

PENGARUH KEBIJAKAN HUTANG, STRUKTUR KEPEMILIKAN, DAN FREE CASH FLOW TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

Mitra Nur Fitri Andriani
mitranurfitri@gmail.com
Lilis Ardini

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research is meant to test and to analyze the influence of debt policy, ownership structure, and free cash flow to the dividend policy. The samples are manufacturing companies with a structured of institutional and managerial ownership, and to share dividend to the stakeholders which have gone public in Indonesia Stock Exchange during 2011-2014 periods. The analysis technique has been done by using multiple linear regressions analysis with the F test and multiple coefficient determinations, and the hypothesis test is done by using t test. The result of this research shows that the value of multiple coefficient determinations is 40.4% shows that simultaneously debt policy, managerial ownership, institutional ownership, and free cash flow are able to explain the variation of dividend share 40.4%. Meanwhile, the rest 59.6% is influenced by other factors outside the research. The debt policy has significant and positive influence to the dividend policy. The managerial ownership does not have any significant but positive influence to the dividend policy. The institutional ownership does not have any significant but positive influence to the dividend policy. Free cash flows do not have any significant but positive influence to the dividend policy.

Keywords: Debt Policy, Ownership Structure, Free cash flow, dividend.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh kebijakan hutang, struktur kepemilikan dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Sampel yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang berstruktur kepemilikan institusional dan manajerial, serta membagikan dividen terhadap pemegang saham yang *go public* di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2011-2014. Teknik analisis menggunakan analisis regresi linear berganda dengan uji F dan koefisien determinasi berganda, serta pengujian hipotesis menggunakan uji t. Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai koefisien determinasi berganda sebesar 40,4% yang menunjukkan bahwa kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan *free cash flow* secara bersama-sama dapat menjelaskan variasi kebijakan dividen sebesar 40,4%, sedangkan sisanya sebesar 59,6% dipengaruhi faktor lain di luar penelitian. Kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan institusional berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. *Free cash flow* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Kata kunci: Kebijakan hutang, struktur kepemilikan, *free cash flow*, dividen

PENDAHULUAN

Dalam suatu perusahaan seorang manajer yang diberikan kepercayaan oleh para pemegang saham untuk mengelola dan menjalankan perusahaan merupakan kunci kesuksesan. Manajer perusahaan memegang peranan penting dalam proses pengambilan keputusan yang berkaitan dengan kegiatan-kegiatan utama perusahaan termasuk dalam hal pencarian dana dan bagaimana memanfaatkan dana tersebut (Wahidahwati, 2002). Keputusan yang diambil manajer cenderung untuk melindungi dan memenuhi kepentingan mereka terlebih dahulu daripada memenuhi kepentingan pemilik seperti melakukan ekspansi untuk meningkatkan suatu gaji.

Konflik kebijakan hutang antara manajer dan kreditor muncul ketika manajer mengambil proyek-proyek yang mempunyai risiko yang lebih besar dari yang diperkirakan oleh kreditor. Dalam hal ini kreditor tidak mau dirugikan apabila dana yang diinvestasikan pada proyek yang berisiko tinggi, karena akan meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan, yang pada akhirnya akan mempengaruhi nilai perusahaan sebagai akibat menurunnya nilai pasar hutang atau obligasi yang belum jatuh tempo.

Untuk meminimalkan konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham maka dibutuhkan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan pihak-pihak terkait (Wahidahwati, 2002). Di dalam *agency theory* hubungan manajer dengan para pemegang saham digambarkan sebagai hubungan antara *agent* dan *principal* (Schroeder et al., 2001) dalam Christiawan dan Tarigan (2007). Dimana pemilik perusahaan (*principal*) mempercayakan pengelolaan perusahaan dilakukan oleh orang lain atau manajer (*agent*) sesuai dengan kepentingan *principal*, dengan mendelegasikan beberapa wewenang pengambilan keputusan kepada *agent* (Djabid, 2009).

Biaya keagenan (*agency cost*) mengakibatkan konflik kepentingan yang terjadi antara *principal* dan *agent*. Dengan suatu mekanisme pengawasan biaya keagenan dapat diminimalkan dan dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait tersebut. Kebijakan dividen kas dapat menjadi salah satu bentuk mekanisme pengawasan pemegang saham terhadap pihak manajemen.

Adanya konflik kepentingan antara kedua belah pihak yaitu pemisahan antara kepemilikan perusahaan dan manajemen perusahaan. Konflik yang terjadi inilah yang dinamakan dengan konflik keagenan, dan sesuai dengan teori keagenan, dimana antara manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal masing-masing ingin memaksimalkan kemakmurannya. Dalam berinvestasi saham, pemegang saham sebagai investor mengharapkan imbal hasil dari perusahaan dalam bentuk dividen dan *capital gain*. Pilihan atas dividen dan *capital gain* bergantung pada kebutuhan dan tujuan investor. Dalam teori *clienteles effect*, dijelaskan bahwa investor, yang memiliki preferensi lebih besar terhadap dividen, melihat dividen sebagai hal yang lebih pasti daripada *capital gain* (Keown et al., 2003).

Manajer lebih menguasai informasi dibanding pemegang saham karena manajer mengelola perusahaan secara langsung sedangkan pemegang saham sulit memperoleh informasi secara efektif tentang operasional perusahaan sehingga terjadi asimetri informasi. Tindakan manajer demi kepentingannya dan mengabaikan kepentingan para pemegang saham perusahaan, sehingga menimbulkan terjadinya konflik keagenan dalam perusahaan.

Untuk mengurangi konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham dapat dilakukan melalui beberapa cara. Pertama, adanya monitoring oleh investor institusional, seperti; dana pensiun, perusahaan asuransi dan perseroan terbatas maupun institusi independen yang memiliki otoritas menilai kinerja manajemen perusahaan. Investor institusional sebagai pihak

yang memonitor agen. Hal ini disebabkan karena kepemilikan mewakili sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Jadi dengan adanya investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen. Kedua, adanya peningkatan kepemilikan manajerialitas saham perusahaan sebagai insentif dalam upaya menekan tindakan oportunistiknya misalnya melakukan inefisiensi, investasi pada proyek dengan *net present value* yang negatif dan sebagainya.

Free cash flow merupakan kas lebih perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham atau kreditor yang tidak digunakan untuk investasi atau operasi. Pemegang saham menginginkan kelebihan dana tersebut dibagikan untuk meningkatkan kesejahteraan mereka, sedangkan manager berkeinginan menggunakan kelebihan dana yang ada untuk investasi pada proyek-proyek yang menguntungkan karena pada masa yang akan datang akan menambah insentif bagi manajer.

Oleh sebab itu, atas dasar pertimbangan antara risiko dan hasil, perlu diputuskan apakah lebih baik hasil operasi tersebut dibagikan saja sebagai dividen ataukah ditanamkan kembali dalam bentuk laba ditahan, yang merupakan sumber dana permanen yang perlu dipertimbangkan pemanfaatannya di dalam perluasan dan pengembangan usaha perusahaan (Dharmastuti *et al.*, 2003).

Kebijakan dividen berkaitan dengan penentuan pembagian pendapatan (*Earning*) antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan dalam perusahaan, yang berarti pendapatan tersebut harus ditahan dalam perusahaan (Riyanto, dalam Rizal, 2007). Hal ini dapat mengakibatkan tingkat pertumbuhan perusahaan di masa mendatang menjadi rendah, dan hal ini akan berdampak pada harga saham. Dengan demikian perusahaan sebaiknya menetapkan kebijakan dividen yang optimal. Menurut Yuningsih (2008), kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan di antara dividen pada saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga memaksimumkan harga saham. Besar kecilnya jumlah dividen yang akan dibayarkan tergantung dari kebijakan masing-masing perusahaan sehingga pertimbangan manajemen pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) sangat diperlukan.

Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan diatas, masalah yang didentifikasikan dalam penelitian apakah kebijakan hutang, struktur kepemilikan dan *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kebijakan hutang, struktur kepemilikan dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur. Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya dalam hal periode pengambilan sampel yaitu tahun 2011-2014, perusahaan yang dijadikan sampel yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini memilih objek perusahaan manufaktur karena perusahaan manufaktur merupakan perusahaan dengan skala produksi yang besar atau mempunyai volume perdagangan yang besar dan membutuhkan modal atau dana yang besar pula untuk mengembangkan produksinya serta melakukan ekspansi pasar sehingga akan mempengaruhi keputusan struktur modal atau pendanaan suatu perusahaan.

TINJAUAN TEORITIS DAN HIPOTESIS

Teori keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan (*agency theory*) merupakan basis teori yang mendasari praktik bisnis perusahaan yang berakar dari sinergi teori ekonomi, teori keputusan, teori sosiologi, dan teori organisasi. Prinsip utama teori ini menyatakan adanya hubungan kerja antara pemegang saham selaku *principal* dan manajemen selaku agen dalam bentuk kontrak kerja sama yang disebut "*nexus of contract*" (Elqorni, 2009).

Pihak *agent* termotivasi untuk memaksimalkan fee kontraktual yang diterima sebagai sarana dalam pemenuhan kebutuhan ekonomis. Sebaliknya, pihak *principal* termotivasi untuk memaksimalkan *return* dari sumber daya untuk mensejahterkan dirinya sendiri dengan meningkatkan profitabilitas. Konflik kepentingan ini terus meningkat karena pihak *principal* tidak dapat memonitor aktivitas *agent* sehari-hari untuk memastikan bahwa *agent* bekerja sesuai dengan keinginan para pemegang saham. Dan sebaliknya bahwa *agent* sendiri memiliki lebih banyak informasi penting.

Teori Stakeholder (*Stakeholder Theory*)

Teori Stakeholder (*stakeholder theory*) menurut Freeman dalam Reed (Ulum, 2009) adalah sekelompok orang atau individu yang diidentifikasi dapat mempengaruhi kegiatan perusahaan ataupun dapat dipengaruhi oleh kegiatan perusahaan. Teori ini juga menyatakan perusahaan akan memilih secara sukarela dalam pengungkapan informasi kinerja lingkungan, social dan intelektual mereka melebihi permintaan wajibnya, untuk memenuhi ekspektasi sesungguhnya atau yang diakui oleh *stakeholder*.

Satu faktor penting dari teori ini adalah perbedaan antara klaim implisit dan klaim eksplisit dari perusahaan. Klaim eksplisit digolongkan sebagai jaminan produk (*product warranties*), kontrak harga, dan kontrak gaji, atau dengan kata lain merupakan kontrak hukum/sudah jelas hukumnya (*legal law*). Sedangkan klaim implisit digolongkan sebagai klaim dari pihak yang mempunyai hubungan dengan perusahaan, seperti: supplier, distributor, konsumen, klien, ataupun karyawan.

Peckig Order Theory

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2004:324), *peckig order theory* adalah urutan sumber pendanaan dari internal dan eksternal. Teori ini menjelaskan keputusan pendanaan yang diambil oleh perusahaan. Teori ini disebut *pecking order theory* karena teori ini menjelaskan bagaimana perusahaan akan menentukan sumber dana yang paling disukai. *Teori pecking order* menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai urutan preferensi dalam memilih sumber pendanaan. Perusahaan-perusahaan yang menguntungkan umumnya meminjamkan dalam jumlah sedikit. Hal tersebut bukan karena perusahaan mempunyai target rasio hutang yang rendah, tetapi karena memang mereka memerlukan *external financing* yang sedikit.

Pecking order theory menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat harus lebih banyak mengandalkan pada model eksternal. Dengan demikian perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan utang.

Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan salah satu dari kebijakan keuangan (pendanaan) yang berkaitan dengan sumber pendanaan suatu perusahaan. Sumber pendanaan perusahaan merupakan hal yang sangat penting karena digunakan sebagai modal dalam menjalankan aktivitas operasionalnya. Sumber pendanaan suatu perusahaan dapat berasal dari internal seperti modal saham, laba ditahan, dan laba tahun berjalan serta dari eksternal berupa hutang jangka panjang maupun jangka pendek (Jortan, 2007).

Kebijakan hutang dalam penelitian ini diproksikan dengan *debt to equity ratio* (DER) dikarenakan DER bertujuan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar hutang-hutang yang dimilikinya dengan modal atau ekuitas yang ada.

Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan dibagi menjadi dua yaitu *outsider* dan *insider ownership*. *Outsider ownership* dalam hal ini kepemilikan saham perusahaan oleh institusional, sedangkan *insider ownership* merupakan kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan. Pemegang saham besar dan institusi berpengalaman menekankan kepada manajer untuk fokus pada nilai jangka panjang daripada laba jangka pendek. Investor institusional dalam melakukan investasi didasarkan pada analisis yang bersifat fundamental atau yang berkaitan dengan informasi keuangan perusahaan.

Struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham Faisal (2005) dalam Sabrina (2010). Struktur kepemilikan dipercaya memiliki kemampuan untuk mempengaruhi jalannya perusahaan yang nantinya dapat mempengaruhi kinerja suatu perusahaan.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002). Kepemilikan manajerial ini diukur dengan proporsi saham yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun dan dinyatakan dalam presentase. Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan hutang dan dividen mempunyai peranan penting yaitu mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham atau sering disebut *bonding mechanism*.

Kepemilikan manajerial ini diproksikan dengan *insider* (INSD) dikarenakan adanya keterkaitan dengan kebijakan dividen yang mempunyai peranan penting yaitu mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham.

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan Institusional adalah kepemilikan saham oleh pemerintah, institusi keuangan, institusi berbadan hukum, institusi luar negeri, dana perwalian dan institusi lainnya pada akhir tahun (Shien, et. Al 2006) dalam Winanda (2009). Salah satu faktor yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan adalah kepemilikan institusional. Adanya kepemilikan institusional di suatu perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan agar lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Kepemilikan institusional ini diproaksikan dengan kepemilikan institusional (KI) dikarenakan kepemilikan institusional dapat dimiliki oleh pemerintah, institusi keuangan, institusi berbadan hukum, institusi luar negeri, dana perwalian dan institusi lainnya.

Free Cash Flow

Free cash flow merupakan kas perusahaan yang dapat di distribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset (Rosdini, 2009). *Free cash flow* menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manager untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada pemegang saham atau risiko akan kehilangan kendali terhadap perusahaan. *Free cash flow* adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah membagi dividen.

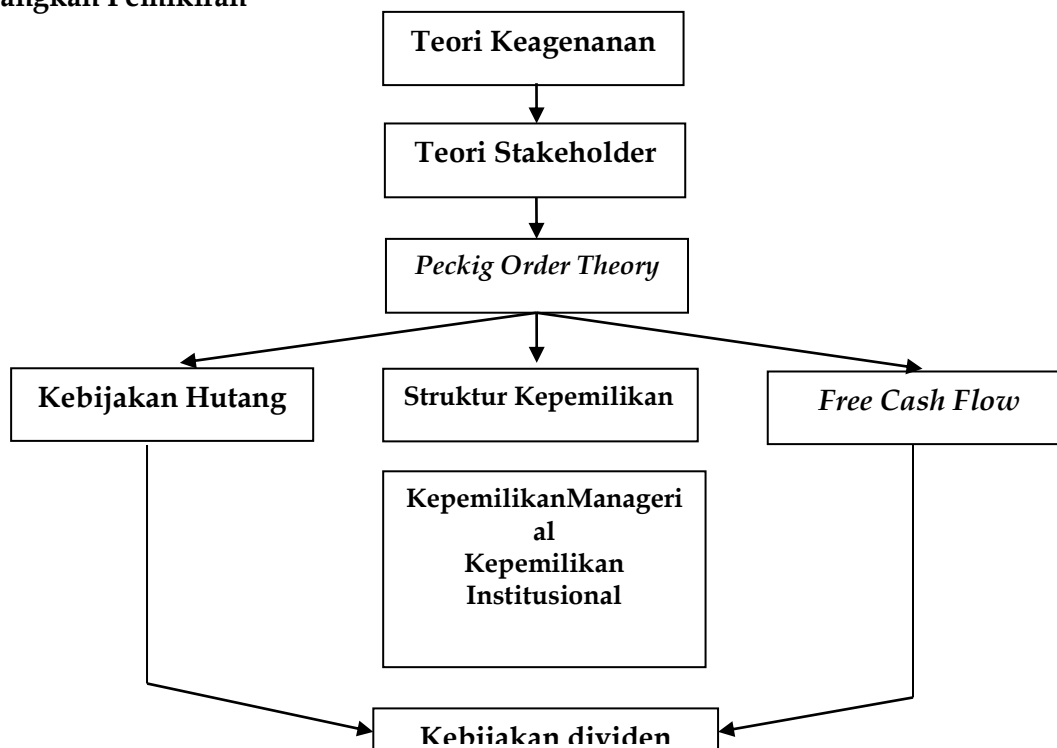
Free cash flow ini diproaksikan dengan FCF dikarenakan dengan meningkatnya jumlah *free cash flow* manajer bisa menyalahgunakan dengan berinvestasi pada proyek yang merugikan, akan tetapi *free cash flow* yang banyak seharusnya dibagikan kepada para pemegang saham sehingga dana tersebut tidak terbuang percuma.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang diambil manajemen perusahaan untuk memutuskan membayarkan sebagian keuntungan perusahaan kepada pemegang saham daripada menahannya sebagai laba ditahan untuk diinvestasikan kembali agar mendapatkan *capital gains*. *Capital gains* adalah keuntungan modal yang akan diperoleh pemegang saham jika menginvestasikan kembali pendapatannya dalam jangka panjang (Ambarwati, 2010).

Kebijakan dividen ini diproaksikan dengan *dividen payout ratio* (DPR) dikarenakan untuk memutuskan membayarkan sebagian keuntungan perusahaan kepada pemegang saham daripada menahannya sebagai laba ditahan untuk diinvestasikan kembali agar mendapatkan *capital gain*.

Rerangka Pemikiran



Gambar 1
Reangka Pemikiran

Pengembangan Hipotesis

Hubungan Kebijakan Hutang Terhadap Kebijakan Dividen

Apabila perusahaan mengalami keterbatasan laba ditahan, perusahaan cenderung memanfaatkan hutang namun bila penggunaan hutang terlalu besar dapat berdampak pada *financial distress* dan kebangkrutan (Nuringsih, 2005). Berdasarkan dampak ini apabila perusahaan ingin menghindari hutang yang tinggi, maka laba perusahaan dialokasikan ke laba ditahan yang digunakan untuk operasi perusahaan dan investasi di masa yang akan datang sehingga akan mengurangi penggunaan hutang. Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi akan berusaha mengurangi *agency cost of debt* dengan mengurangi hutangnya. Pengurangan hutang dapat dilakukan dengan membiayai investasinya dengan sumber dana internal sehingga pemegang saham akan merelakan dividennya untuk membiayai investasinya. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₁: Kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Hubungan Kepemilikan Managerial Terhadap Kebijakan Dividen

Manager mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan menseterakan dengan pemegang saham. Melalui kebijakan ini manager diharapkan menghasilkan kinerja yang baik serta mengarahkan dividen pada tingkat yang rendah. Dengan penetapan dividen rendah perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga memiliki sumber dana internal relatif tinggi untuk membiayai investasi di masa mendatang (Nuringsih, 2005). Untuk mengurangi *cost agency* maka perusahaan perlu meningkatkan kepemilikan managerial dalam perusahaan agar manager bertindak secara hati-hati karena mereka ikut menanggung konsekuensi atas tindakannya (Ismiyanti dan Hanafi, 2003). Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₂: Struktur kepemilikan managerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Hubungan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan institusional adalah proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi pada akhir tahun yang diukur dalam prosentase. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi kos keagenan. Hal ini berlainan dengan penelitian Tandelilin dan Wilberforce (2002) yang menyebutkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen karena kepemilikan institusional lebih mementingkan stabilitas pendapatan (*return*) melalui pembagian dividen. Penelitian Putri dan Nasir (2006) yang menyebutkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen karena semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan sehingga mengurangi kos keagenan dan perusahaan akan cenderung memberikan dividen yang rendah. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₃: Struktur kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Hubungan Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Dividen

Free cash flow (FCF) merupakan dana berlebih yang dimiliki perusahaan yang seharusnya didistribusikan kepada pemegang saham. Dengan meningkatnya jumlah *free cash flow* manager bisa menyalahgunakan dengan berinvestasi pada proyek yang merugikan, akan tetapi *free cash flow* yang banyak seharusnya dibagikan kepada para pemegang saham sehingga dana tersebut tidak percuma. Tandelilin dan Wilberforce (2002) yang menyebutkan bahwa *free cash flow*

berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen karena *free cash flow* lebih mementingkan stabilitas pendapatan (*return*) melalui pembagian dividen.

H₄: Free cash flow (arus kas bebas) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode tahun 2011-2014. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut: (1) Perusahaan yang terdaftar di BEI (Bursa Efek Indonesia) secara konsisten selama periode 2011-2014. (2) Perusahaan manufaktur yang lengkap memiliki struktur kepemilikan manajerial secara konsisten selama periode 2011-2014. (3) Perusahaan manufaktur yang lengkap biaya bunga dan depresiasi secara konsisten selama periode 2011-2014. (4) Perusahaan manufaktur yang lengkap dividen secara konsisten selama periode 2011-2014.

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang penulis lakukan adalah data sekunder yaitu dengan cara mencari dan mengumpulkan data-data yang diperoleh dari sumber Bursa Efek Indonesia berupa catatan atas laporan keuangan perusahaan manufaktur meliputi laporan posisi keuangan, laporan laba rugi komprehensif dan catatan atas laporan keuangan.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Variabel Dependen atau Terikat (Y)

Variabel dependen adalah variabel yang mempengaruhi atau menjadi akibat karena adanya variabel independen. Dalam penelitian ini, variabel dependen yang digunakan adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang diambil manajemen perusahaan untuk memutuskan membayarkan sebagian keuntungan perusahaan kepada pemegang saham daripada menahannya sebagai laba ditahan untuk diinvestasikan kembali agar mendapatkan *capital gains*. Rasio kebijakan dividen dapat dihitung dengan menggunakan DPR atau *Dividen Payout Ratio* :

$$\text{DividenPayoutRatio} = \frac{\text{DividenPerShare}}{\text{EarningPerShare}}$$

Variabel Independen atau Bebas (X)

Variabel independen atau bebas adalah variabel yang mempengaruhi atau menjadi sebab perubahannya atau timbulnya variabel lain (variabel dependen). Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

1. Kebijakan Hutang

Proxy dari kebijakan hutang pada penelitian ini adalah *Debt to Equity Ratio* (DER). Tujuan dari rasio ini adalah untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar hutang-hutang yang dimilikinya dengan modal atau ekuitas yang ada. Rumus *debt to equity ratio* adalah sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Modal}}$$

2. Kepemilikan Manajerial

Mollah *et al.* (2000) dalam Wulandari (2006) menyatakan bahwa jika tingkat kepemilikan oleh insider semakin besar, maka manajer tidak akan membayarkan dividen yang besar, tetapi akan meningkatkan gajinya. *Insider Ownership* dalam Maqsudi dan Ambon (2004) adalah pemegang saham yang sekaligus menjadi pengelola perusahaan. *Insider Ownership* dapat diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$Insider = \frac{\text{jumlah saham dimiliki komisaris \& direktur}}{\text{Totalsaham}} \times 100\%$$

3. Struktur Kepemilikan Institusional

Kepemilikan Institusional merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh investor institusioanal seperti bank, dana pensiun, perusahaan asuransi, perseroan terbatas, dan lembaga keuangan lainnya. Rumus perhitungan kepemilikan institusional adalah sebagai berikut :

$$KI = \frac{\text{jumlah saham institusional}}{\text{jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

4. Free Cash Flow

Free Cash Flow merupakan dana berlebih yang dimiliki perusahaan yang seharusnya didistribusikan kepada pemegang saham (Rosdini, 2009). Dengan meningkatnya jumlah *free cash flow* manager bisa menyalahgunakan dengan berinvestasi pada proyek yang merugikan, akan tetapi *free cash flow* yang banyak seharusnya dibagikan kepada para pemegang saham sehingga dana tersebut tidak terbuang percuma. Menurut Pujiastuti (2007) *free cash flow* bisa dihitung dengan cara:

$$FreeCashFlow = \frac{\text{Net Profit} - (\text{Depresiasi} + \text{Bunga})}{\text{Total Aset}}$$

Teknik Analisis Data

Uji Asumsi Klasik

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinieritas digunakan untuk mengetahui adanya hubungan antar variabel bebas. Cara untuk mengetahui adanya multikolinieritas dengan nilai *Varians Inflation Factor* (VIF). Kriteria ada dan tidaknya gejala multikolinieritas adalah sebagai berikut: 1). Jika nilai *tolerance* > 0,1 dan VIF < 10 maka dapat diartikan bahwa tidak terjadi multikolinieritas. 2). Jika nilai *tolerance* < 0,1 dan VIF > 10 maka dapat diartikan bahwa terjadi multikolinieritas.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1 (sebelumnya). Untuk mendeteksi ada dan tidaknya gejala autokorelasi maka dapat dilihat dari tabel Durbin Watson. Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi adalah: a). Angka DW diatas +2 berarti ada autokorelasi negatif. b). Angka DW diantara -2 sampai +2 berarti tidak ada autokorelasi. c). Angka DW dibawah -2 berarti ada autokorelasi positif.

Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residu suatu pengamatan ke pengamatan yang lain (Ghozali, 2006:105). Deteksi ada dan tidaknya heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan melihat ada dan tidaknya pola tertentu pada grafik *scatterplot* antara SRESID dan ZPRED, dengan kriteria: 1). Jika ada pola tertentu seperti titik-titik yang membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit) yang tersebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y mengidentifikasi telah terjadi heteroskedastisitas. 2). Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik yang menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y maka tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi.

Uji Normalitas

Uji normalitas ini bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi, variabel dependen dan independen keduanya memiliki distribusi normal atau mendeteksi normal (Ghozali, 2006:110). Uji normalitas ini menggunakan kolmogorov smirnov dengan kriteria: 1). Bila nilai signifikansi > 0,05 maka berdistribusi normal. 2). Bila nilai signifikansi < 0,05 maka berdistribusi tidak normal.

Pengujian Hipotesis

Analisis Regresi Berganda

Dikatakan regresi liner berganda karena terdapat satu variabel terikat yaitu kebijakan dividen dan lebih dari satu variabel bebas yaitu kebijakan hutang, struktur kepemilikan, *free cash flow*. Dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

$$DPR = a + \beta_1 DER + \beta_2 INSD + \beta_3 INST + \beta_4 FCF + e$$

Keterangan:

DER	= Kebijakan hutang
a	= Konstanta
$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$	= Koefisien regresi
FCF	= Variabel <i>Free Cash Flow</i>
INSD	= Variabel Kepemilikan manjerial
INST	= Variabel Kepemilikan Institusional
DPR	= Variabel Kebijakan dividen
E	= <i>Term of error</i> (variabel yang tidak diteliti)

Pengujian *Goodness of Fit* (Uji f)

Uji F digunakan untuk menguji pengaruh dari profitabilitas, pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan dan kepemilikan manajerial secara simultan terhadap struktur modal pada perusahaan manufaktur. Dalam penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi 5% atau $\alpha = 0,05$. Dengan kriteria pengujian yaitu, Jika nilai signifikansi $> 0,05$ maka model regresi linear berganda tidak layak digunakan. Jika nilai signifikansi $\leq 0,05$ maka model regresi linear berganda layak digunakan.

Pengujian secara parsial (Uji t)

Uji t digunakan untuk menguji pengaruh dari kebijakan hutang, struktur kepemilikan, *free cash flow* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur. Dalam penelitian ini menggunakan tingkat signifikansi 5% atau $\alpha = 0,05$. Dengan kriteria pengujian yaitu, jika signifikansi $> 0,05$ maka variabel independen (DER, INSD, KI dan FCF) tidak berpengaruh terhadap variabel independen (kebijakan dividen). Jika signifikansi $< 0,05$ maka variabel independen (DER, INSD, KI dan FCF) berpengaruh terhadap variabel independen (kebijakan dividen).

Analisis Koefisien Determinasi Berganda (R^2)

Koefisien determinasi merupakan ukuran untuk mengetahui kesesuaian atau ketepatan hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen dalam suatu persamaan regresi. Semakin besar nilai koefisien determinasi semakin baik kemampuan variabel independen menerangkan atau menjelaskan variabel dependen. Dalam output SPSS, koefisien determinasi terletak pada tabel *Model Summary* dan tertulis *R Square*. Nilai *R Square* dikatakan baik jika diatas 0,5 karena nilai *R Square* berkisar antar 0 sampai 1.

Hasil Penelitian dan Pembahasan**Hasil Penelitian****Jenis Penelitian dan Gambaran dari Populasi Penelitian**

Penelitian ini menggunakan metode penelitian kuantitatif untuk mengetahui pengaruh kebijakan hutang, struktur kepemilikan, *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Metode pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah purposive sampling. Sampel dalam penelitian ini merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2014. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia berjumlah 143 perusahaan. Dari 143 perusahaan tersebut hanya ada 7 perusahaan manufaktur yang memenuhi kriteria

penelitian. Penelitian ini menggunakan periode pengamatan selama 4 tahun yaitu tahun 2011-2014.

Uji Asumsi Klasik

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas. Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel bebas. Ghazali (2006: 105). Uji multikolinearitas dilihat pada tabel 1.

Tabel 1
Nilai Tolerance Dan VIF

Variabel	Tolerance	VIF
Kebijakan hutang (DER)	0,168	5,958
Kepemilikan Manajerial (INSD)	0,679	1,474
Kepemilikan Institusional (INST)	0,634	1,577
Free Cash Flow (FCF)	0,161	6,215

Sumber: Data sekunder diolah, 2016.

Dari tabel tersebut dapat diketahui bahwa semua variabel bebas yang ada diketahui memiliki nilai tolerance lebih besar dari 0,1 dan VIF lebih kecil dari 10, maka penelitian ini bebas dari multikolinearitas.

Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linier berganda ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$. Uji autokorelasi dapat dilihat pada tabel 2.

Tabel 2
Ketentuan Autokorelasi

Hipotesis Nol	Keputusan	Jika
1. Tidak ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < dl$
2. Tidak ada autokorelasi positif	No decision	$dl \leq d \leq du$
3. Tidak ada korelasi negative	Tolak	$4 - dl < d < 4$
4. Tidak ada korelasi positif	No decision	$4 - du \leq d \leq 4 - dl$
5. Tidak ada autokorelasi positif atau negatif	Tidak ditolak	$du < d < 4 - du$

Sumber: Ghazali (2006:111)

Dari hasil pengolahan data dengan program SPSS 20 diperoleh hasil Durbin Watson (DW) sebagai berikut:

Tabel 3
Nilai Durbin Watson

Model	R	R Square	Adjusted Square	R Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,635 ^a	,404	,300	1,0302358	2,201

a. Predictors: (Constant), FCF, INST, DER, INSD

b. Dependent Variable: DPR

Sumber: Data sekunder diolah, 2016.

Nilai DW sebesar 2,201 nilai ini dibandingkan dengan menggunakan nilai signifikansi 0,05, jumlah sampel (n) 28, dan jumlah variabel bebas 4 (k=4). Nilai d_u dan d_l yang didapat dari tabel statistik adalah:

$$d_l = 1,1044 \quad d_u = 1,7473$$

$$4 - d_l = 2,8956 \quad 4 - d_u = 2,2527$$

Berdasarkan pengujian di atas diketahui bahwa model regresi yang terbentuk tidak terjadi autokorelasi karena mempunyai angka Durbin Watson di antara d_u dan $4 - d_u$ yaitu $1,7473 < 2,8956 < 2,2527$.

Uji Heteroskedastisitas

Uji Heteroskedastisitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam sebuah model regresi terjadi ketidaksamaan varian residual dari pengamatan satu ke pengamatan yang lain. Jika varians dari pengamatan yang satu ke pengamatan yang lain tetap, maka ini disebut Homoskedastisitas. Model regresi yang baik adalah model regresi yang tidak terjadi Heteroskedastisitas. Ghozali (2006:139).

Dari hasil tersebut diketahui bahwa titik-titik data tersebar di daerah antara 0 - Y dan tidak membentuk pola tertentu, maka model regresi yang terbentuk diidentifikasi tidak terjadi heteroskedastisitas. Karena data yang diolah sudah tidak mengandung heteroskedastisitas, maka persamaan regresi linear berganda yang diperoleh dapat dipergunakan untuk penelitian.

Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal atau tidak (Ghozali, 2006:160). Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Salah satu cara termudah untuk melihat normalitas residual adalah dengan melihat grafik histogram.

Dari grafik *normal probability plot* titik-titik menyebar berimpit di sekitar diagonal, hal ini menunjukkan bahwa residual terdistribusi secara normal.

Uji Hipotesis

Analisis Regresi Linier Berganda

Analisis regresi linier berganda digunakan untuk menguji adanya pengaruh dua atau lebih variabel bebas terhadap satu variabel terikat. Hasil analisis regresi linier berganda dapat dilihat pada tabel 4.

Tabel 4
Analisis Regresi Linier Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-4,124	1,006		-1,021	,318		
DER	,889	,247	,636	3,595	,002	,827	1,208
INSD	2,099	3,061	,156	,686	,500	,499	2,006
INST	,846	1,246	,149	,679	,504	,541	1,848
FCF	,051	,868	,010	,059	,954	,839	1,192

Sumber: Data sekunder diolah, 2016.

Dari tabel di atas diperoleh persamaan regresi linier berganda sebagai berikut:

$$NP = -4,124 + 0,889 PP - 49,582 KM + 0,846 KI + 46,890 IN + 374,714 KA$$

Uji Kelayakan Model (Uji *Goodness of Fit*)

Uji kelayakan model atau uji *Goodness of Fit* dengan uji F digunakan untuk menguji kelayakan model regresi linear berganda dalam mengukur pengaruh secara simultan variabel bebas terhadap variabel terikat. Hasil uji *goodness of fit* dapat dilihat pada tabel 5.

Tabel 5
Uji *Goodness of Fit*

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	16,520	4	4,130	3,891	,015 ^b
Residual	24,412	23	1,061		
Total	40,932	27			

a. Dependent Variable: DPR

b. Predictors: (Constant), FCF, INST, DER, INSD

Sumber: Data sekunder diolah, 2016.

Dari tabel di atas dapat diketahui bahwa nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 yaitu sebesar 0,015. Hal ini menunjukkan bahwa model regresi linear berganda yang mengukur pengaruh antara Kebijakan hutang (DER), Kepemilikan Manajerial (INSD), Kepemilikan Institusional (INST), dan *Free cash flow* (FCF) terhadap Kebijakan Dividen (DPR) layak digunakan.

Uji Hipotesis dengan Uji t

Uji t dilakukan dalam penelitian ini untuk menguji pengaruh secara parsial antara Kebijakan Hutang (DER), Kepemilikan Manajerial (INSD), Kepemilikan Institusional (INST), dan *Free Cash Flow* (FCF) terhadap Kebijakan dividen (DPR). Hasil uji t dapat dilihat pada tabel 6.

Tabel 6
Pengujian Hipotesis dengan Uji t

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-1,027	1,006		-1,021	,318		
DER	,889	,247	,636	3,595	,002	,827	1,208
INSD	2,099	3,061	,156	,686	,500	,499	2,006
INST	,846	1,246	,149	,679	,504	,541	1,848
FCF	,051	,868	,010	,059	,954	,839	1,192

Sumber: Data sekunder diolah, 2016.

Dari tabel tersebut dapat diketahui bahwa:

1. Nilai signifikansi variabel Kebijakan Hutang (DER) sebesar 0,002 lebih kecil dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen (DPR). Maka hipotesis kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen diterima.
2. Nilai signifikansi variabel Kepemilikan Manajerial (INSD) sebesar 0,500 lebih besar dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen (DPR). Maka hipotesis struktur kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tidak diterima.
3. Nilai signifikansi variabel Kepemilikan Institusional (INST) sebesar 0,504 lebih besar dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa Kepemilikan Institusional (INST) berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Kebijakan dividen (DPR). Maka hipotesis struktur kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen ditolak.
4. Nilai signifikansi variabel *Free Cash Flow* (FCF) sebesar 0,954 lebih besar dari 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen (DPR). Maka hipotesis *free cash flow* (arus kas bebas) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen ditolak.

Koefisien Determinasi Berganda (R²)

Analisis koefisien determinasi berganda (R²) menurut Ghozali (2006:97) digunakan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai R² adalah antara 0 sampai 1. Nilai R² yang kecil menunjukkan kemampuan variabel-variabel dependen dalam menjelaskan variasi variabel independen sangat terbatas. Hasil analisis koefisien determinasi berganda (R²) dapat dilihat pada tabel 7.

Tabel 7
Koefisien Determinasi Barganda (R²)
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted Square	R Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,635 ^a	,404	,300	1,0302358	2,201

a. Predictors: (Constant), FCF, INST, DER, INSD

b. Dependent Variable: DPR

Sumber: Data sekunder diolah, 2016.

Dari tabel tersebut dapat diketahui bahwa koefisien determinasi berganda (R^2) atau R Square adalah sebesar 0,404 atau 40,4%, hal ini menunjukkan bahwa Kebijakan Hutang (DER), Kepemilikan Manajerial (INSD), Kepemilikan Institusional (INST), dan *Free Cash Flow* (FCF) dapat menjelaskan variasi Kebijakan Dividen (DPR) sebesar 40,4%, sedangkan sisanya sebesar 59,6% dipengaruhi faktor lain di luar penelitian.

Pembahasan

Model regresi penelitian ini telah memenuhi uji asumsi klasik secara keseluruhan yang artinya bahwa model regresi ini bebas dari adanya gejala heteroskedastisitas, gejala multikolienaritas, dan gejala autokorelasi, serta data yang dihasilkan terdistribusi normal. Analisis regresi dari penelitian ini menghasilkan bahwa secara simultan kebijakan hutang, struktur kepemilikan dan *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan hasil penelitian diketahui bahwa pengaruh antara kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen sebesar 0,889 dengan uji t sebesar 3,595 dan nilai signifikansi sebesar 0,002, berarti dapat disimpulkan terdapat pengaruh positif dan signifikan antara kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen karena nilai signifikansi $< 0,05$. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis yang diajukan yaitu "Kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen". Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Mutiara dan Mursalim (2009) yang menunjukkan terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan dampak ini apabila perusahaan ingin menghindari hutang yang tinggi, maka laba perusahaan dialokasikan ke laba ditahan yang digunakan untuk operasi perusahaan dan investasi di masa yang akan datang sehingga akan mengurangi penggunaan hutang.

Kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen sebesar 2,099 dengan uji t sebesar 0,686 dan nilai signifikansi sebesar 0,500, berarti dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen karena nilai signifikansi $> 0,05$. Hasil penelitian ini berarti tidak mendukung hipotesis yang diajukan yaitu "Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen". Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Mutiara dan Mursalim (2009) yang menunjukkan terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen. Adanya kepemilikan manajerial, manager mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan menseterakan dengan pemegang saham. Melalui kebijakan ini manager diharapkan menghasilkan kinerja yang baik serta mengarahkan dividen pada tingkat yang rendah.

Kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen sebesar 0,846 dengan uji t sebesar 0,679 dan nilai signifikansi sebesar 0,541, berarti dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen karena nilai signifikansi $> 0,05$. Hasil penelitian ini berarti tidak mendukung hipotesis yang diajukan yaitu "Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen". Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Mutiara dan Mursalim (2009) yang menunjukkan terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen.

Free cash flow terhadap kebijakan dividen sebesar 0,051 dengan uji t sebesar 0,059 dan nilai signifikansi sebesar 0,954, berarti dapat disimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen karena nilai signifikansi $> 0,05$. Hasil penelitian ini berarti tidak mendukung hipotesis yang diajukan yaitu "*Free cash flow* berpengaruh positif

terhadap kebijakan dividen". Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Jurica (2012) yang menunjukkan terdapat pengaruh yang signifikan antara *free cash flow* manajerial terhadap kebijakan dividen. Tandelilin dan Wilberforce (2002) yang menyebutkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen karena *free cash flow* lebih mementingkan stabilitas pendapatan (*return*) melalui pembagian dividen. Namun penggunaan kas tidak hanya sebatas pada penggunaan untuk pembagian dividen, kas juga berfungsi sebagai dana cadangan untuk membayar hutang jangka pendek yang jatuh tempo serta sebagai tambahan dana untuk membiayai usaha.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan yang telah dilakukan, dapat disimpulkan sebagai berikut: 1). Kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. 2). Kepemilikan manjerial berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. 3). Kepemilikan institusional berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan hutang. 4). *Free cash flow* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian dan kesimpulan yang telah diambil maka saran-saran yang dapat diajukan adalah sebagai berikut: 1). Perusahaan sebaiknya memperhatikan kebijakan hutang (DER) untuk pengambilan keputusan mengenai pembagian dividen, karena berdasarkan hasil penelitian diketahui bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. 2). Bagi peneliti selanjutnya, sebaiknya menggunakan sampel perusahaan yang lebih banyak dan rentang waktu yang lebih lama agar hasil pengujian lebih lengkap.

DAFTAR PUSTAKA

- Ambarwati, S.D.A. 2010. *Manajemen Keuangan Lanjut* : Graha Ilmu. Yogyakarta.
- Christiawan, J. dan Tarigan. 2007. Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol.9, (1).
- Dharmastuti, dan Eviyanti. 2003. Analisis Keterkaitan Secara Simultan Antara Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang pada Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta periode 2000-2002. Fakultas Ekonomi. Universitas Atmajaya. Jakarta.
- Djabid, W. 2009. Kebijakan Dividen dan struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang: Sebuah Prespektif Agency Theory. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol. 13 (2) : 249-259.
- Elqorni, A. 2009. Mengenal Teori Keagenan. <http://elqorni.wordpress.com>. Di akses 19 Agustus 2010.
- Faisal, Abdullah M. 2005. *Manajemen Perbankan: Teknik Analisis Kinerja Keuangan Bank*, Cetakan Ketiga, UMM Press, Malang.
- Ghozali, 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Husnan, dan Pudjiastuti. 2004. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. UPP AMP YKPN. Yogyakarta.

- Ismiyanti, M.Hanafi. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Risiko Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen : Analisis Persamaan Simultan. *Simpasium Nasional Akuntansi VI*. Surabaya.
- Jurica, Lilyana. 2012. Pengaruh Free Cash Flow Dan Struktur Kepemilikan Terhadap Dividen Payout Ratio. *Jurnal Dinamika Akuntansi*. Vol. 4 (2) : 129-138. ISSN 2085-4227.
- Jortan, Y. 2007. Pengaruh Struktur Aktiva, Profitabilitas, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Struktur Pendanaan Pada Industry Perbankan yang Tercatat Di Bursa Efek Jakarta. Universitas Sumatera Utara. Medan.
- Keown, A.J., J.W., dan D.F. 2003. *Financial Management: Principles and Applications 10thed*. Prentice Hall. Jakarta.
- 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 (1) : 7-14.
- Mollah A.S, K. Keasy, and H. Short 2002, The influence of Agency Cost on Dividend Policy in An Emerging Market: Evidence from the Dhaka stock Exchange, *Working Paper, Leeds University Business School*.
- Mutiara dan Mursalim 2009. Persamaan Struktural: Aktivisme Institusi, Kepemilikan Institutional Dana Manajerial, Kebijakan Dividen Dan Hutang. *Jurnal Ekonomi Vol. 13 (1) : 43-59*.
- Nuringsih, 2005. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, ROA, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen (Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia 1995-1996), *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia Vol.2 (2) : 103-123*.
- Pujiastuti, Y.S 2007. *IPS Terpadu*. Erlangga. Jakarta.
- Putri dan Natsir, 2006. Hubungan Antara Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institutional, Kebijakan Dividen, Kebijakan Pengambilan Risiko, Free Cash Flow, Profitabilitas Dan Kebijakan Utang. *Simposium Akuntansi Vol. 3 (2) : 98-99*.
- Rizal, M.S. 2007. Analisis Pengaruh Managerial Ownership, Institutional Ownership, Dividend Payout Ratio Dan Return On Asset Terhadap Capital Structure. *Tesis*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Rosdini, D. 2009. Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividen Payout Ratio. *Working Paper In Accounting And Finance*. Vol. 3 (2) : 14-26. UNPAD. Bandung.
- Sabrina, I. 2010. Pengaruh Corporate dan Struktur Kepemilikan Terhadap Kinerja Perusahaan. *Tesis*. Universitas Diponegoro. Semarang.
- Schroeder, J. et al. 2001. *Can Maritime Education And Training (MEI) Help To Increase The Attraction Of Seafaring?* London: world maritime university.
- Tandelilin, E dan T. Wilbeforce 2002. Cant Debt And Dividend Policies Substitute Insider Ownership In Controlling Equity Agency Cost?, *Gadjah mada International Journal of business*, Vol.4 (1).
- Ulum. 2009. *Intelectual Capital: Konsep Dan Kajian Empiris*. Graha Ilmu. Yogyakarta.
- Wahidahwati. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institutional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Prespektif Teory Agency. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5 (1).
- Winanda. 2009. *Pengaruh Struktur Modal Uji Estimasi Model Tahun 2009*. *Tesis*. FEUI. Jakarta.
- Wulandari, N. 2006. Pengaruh Indikator Mekanisme Corporate Governance Terhadap Kinerja Perusahaan Publik di Indonesia. *Fokus Ekonomi*. Vol. 1 (2) : 120-136.

Yuningsih. 2008. Insider Ownership, Free Cash Flow, dan Dividen Policy Perusahaan Manufaktur Terdaftar Di BEJ. *Jurnal Riset Ekonomi Dan Bisnis*. Vol.8 (1) : 20-25.