilitas 0,6990, atau lebih besar dari 0,05. Maka artinya variabel *free cash flow* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Variabel *leverage* memiliki nilai *coefficient* sebesar -0,102545 dengan nilai probabilitas 0,0967, atau lebih besar dari 0,05. Maka artinya variabel *leverage* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

### Hasil uji-F

Tabel 3. Hasil uji-F

F-statistic	62,21197	Durbin-Watson stat	1,522069
Prob(F-statistic)	0,000000		

Sumber: data pribadi yang diolah dengan *software* Eviews-10

Berdasarkan tabel diatas, dapat dilihat bahwa nilai probabilitas (*f-statistic*) sebesar 0,000000 < 0,05 atau nilai probabilitas (*f-statistic*) lebih kecil dari tingkat signifikansi alpha 0,05. Sehingga, berdasarkan hasil tersebut dapat ditarik kesimpulan bahwa  $H_a$  diterima, yang berarti variabel

kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan *leverage* secara bersama-sama memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan sektor barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2015-2019.

### Hasil uji koefisien determinasi ( $R^2$ )

Tabel 4. Hasil uji koefisien determinasi

R-squared	0,956091	Mean dependent var	0,699161
Adjusted R-squared	0,940722	S.D. dependent var	0,467319
S.E. of regression	0,081971	Sum squared resid	0,268769
F-statistic	62,21197	Durbin-Watson stat	1,522069
Prob(F-statistic)	0,000000		

Sumber: data pribadi yang diolah dengan *software* Eviews-10

Hasil uji koefisien determinasi pada tabel diatas menunjukkan nilai *adjusted r-squared* ( $R^2$ ) sebesar 0,940722 yang berarti bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan *leverage* memiliki kontribusi sebesar 94,07% terhadap *dividend payout ratio*. Sedangkan sisanya sebesar 5,93% merupakan kontribusi dari variabel lainnya diluar penelitian ini.

### Diskusi

#### Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio*

Variabel kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap variabel DPR. Hal ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Chen dan Steiner (1999) dan Mursalim (2009) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap DPR. Namun hasil ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kartika Nurningsih (2005) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. Peningkatan persentase saham yang dimiliki manajer akan diikuti dengan pembayaran dividen yang relatif tinggi.

#### Pengaruh kepemilikan institusional terhadap *dividend payout ratio*

Variabel kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap variabel DPR. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Richard *et al.* (2004) yang meneliti tentang perilaku pembayaran dividen di Jerman dimana hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap DPR. Namun sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mursalim (2009) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap DPR. Selain perannya sebagai pengawas, pihak Lembaga atau institusi dalam kegiatan investasi mereka juga bertujuan untuk mendapatkan keuntungan. Karena itu, perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi cenderung memiliki *dividend payout ratio* yang tinggi pula.

#### Pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio*

Variabel *free cash flow* memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap DPR. Hasil ini bertolak belakang dengan penelitian Petar *et al.* (2019) yang menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap DPR. Namun hasil serupa didapatkan pada penelitian Yeo (2018) pada perusahaan pelayaran di Korea Selatan dimana hasilnya menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen. Hal ini dikarenakan perusahaan memilih untuk mengalokasikan laba mereka sebagai laba ditahan untuk meningkatkan investasi dan ekspansi perusahaan.

### **Pengaruh *leverage* terhadap *dividend payout ratio***

Variabel *leverage* memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hasil ini tidak sejalan dengan penelitian Eko Wahjudi (2020) yang menyatakan variabel *leverage* berpengaruh secara signifikan terhadap DPR, dimana peningkatan utang mengakibatkan penurunan pembayaran dividen secara signifikan. Namun hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Putra (2015) dimana *leverage* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Perusahaan dalam hal ini menjaga tingkatan utangnya agar tetap dalam posisi aman dengan melunasi kewajibannya kepada kreditor, namun tidak melupakan kepentingan para pemegang saham dengan tetap membagikan dividen.

## **4. KESIMPULAN DAN SARAN**

Berdasarkan hasil analisis data dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Sedangkan *free cash flow* dan *leverage* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu keterbatasan penggunaan variabel dimana penelitian ini hanya menggunakan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, serta *leverage* sebagai variabel independen, periode penelitian terbatas hanya selama 5 tahun, dan keterbatasan pengambilan sampel dimana penelitian ini hanya mengambil sektor barang konsumsi untuk diobservasi. Untuk penelitian selanjutnya disarankan untuk dapat mengkaji topik serupa dengan mengambil lebih banyak variabel-variabel independen lainnya seperti profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, peluang investasi, tingkat pertumbuhan perusahaan, dan lainnya. Penelitian selanjutnya juga diharapkan dapat memperluas ruang lingkup pengambilan sampel pada perusahaan yang beragam dan dengan periode yang lebih lama.

## **REFERENSI**

- Brealey, Richard A., et al. (2004). *Fundamental Of Financial Management, 10th Edition*, Thomson, South Western USA.
- Brigham, E. F. dan Houston, J. F. (2011). *Dasar-dasar Manajemen Keuangan Terjemahan. Edisi 10*. Jakarta: Salemba Empat.
- Chen, R. C. & Steiner, T. (1999). Managerial Ownership and Agency Conflicts : a Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy, *Financial/tev/ew(34)*: 119-137.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, Vol. 76 No. 2. hal. 323-329.
- Jensen, M.C. dan Meckling W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4. hal. 305-360.
- Khurniaji, A. W., & Raharja, S. (2013). Hubungan Kebijakan Dividen (DPR dan DYIELD) terhadap Volatilitas Harga Saham di Perusahaan-Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Diponegoro Journal Of Accounting*. Vol. 2, No.3.
- Mahadwartha, P. A., & Hartono, J. (2002). Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen. *Symposium Nasional Akuntansi*, 6, 1-29.
- Mursalim (2009). Persamaan Struktural: Aktivisme Institusi, Kepemilikan Institusional dan Manajerial, Kebijakan Dividen dan Utang. *Jurnal Akuntansi dan Auditing Indonesia*, Vol. 13 No. 1. ISSN 1410-2420.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*. V.39 (3): 573-592.



- Nurningsih, K. (2005). Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial Kebijakan Utang ROA dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia, Volume 2*, No. 2, Juli-Desember, Hal. 103-123.
- Petar, P. Ivan, P. Stjepan. L. (2019). Free Cash Flow as Dividend Determinant. *Proceedings of FEB Zagreb International Odyssey Conference on Economics and Business; Zagreb, Vol. 1*, Iss. 1.
- Putra, Rafeal Eka (2015). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Growth, dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal UMRAH*.
- Ross, Stephen A. *et al.* (2000). *Fundamental of Corporate Finance*. Fifth Edition. Boston: Irwin McGraw-Hill.
- Sinaei, A., & Habibi, L. (2012). An investigation of factors relevant to payout ratio in listed firms on the Tehran stock exchange. *International Journal of Multidisciplinary Management Studies, 2*(2), 22–37.
- Wahjudi, Eko. (2020). Factors affecting dividend policy in manufacturing companies in Indonesia Stock Exchange. *The Journal of Management Development; Bradford, Vol. 39*, Iss. 1.
- Yeo, H. (2018). Role of Free Cash Flows in Making Investments and Dividend Decisions. *The Asian Journal of Shipping and Logistics*, 113-118.
- Yusbardini (2018). Pengaruh Economic Value Added (EVA) dan Komponen-Komponen EVA terhadap Imbal Hasil Saham pada Industri Barang Konsumsi di BEI. *Jurnal Muara Ilmu Ekonomi dan Bisnis. Vol. 2*, No. 2, 465-471.