

PENGARUH *FREE CASH FLOW*, *PROFITABILITAS*, LIKUIDITAS, DAN *LEVERAGE* TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

Muhammad Asril Arilaha

Fakultas Ekonomi Universitas Khairun Ternate
Jl. Kampus 2 Gambesi, Unkhair Ternate

Abstract: *The objective of the study was to provide empirical evidence about the effect of free cash flow, profitability, liquidity and leverage toward dividend policy. The population of this study was manufacture companies listed in Indonesian Stock Exchange in 2004 – 2007. The sampling technique used purposive sampling and the analysis method used was multiple regressions. The result of this study proved that the profitability of a company affected the dividend policy. The bigger company profit was, the bigger dividend share was. A company which had profit stability could settle on dividend payment rate certainly and signal the quality of their profit. While, free cash flow, liquidity and leverage had no effect toward dividend.*

Key words: *free cash flow, profitability, liquidity, leverage, dividend policy*

Tujuan para investor menginvestasikan dananya kepada suatu perusahaan adalah untuk memaksimalkan *return* tanpa mengabaikan risiko yang akan dihadapinya. *Return* (tingkat pengembalian) tersebut dapat berupa *capital gain* ataupun dividen, untuk investasi pada saham, dan pendapatan bunga, untuk investasi pada surat hutang. *Return* tersebut yang menjadi indikator untuk meningkatkan *wealth* dari para investor, termasuk di dalamnya para pemegang saham. Dividen merupakan salah satu bentuk peningkatan *wealth* pemegang saham (Suharli, 2004). Investor akan sangat senang apabila mendapatkan tingkat pengembalian investasinya

semakin tinggi dari waktu ke waktu. Oleh karena itu, investor dan investor potensial memiliki kepentingan untuk mampu memprediksi berapa besar tingkat pengembalian investasi mereka.

Kebijakan dividen suatu perusahaan akan melibatkan dua pihak yang berkepentingan dan saling bertentangan, yaitu kepentingan pemegang saham yang mengharapkan dividen, dengan kepentingan perusahaan terhadap laba ditahan. Besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan tergantung pada kebijakan dividen dari masing-masing perusahaan. Para investor biasanya lebih senang membayar dengan harga yang lebih tinggi bagi

Korespondensi dengan Penulis:

Muhammad Asril Arilaha: Telp. +62 921 311 0903.

E-mail: jkpunmer@yahoo.co.id

saham yang akan dapat memberikan dividen yang tinggi. Sehingga pembayaran dividen yang tinggi dapat menarik para investor untuk menanamkan modalnya kepada perusahaan.

Penelitian mengenai *free cash flow* dengan kebijakan dividen di Indonesia dilakukan oleh Nurdiana (2007), Yunita (2008) menemukan bahwa *free cash flow*, memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan hasil penelitian Endang dan Minaya (2004) menemukan bahwa bahwa *free cash flow* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian tentang kebijakan dividen dengan *profitabilitas*, *likuiditas* dan utang dilakukan oleh Suharli dan Oktorina (2005) menunjukkan bahwa *profitabilitas*, dan *likuiditas* memiliki hubungan yang positif dengan kebijakan dividen dan tingkat *leverage* memiliki hubungan negatif dengan kebijakan dividen. Suharli (2007) menyatakan bahwa *profitabilitas* memiliki korelasi positif dengan kebijakan dividen. Prihantoro (2003) menyatakan bahwa rasio utang dan modal (DER) memiliki hubungan yang negatif signifikan terhadap DPR. Megginson (1997) dalam Mahadwarta (2002) menyatakan bahwa kebijakan hutang mempengaruhi kebijakan dividen dengan hubungan yang negatif. Ismiyati dan Hanafi (2003) menemukan bahwa variabel utang memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap DPR.

Sedangkan penelitian Hartono (2000) menemukan bahwa kebijakan utang tidak mempengaruhi kebijakan dividen. Sunarto dan Kartika (2003) menunjukkan bahwa *Return On Investment* dan *Debt to Total Assets* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap dividen kas. Yunita (2008) menemukan bahwa *profitabilitas* yang diukur dengan *Return on invesment* (ROI), dan *Debt to Equity* (DER) tidak memiliki pengaruh terhadap *dividen payout ratio* (DPR).

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian yang dilakukan oleh Suharli dan

Megawati (2005), serta Yunita (2008). Penelitian yang dilakukan oleh Suharli dan Megawati (2005) tidak menggunakan variabel *free cash flow* pengaruhnya terhadap *Dividen Payout Ratio*, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Yunita (2008) tidak menggunakan variabel *likuiditas* pengaruhnya terhadap *Dividen Payout Ratio*. Penelitian Suharli dan Megawati (2005) mengamati perusahaan manufaktur yang pernah membagikan dividen pada periode penelitian, sedangkan penelitian ini mengamati perusahaan manufaktur yang membagikan dividen secara berturut-turut pada periode pengamatan. Penelitian Yunita (2008) hanya mengamati perusahaan yang membagikan dividen dari tahun 2004 sampai tahun 2005, sedangkan periode pengamatan penelitian ini dari tahun 2004 sampai tahun 2007. Penelitian ini bertujuan: (1) untuk memberikan bukti empiris bagaimana pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen; (2) untuk memberikan bukti empiris bagaimana pengaruh *profitabilitas* terhadap kebijakan dividen; (3) untuk memberikan bukti empiris bagaimana pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen; serta (4) untuk memberikan bukti empiris bagaimana pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

FREE CASH FLOW DAN KEBIJAKAN DIVIDEN

Pembayaran dividen merupakan arus kas keluar. Semakin kuat posisi kas perusahaan, berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen kepada pemegang saham. Kas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer lebih menginginkan kas tersebut diinvestasikan kembali pada aset-aset perusahaan untuk meningkatkan insentif yang diterima dan meningkatkan omzet penjualan, sedangkan pemegang saham lebih menginginkan kas tersebut dibagikan sebagai dividen.

Menurut *free cash flow hypothesis* ketika perusahaan memiliki kelebihan kas, maka yang dibutuhkan adalah mendanai proyek yang memiliki *Net Present Value* (NPV) positif. Tetapi lebih baik bagi manajer untuk mengembalikan kelebihan kas kepada pemegang saham dalam bentuk dividen guna memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Hal tersebut menunjukkan bahwa dividen dapat mengurangi *agency cost* karena mengurangi *free cash flow* yang tersedia bagi manajer.

Penelitian mengenai *free cash flow* dengan kebijakan dividen di Indonesia dilakukan oleh Nurdiana (2007) dan Yunita (2008) yang menemukan bahwa *free cash flow*, memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

PROFITABILITAS DAN KEBIJAKAN DIVIDEN

Profitabilitas perusahaan adalah salah satu cara untuk menilai secara tepat sejauhmana tingkat pengembalian yang akan didapat dari aktivitas investasinya. Investor memiliki sejumlah harapan atas sejumlah pengembalian atas investasinya di saat ini. Pengembalian itu tentunya tergambar jelas pada performa perusahaan. Jika dari tahun ke tahun perusahaan memiliki keuntungan yang signifikan tentu pula investor cenderung memiliki harapan yang cukup optimis atas pengembalian yang pasti didapatnya, sementara jika perusahaan pada tahun-tahun terakhir mengalami kerugian maka secara otomatis terbayang disejumlah benak investor kerugian yang dihitungnya. Hermi (2004) mengungkapkan laba diperoleh dari selisih antara harta yang masuk (pendapatan dan keuntungan) dan harta yang keluar (beban dan kerugian). Laba perusahaan tersebut dapat ditahan (sebagai laba ditahan) dan dapat dibagi (sebagai dividen). Sehingga

peningkatan laba bersih perusahaan akan meningkatkan tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan dividen bagi investor.

Menurut Partington (1989) dalam Suharli dan Oktorina (2005) rasio *profitabilitas* menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Stabilitas keuntungan adalah penting untuk mengurangi risiko apabila terjadi penurunan laba yang memaksa manajemen untuk memotong dividen. Perusahaan yang memiliki stabilitas keuntungan dapat menetapkan tingkat pembayaran dividen dengan yakin dan mensinyalkan kualitas atas keuntungan mereka. Oleh karena itu, semakin tinggi rasio profitabilitas maka semakin besar dividen yang dibagikan kepada investor.

Penelitian Suharli dan Oktorina (2005) menunjukkan bahwa *profitabilitas* memiliki hubungan yang positif dengan kebijakan dividen. Suharli (2007) menyatakan bahwa *profitabilitas* memiliki korelasi positif dengan kebijakan dividen.

LIKUIDITAS DAN KEBIJAKAN DIVIDEN

Likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan mendanai operasional perusahaan dan melunasi kewajiban jangka pendeknya. Oleh karena itu perusahaan yang memiliki likuiditas baik maka kemungkinan pembayaran dividen lebih baik pula. Penelitian Suharli (2004) sebelumnya sudah memberikan pemikiran awal mengenai pengaruh likuiditas perusahaan terhadap kebijakan jumlah pembagian dividen. Likuiditas perusahaan dapat diukur melalui rasio keuangan seperti : *current ratio*, *quick ratio* dan *cash acid-ratio*.

Likuiditas perusahaan diasumsikan dalam penelitian ini mampu menjadi alat prediksi tingkat pengembalian investasi berupa dividen bagi investor. *Current ratio* seringkali dijadikan sebagai

ukuran likuiditas, termasuk dalam persyaratan kontrak kredit. Penelitian Suharli dan Oktorina (2005) menunjukkan bahwa likuiditas memiliki hubungan yang positif dengan kebijakan dividen.

Leverage dan Kebijakan Dividen

Menurut Rozef (1982) dalam Suharli dan Oktorina (2005) perusahaan yang *leverage* operasi atau keuangannya tinggi akan memberikan dividen yang rendah. Struktur permodalan yang lebih tinggi dimiliki oleh utang menyebabkan pihak manajemen akan memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan dividen. Perusahaan yang memiliki rasio utang lebih besar seharusnya membagikan dividen lebih kecil karena laba yang diperoleh digunakan untuk melunasi kewajiban.

Utang jangka panjang diikat oleh sebuah perjanjian utang untuk melindungi kepentingan kreditor. Kreditor biasanya membatasi pembayaran dividen, pembelian saham beredar, dan penambahan utang untuk menjamin pembayaran pokok utang dan bunga. Untuk itu, semakin tinggi rasio utang/ekuitas, maka semakin ketatnya perusahaan terhadap perjanjian utang. Kaitannya dengan pembayaran dividen, maka dapat dikatakan semakin tinggi rasio utang/ekuitas, pembayaran dividen akan semakin kecil.

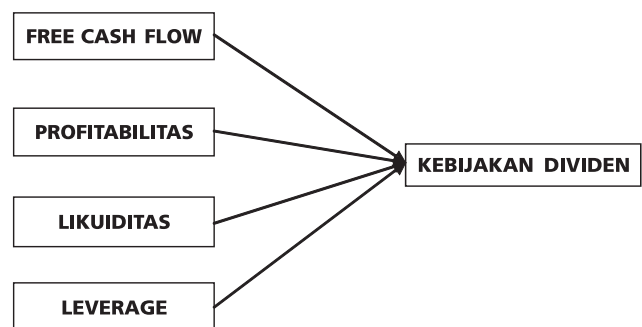
Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi akan berusaha untuk mengurangi *agency cost of debt*-nya dengan mengurangi hutang, sehingga untuk membiayai investasinya digunakan pendanaan dari aliran kas internal. Pemegang saham akan merelakan aliran kas internal yang sebelumnya dapat digunakan untuk pembayaran dividen untuk membiayai investasi.

Prihantoro (2003) menyatakan bahwa rasio utang dan modal (DER) memiliki hubungan yang negatif signifikan terhadap DPR. Megginson (1997) dalam Mahadwarta (2002) menyatakan bahwa kebijakan hutang mempengaruhi kebijakan dividen dengan hubungan yang

negatif. Ismiyati dan Hanafi (2003) menemukan bahwa Variabel utang memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap DPR.

Kerangka Pemikiran

Berdasarkan uraian teoritis dan hasil-hasil penelitian maka kerangka pemikiran dari penelitian ini adalah sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Pemikiran Penelitian

HIPOTESIS

- H₁ : *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen
- H₂ : *Profitabilitas* berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen
- H₂ : Likuiditas berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen
- H₃ : *Leverage* berpengaruh terhadap kebijakan Dividen

METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2004-2007. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*, dengan kriteria: (1) mempublikasikan

KEUANGAN ■■■■■

laporan keuangan selama periode penelitian; (2) memiliki variabel-variabel yang terkait dengan penelitian ini yaitu: *Free Cash Flow*, *profitabilitas*, *likuiditas*, dan *leverage*; dan (3) perusahaan konsisten membagikan dividen berturut-turut selama periode 2004-2007.

Definisi dan Pengukuran Variabel

Variabel Dependen

Kebijakan Dividen adalah keputusan manajemen tentang besar kecilnya jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Variabel ini diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR), formulasinya sebagai berikut:

$$\text{Dividen Payout Ratio} = \frac{\text{Dividen Perlembar Saham}}{\text{Laba Per Lembar Saham}}$$

Variabel Independen

Free cash flow

Free cash flow merupakan kelebihan yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif. Variabel ini menggunakan formulasi sebagai berikut:

$$FCF_{it} = AKO_{it} - PM_{it} - NWC_{it}$$

Keterangan:

$$FCF_{it} = \text{Free cash flow}$$

$$AKO_{it} = \text{Aliran kas operasi perusahaan } i \text{ pada tahun } t$$

$$PM_{it} = \text{Pengeluaran modal perusahaan } i \text{ pada tahun } t$$

$$NWC_{it} = \text{Modal kerja bersih perusahaan } i \text{ pada tahun } t$$

Profitabilitas

Profitabilitas merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Variabel ini diukur dengan *Return On Investment* (ROI), dengan formulasi sebagai berikut:

$$ROI = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Aktiva}}$$

Likuiditas

Likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan mendanai operasional perusahaan dan melunasi kewajiban jangka pendeknya. Variabel ini diukur dengan *Current Ratio*, dengan formulasi sebagai berikut:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Aktiva Lancar}}{\text{Utang Lancar}}$$

Leverage

Ratio Leverage merupakan rasio yang menunjukkan hubungan antara jumlah pinjaman jangka panjang dengan jumlah modal sendiri. Variabel ini diukur dengan *Debt Equity Ratio* (DER), dengan formulasi sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Utang Jangka Panjang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Metode Analisis

Untuk membuktikan kebenaran hipotesis yang diajukan maka digunakan regresi linier berganda, dengan formulasi sebagai berikut:

$$DPR = a + b_1FCF + b_2ROI + b_3CR + b_4DER + e \dots$$

Keterangan:

$$DPR = \text{Dividend Payout Ratio}$$

$$FCF = \text{Free Cash Flow/ Aliran Kas Bebas}$$

$$ROI = \text{Return On Investment}$$

$$CR = \text{Current Ratio}$$

$$DER = \text{Debt to Equity Ratio}$$

$$a = \text{konstanta}$$

$$b_1, b_2, b_3, b_4 = \text{koefisien regresi}$$

$$e = \text{error}$$

HASIL

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas menunjukkan besarnya nilai Kolmogorov-Smirnov sebesar 0,553 dan tidak signifikan pada 0,05 (karena $p = 0,920 >$ dari 0,05), jadi dapat disimpulkan bahwa model regresi terdistribusi normal. Hasil uji Multikolinieritas disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas antara variabel independen dalam model regresi. Hasil uji autokorelasi dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi antar variabel independen dalam model. Hasil uji heterokedastisitas ini disimpulkan bahwa tidak terjadi heterokedastisitas pada model regresi sehingga model regresi layak dipakai untuk memprediksi model.

Pengujian Hipotesis

Untuk membuktikan kebenaran hipotesis yang diajukan digunakan analisis regresi berganda, hasil analisisnya dapat dilihat pada tabel 4 berikut ini:

Tabel 4. Ringkasan Hasil Pengujian Model Regresi Berganda

Variabel Independen	Koefisien Regresi	t-hitung	Sig.	Keterangan
Constant	27,067	4,331	0,000	
FCF	5.21E-015	0,023	0,982	Tidak Signifikan
ROI	0,668	2,734	0,008*	Signifikan
CR	0,183	0,148	0,883	Tidak Signifikan
DER	-1,925	-0,018	0,313	Tidak Signifikan
Multiple R	= 0,355			
R.Squares	= 0,126			
Adjust R. Squares	= 0,067			
F hitung	= 2,217			
Sig.	= 0,089			
N	= 64			

*Signifikan pada Level 0,05.

Hasil analisis statistik menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* memiliki koefisien regresi positif tetapi tidak signifikan, karena nilai signifikansi ($p = 0,982$) lebih besar dari 0,05. Untuk itu hipotesis pertama yang menyatakan bahwa *Fee Cash Flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen tidak dapat diterima.

Variabel *profitabilitas* yang diukur dengan *return on invesment* memiliki koefisien regresi positif dan signifikan pada taraf 5 %, karena nilai signifikansi lebih kecil ($p = 0,008$) dari 0,05. Hal ini berarti hipotesis kedua yang menyatakan bahwa *profitabilitas* perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan dividen dapat diterima.

Variabel likuiditas yang diukur dengan *current ratio* memiliki koefisien regresi positif tetapi tidak signifikan, karena nilai signifikansi ($p = 0,883$) lebih besar dari 0,05. Untuk itu hipotesis pertama yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan dividen tidak dapat diterima.

Variabel *leverage* memiliki koefisien regresi negatif tetapi tidak signifikan, karena nilai signifikansi ($p = 0,313$) lebih besar dari 0,05. Untuk itu hipotesis pertama yang menyatakan bahwa

leverage berpengaruh terhadap kebijakan dividen tidak dapat diterima.

Pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara simultan diperoleh nilai F sebesar 2,217 dengan tingkat signifikansi (p) < 0,10 yaitu sebesar 0,089. Hal ini berarti bahwa secara simultan variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan pada level signifikansi 10%. Nilai *adjusted R square* sebesar 0,067, dapat diartikan bahwa keseluruhan variabel independen mempunyai pengaruh dalam menentukan variabel dependen sebesar 6,7%, sedangkan sebesar 93,3% dipengaruhi oleh variabel yang lain.

PEMBAHASAN

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Free cash flow perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Endang dan Minaya (2005) yang juga menemukan bahwa *free cash flow* tidak memiliki pengaruh terhadap *dividen payout ratio* (DPR). Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurdiana (2007), Yunita (2008) yang menemukan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh terhadap *dividen payout ratio* (DPR).

Penelitian ini menemukan bahwa besar kecilnya arus kas bebas tidak mempengaruhi tinggi rendahnya pembagian dividen. Apabila perusahaan menginginkan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham dengan membagikan dividen sedangkan kondisi arus kas bebas tidak memungkinkan, perusahaan dapat menggunakan pendanaan eksternal. Sesuai dengan konsep *Pecking Order Theory* yang

mengemukakan bahwa perusahaan cenderung mengutamakan pendanaan internal guna membayar dividen bila kebutuhan dana kurang maka digunakan dana eksternal sebagai tambahannya.

Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Suharli dan Megawati (2005), Suharli (2007) yang menemukan bahwa profitabilitas perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan. Penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sunarto dan Kartika (2003), Yunita (2008) yang menemukan bahwa profitabilitas yang diukur dengan ROI tidak memiliki pengaruh terhadap *dividen payout ratio*.

Adanya pengaruh tersebut menunjukkan bahwa besar kecilnya laba perusahaan akan mempengaruhi besar kecilnya pembagian dividen. Apabila laba perusahaan besar berarti dividen yang dibagikan akan semakin besar pula, demikian pula sebaliknya. Perusahaan yang memiliki stabilitas keuntungan dapat menetapkan tingkat pembayaran dividen dengan yakin dan mensinyalkan kualitas atas keuntungan mereka. Pembayaran dividen dapat menunjukkan signal bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik. Jika perusahaan mengumumkan peningkatan dividen, maka investor akan menganggap kondisi perusahaan saat ini dan akan datang relatif baik dan sebaliknya. Pada sisi lain penambahan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Pengawasan ini menyebabkan manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini menurunkan konflik keagenan.

perusahaan akan mempengaruhi besar kecilnya pembagian dividen. Apabila laba perusahaan besar berarti dividen yang dibagikan akan semakin besar pula, demikian pula sebaliknya. Perusahaan yang memiliki stabilitas keuntungan dapat menetapkan tingkat pembayaran dividen dengan yakin dan mensinyalkan kualitas atas keuntungan mereka.

Likuiditas perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Tinggi rendahnya likuiditas perusahaan tidak berarti mempengaruhi besar kecilnya pembayaran dividen. Untuk itu, perusahaan yang memiliki likuiditas yang baik tidak berarti pembayaran dividen lebih baik pula.

Leverage perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang memiliki struktur permodalan terdiri dari kreditor dan pemegang saham, dimana pihak manajemen tidak hanya memperhatikan kepentingan *debtholder* berupa pelunasan kewajiban tetapi juga memperhatikan kepentingan *shareholder* dengan membagikan dividen.

Saran

Pemilihan sampel tidak dilakukan dengan acak tetapi dengan *purposive sampling*, yaitu hanya pada perusahaan pemanufakturan saja sehingga temuan penelitian ini tidak dapat digeneralisasi. Sehingga perlu dilakukan penelitian yang obyeknya berupa jenis perusahaan lain.

Penelitian ini hanya menguji *free cash flow*, *profitabilitas*, likuiditas dan *leverage* dalam kaitannya terhadap kebijakan dividen, sehingga perlu dipertimbangkan penambahan variabel-variabel baru untuk penelitian dimasa mendatang.

Tidak signifikannya beberapa hasil penelitian mungkin disebabkan adanya keterbatasan dalam jumlah sampel. Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menggunakan jumlah periode yang lebih panjang.

DAFTAR PUSTAKA

- Endang & Minaya. 2003. Pengaruh Insider Ownership, Dispersi Of Ownership, Free Cash Flow, Collaterizable Assets dan Tingkat Pertumbuhan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol,14, No.21.
- Fitri, I. & Hanafi, M.M. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan. *Simposium Nasional Akuntansi VI*. Solo.
- Ghozali, I. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Edisi Ketiga. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Hartono, J. 2000. An Agency-Cost Explanation for Dividen Payments. *Working Paper* Gadjah Mada University.
- Hermi. 2004. Hubungan Laba Bersih dan Arus Kas Operasi terhadap Dividen Kas pada Perusahaan Perdagangan Besar Barang Produksi di BEJ pada Periode 1999-2002. *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi Vol.4 No.3*. Universitas Trisakti. Jakarta
- Mahadwartha, P. A. 2003. Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen. *Simposium Nasional Akuntansi V*. Ikatan Akuntansi Indonesia.
- Nurdiana, N. 2007. Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, dan Return On Asset terhadap Kebijakan Dividen. *Skripsi*. Jurusan manajemen. Universitas Brawijaya. Malang.
- Prihantoro. 2003. Estimasi Pengaruh Dividen Payout Ratio pada Perusahaan Publik di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol.14. No.1.

- Putri, I, F. & Nasir, M. 2007. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang, dan Kebijakan Dividen Dalam Perspektif Teori Keagenan. *Simposium Nasional Akuntansi IX*. Padang.
- Suharli, M. 2007. Pengaruh Profitabilitas dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol.9, No.1, hal 9-17.
- _____. & Megawati, O. 2005. Memprediksi Tingkat Pengembalian Investasi pada *Equity Securities* Melalui Rasio Profitabilitas, Likuiditas, dan Hutang pada Perusahaan Publik di Jakarta. *Simposium Nasional Akuntansi VIII* Solo.
- Sunarto & Kartika, A. 2003. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Dividen Kas. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol.8, No.1.
- Yunita, N. S. 2008. Pengaruh Aliran Kas Bebas, Profitabilitas, dan Utang terhadap Dividen Payout Ratio. *Skripsi*. Jurusan Akuntansi. Universitas Brawijaya. Malang.