

**PENGARUH *FREE CASH FLOW*, *INVESTMENT OPPORTUNITY SET*,  
DAN *SALES GROWTH* TERHADAP *DIVIDEND POLICY* PADA  
PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA  
EFEK INDONESIA**

***THE INFLUENCE OF FREE CASH FLOW, INVESTMENT OPPORTUNITY SET,  
AND SALES GROWTH TO THE DIVIDEND POLICY OF THE MANUFACTURE  
COMPANY IN BURSA EFEK INDONESIA***

Oleh: **Wiby Aqlia Ramadhan**  
Manajemen Universitas Negeri Yogyakarta  
wibyaqlia@gmail.com

**Abstrak**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris pengaruh *free cash flow*, *investment opportunity set*, dan *sales growth* terhadap *dividend policy* pada perusahaan manufaktur di BEI periode 2010-2013. Teknik analisis data yang digunakan adalah regresi linier berganda. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend policy*. *Free cash flow* dan *sales growth* tidak berpengaruh terhadap *dividend policy*. Pengujian secara simultan ketiga variabel ini mempunyai pengaruh terhadap *dividend policy*.

Kata Kunci : *Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Sales Growth, dan Dividend Policy.*

**Abstract**

*This study was aimed to investigate the effects of free cash flow, investment opportunity set, and sales growth to the dividend policy of the manufacture companies listed in BEI during 2010-2013. Multiple regression was used to analyze the data. The result of this study showed that investment opportunity set had negative and significant effect to debt policy. Free cash flow and sales growth had un-significant effect to dividend policy. The simultaneous testing showed that the three variables had influence to debt policy.*

Key Words : *Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, Sales Growth, and Dividend Policy.*

## PENDAHULUAN

Sumber dana perusahaan dapat berasal dari modal sendiri dan/atau keuntungan perusahaan. Setelah sebuah perusahaan meraih keuntungan, perusahaan tersebut harus memutuskan apa yang harus dilakukan terhadap uang yang dihasilkannya. Perusahaan dapat mengambil keputusan untuk menggunakan keuntungan yang didapatkan untuk melakukan ekspansi perusahaan atau membagikan keuntungan tersebut kepada para pemegang saham sebagai dividen, dimana kedua keputusan ini merupakan tujuan yang berlawanan. Maka dari itu, kebijakan dividen ini menjadi begitu penting karena perusahaan harus membuat keputusan yang berkaitan dengan kegiatan investasi secara tepat untuk memaksimalkan keuntungan dan nilai perusahaan.

Kebijakan dividen pada hakikatnya merupakan penentuan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan (Levy dan Sarnat, 1990). Pembagian dividen sebagian besar dipengaruhi oleh perilaku investor yang lebih memilih dividen tinggi yang mengakibatkan laba ditahan menjadi rendah. Investor beranggapan bahwa dividen yang diterima saat ini menjadi lebih berharga dibandingkan dengan *capital gains* yang diperoleh di kemudian hari. Di sisi lain, pihak manajemen menahan kas untuk melunasi hutang atau meningkatkan investasi. Oleh karena itu manajemen perlu membuat kebijakan dividen yang optimal dimana kebijakan tersebut menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga memaksimalkan nilai perusahaan.

Kebijakan dividen yang optimal (*optimal Dividend Policy*) adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga dapat memaksimalkan harga saham perusahaan (Brigham, 1999). Kebijakan

dividen menjadi menarik untuk diteliti karena menurut Jensen (1986) *dividend policy* berperan dalam mengendalikan konflik keagenan. Banyak faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio*, yang pertama adalah *free cash flow*.

Jensen (1986) mendefinisikan *free cash flow* adalah aliran kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. Manajer dalam bisnis perusahaan dengan memperhatikan pertumbuhan lebih menyukai untuk menginvestasikan pendapatan setelah pajak dan mengharapkan kinerja yang lebih baik dalam pertumbuhan perusahaan secara keseluruhan. Lebih lanjut, menurut teori *residual dividend*, perusahaan akan membayar dividennya jika hanya tidak memiliki kesempatan investasi yang menguntungkan.

Penelitian yang dilakukan oleh Rosdini (2009) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Mahadwartha (2007) dan Pujiastuti (2008) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap DPR.

Tingkat pertumbuhan yang tinggi diasosiasikan dengan penurunan dividen. Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi diharapkan memiliki kesempatan investasi yang tinggi. Untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan, perusahaan memerlukan dana yang besar, bila dibiayai dari sumber dana internal akan menyebabkan penurunan pembayaran dividen karena arus kas bebas yang tersedia akan digunakan untuk pembiayaan investasi bagi perusahaan.

Hasil penelitian Ismiyanti dan Hanafi (2003) menunjukkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Hasil tersebut kontradiktif dengan hasil penelitian Mahadwartha dan Jogiyanto

(2002) yang menunjukkan bahwa *investment opportunity set* memiliki pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Berdasarkan hasil-hasil penelitian yang telah dipaparkan di atas, penulis tertarik untuk melakukan penelitian terhadap perusahaan manufaktur, selain itu nampak beberapa hasil penelitian terdahulu yang kontradiktif dan tidak konsisten, maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian yang berkaitan tentang dividen. Maka penulis judul penelitian “Analisis Pengaruh *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set*, dan *Sales Growth* terhadap *Dividend Policy* pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia”. Secara garis besar identifikasi masalah dari penelitian ini mencakup: a) Kebijakan pembayaran dividen merupakan hal yang perlu diperhitungkan dengan baik karena menyangkut tidak hanya perusahaan saja namun juga para pemegang saham. b) Adanya kesempatan investasi bagi perusahaan akan menimbulkan masalah prioritas penggunaan *earnings after tax*, karena *earnings after tax* dapat digunakan untuk pendanaan investasi dan pembagian dividen. c) Tersedianya *free cash flow* dapat menimbulkan *agency conflict*, karena adanya perbedaan kepentingan antara pihak manajer/agen dan pemegang saham. d) Faktor - faktor yang memengaruhi *dividend policy* masih belum konsisten dan perlu dilakukan penelitian lebih lanjut.

## LITERATUR DAN HIPOTESIS

Dividen merupakan hak pemegang saham biasa (*common stock*) untuk mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan. Jika perusahaan memutuskan untuk membagi keuntungan dalam dividen, semua pemegang saham biasa mendapatkan haknya yang sama. Pembagian dividen untuk saham biasa dapat dilakukan jika perusahaan sudah membayar dividen untuk saham preferen

(Jogiyanto, 1998).

Ada lima teori mengenai kebijakan dividen: 1) Teori “Dividen tidak relevan”, menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya presentase laba yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk uang tunai atau DPR (*Dividend Payout Ratio*), tapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak atau EBIT (*Earning Before Interest and Tax*) dan kelas risiko perusahaan. 2) *The Bird in the Hand Theory*, menyatakan bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika presentase laba yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk uang tunai atau DPR (*Dividend Payout Ratio*) rendah, karena investor lebih suka menerima dividen dari pada perolehan modal (*Capital Gains*). 3) Teori Perbedaan Pajak, menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains*, para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. 4) *Signaling Hypothesis*, menyatakan bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas biasanya merupakan suatu tanda kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dividen masa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah kenaikan normal (biasanya ) diyakini investor sebagai suatu tanda bahwa perusahaan menghadapi masa sulit dividen waktu mendatang. 5) *Clientele Effect Theory*, menyatakan bahwa kelompok (*clienteles*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan.

White et al (1998) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas diskresioner yang artinya bebas digunakan sesuai dengan keputusan perusahaan. Ross et al (2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal

kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap.

*Investment opportunity set* menunjukkan tingkat kesempatan investasi yang tersedia bagi perusahaan. Perusahaan akan selalu berusaha untuk meningkatkan pertumbuhannya dengan melakukan investasi yang menguntungkan. Tingkat pertumbuhan yang tinggi di asosiasikan dengan penurunan dividen (Rozeff, 1982).

*Sales growth* menunjukkan tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan dari waktu ke waktu.

### Hipotesis

*Free Cash Flow* (aliran kas bebas) menggambarkan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan. Bila perusahaan memiliki aliran kas bebas tinggi dengan tingkat pertumbuhan rendah maka aliran kas bebas ini seharusnya didistribusikan kepada pemegang saham, tetapi bila perusahaan memiliki aliran kas bebas tinggi dan tingkat pertumbuhan tinggi maka aliran kas bebas ini dapat ditahan sementara dan bisa dimanfaatkan untuk investasi pada periode mendatang. Tingginya nilai *free cash flow* juga dapat memicu *agency conflict*. Untuk mengatasi hal ini, maka sebaiknya *free cash flow* segera dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham apabila sudah tidak ada peluang investasi yang dianggap *profitable* bagi perusahaan. Hipotesis yang diajukan adalah:

Ha<sub>1</sub> : *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend policy*.

*Investment opportunity set* menunjukkan tingkat kesempatan investasi yang tersedia bagi perusahaan. Perusahaan akan selalu berusaha untuk meningkatkan pertumbuhannya dengan melakukan investasi yang menguntungkan. Perusahaan dengan kesempatan investasi yang besar akan banyak menggunakan *earning after tax* yang tersedia untuk membiayai investasi yang menguntungkan dibanding untuk membayar dividen dengan nilai besar. Hipotesis yang

diajukan adalah:

Ha<sub>2</sub> : *investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap *dividend policy*.

*Sales growth* menunjukkan tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan dari waktu ke waktu. Peningkatan penjualan erat kaitannya dengan peningkatan modal dalam kegiatan operasi perusahaan. Artinya, dengan bertambahnya tingkat penjualan maka bertambah pula kewajiban perusahaan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham sebagai penyeter modal kepada perusahaan. Hipotesis yang diajukan adalah:

Ha<sub>3</sub> : *sales growth* berpengaruh positif terhadap *dividend policy*.

## METODE PENELITIAN

### Desain Penelitian

Berdasarkan data yang diperoleh, penelitian ini termasuk penelitian kuantitatif, karena penelitian ini mengacu pada perhitungan data yang berupa angka-angka untuk menggambarkan tentang keadaan perusahaan kemudian dianalisis berdasarkan data yang ada. Penelitian ini merupakan penelitian *ex post facto*, Penelitian *ex post facto* adalah penelitian yang dilakukan untuk meneliti peristiwa yang telah terjadi kemudian merunut ke belakang untuk mengetahui faktor-faktor yang dapat menimbulkan kejadian tersebut (Sugiyono, 2011).

Dalam penelitian ini variabel dependen adalah *dividend policy*, sedangkan variabel independennya adalah *free cash flow*, *investment opportunity set*, dan *sales growth*.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *dividend policy*. *Dividend policy* diambil dengan menggunakan rumus:

$$DPR = \frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earnings per Share}}$$

Pengukuran untuk *free cash flow* digunakan *net operating cash flow*

dikurangi dengan *capital expenditures* dan *changes in net working capital*.

Pengukuran untuk *investment opportunity set* menggunakan tiga proksi untuk kemudian dilakukan analisis faktor. Ketiga variabel tersebut adalah MTBVAS, MTBVEQ, dan PPEGT.

Sedangkan untuk *sales growth* digunakan rumus berikut:

$$\text{Sales Growth} = \frac{\text{Total Sales}_{(t)} - \text{Total Sales}_{(t-1)}}{\text{Total Sales}_{(t-1)}}$$

### Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Pengambilan sampel dilakukan dengan pendekatan *purposive sampling*. Kriteria pengambilan sampel yang digunakan adalah: 1) Perusahaan manufaktur yang sudah dan masih terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2010 sampai dengan 2013. 2) Perusahaan manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan selama periode tahun 2010 sampai dengan 2013. 3) Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen selama periode 2010 sampai dengan 2013 secara berturut turut. Berdasarkan kriteria di atas, terdapat 80 unit observasi dari 20 sampel perusahaan manufaktur yang memiliki data sesuai dengan kebutuhan peneliti.

### Waktu dan Tempat Penelitian

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2010-2013.

### Jenis Data dan Teknik Pengumpulan Data

Pada penelitian ini, pengumpulan data dilakukan dengan metode dokumentasi yang berupa data sekunder.

Jenis data dalam penelitian ini adalah data *timeseries*. Pengumpulan data tersebut berasal dari laporan keuangan yang terdapat pada *Indonesian Capital Market Directory, Indonesian Stock Exchange* antara periode 2010-2013 dan data lainnya yang dapat diperoleh dari Pusat Data Bisnis dan Ekonomi Universitas Gajah Mada (PDBE UGM).

### Teknik Analisis Data

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda, yaitu analisis regresi yang mampu menjelaskan hubungan antara variabel terikat (*dependen*) dengan variabel bebas (*independen*) yang lebih dari satu. Sebelum analisis linier dilakukan, maka harus diuji terlebih dahulu dengan uji asumsi klasik untuk memastikan apakah model regresi yang digunakan tidak terdapat masalah normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Jika terpenuhi, maka model analisis layak untuk digunakan.

$$Y = \alpha + (\beta_1 \cdot X_1) + (\beta_2 \cdot X_2) + (\beta_3 \cdot X_3) + e$$

Dimana: Y = *Dividend Policy*

X<sub>1</sub> = *Free Cash Flow*

X<sub>2</sub> = *Investment Opportunity Set*

X<sub>3</sub> = *Sales Growth*

α = konstanta

β<sub>1</sub>, β<sub>2</sub>, β<sub>3</sub>, β<sub>4</sub> = koefisien regresi

e = *error term*

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik deskriptif berkaitan dengan proses pengumpulan, penyajian, dan peringkasan berbagai karakteristik data sehingga dapat menggambarkan karakter sampel yang digunakan dalam penelitian ini. Deskripsi variabel dalam statistik deskriptif yang digunakan pada penelitian ini meliputi nilai minimum, nilai maksimum, *mean*, dan standar deviasi dari

satu variabel dependen yaitu dividend policy dan tiga variabel independen yaitu *free cash flow*, *investment opportunity set* dan *sales growth*.

Tabel 1. Hasil Uji Statistik Deskriptif

	N	Min	Max	Mean	Stdev
FCF	80	-1197 ×10 <sup>9</sup>	14049 ×10 <sup>9</sup>	1497 ×10 <sup>9</sup>	2804 ×10 <sup>9</sup>
IOS	80	1.63	7.98	3.3535	1.66405
SG	80	-.10	.33	.1371	.08625
DPR	80	-.50	.74	.2854	.20341

Hasil uji parsial (uji t) untuk melihat pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada tabel 2 berikut :

Tabel 2. Hasil Uji Parsial

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	-1.722	1.107		-1.555	.125
LnFCF	.077	.044	.174	1.739	.087
LnIOS	-.997	.186	-.552	-5.349	.000
LnSG	.102	.111	.088	.923	.360
LagLnDPR	.324	.091	.337	3.563	.001

Berdasarkan hasil uji t pada tabel 2 dapat diketahui bahwa Koefisien regresi variabel *Free Cash Flow* (FCF) sebesar -0,077 dengan signifikansi sebesar 0,087. Nilai signifikansi yang lebih besar dari signifikansi yang diharapkan (0,05) menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap terhadap *dividend policy* perusahaan manufaktur di BEI periode 2010-2013, sehingga hipotesis pertama ditolak. Dari data penelitian yang diambil dapat dilihat bahwa pada periode tahun 2010-2013 terdapat tren peningkatan kesempatan investasi. Hal inilah yang menjadi indikasi bahwa perusahaan melakukan ekspansi usaha, dimana dana yang tersedia bagi perusahaan akan lebih difokuskan untuk mendanai investasi yang

menguntungkan. Namun, dalam aturan Bursa Efek Indonesia, perusahaan maksimal tidak membayarkan dividen selama dua tahun berturut turut. Dengan adanya aturan ini maka perusahaan diwajibkan membayar dividen pada tahun berikutnya setelah dua tahun berturut turut menahan laba perusahaan untuk investasi. Sehingga, walaupun pada tahun tersebut terjadi penurunan *free cash flow* nilai *dividend payout ratio* akan tetap meningkat.

*Investment Opportunity Set* berpengaruh negative dan signifikan terhadap terhadap *dividend policy* perusahaan manufaktur di BEI periode 2010-2013 ditunjukkan dengan hasil koefisien regresi variabel *Investment Opportunity Set* (IOS) sebesar -0,997 dengan signifikansi sebesar 0,000. Nilai signifikansi yang lebih kecil dari signifikansi yang diharapkan (0,05) dapat disimpulkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap *dividend policy*. *Investment Opportunity Set* menunjukkan luasnya kesempatan atau peluang investasi yang tersedia bagi perusahaan. Semakin tinggi *earnings after tax* yang tersedia disertai dengan juga tersedianya peluang investasi yang menguntungkan bagi perusahaan, maka perusahaan akan lebih memilih investasi yang baru dibanding membayarkan dividen yang tinggi. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen kepada para pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan.

Koefisien regresi variabel *sales growth* sebesar -0,407 dengan signifikansi 0,246. Nilai signifikansi *sales growth* yang lebih besar dari signifikansi yang diharapkan (0,05) menunjukkan bahwa variabel *sales growth* tidak berpengaruh terhadap *dividend policy* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2013, sehingga hipotesis ketiga yang diajukan ditolak. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa adanya peningkatan penjualan tidak

menjamin perusahaan meningkatkan pula jumlah dividen yang dibayarkan. Dalam kasus ini, jumlah dividen yang dibayarkan tidak hanya tergantung dari tingkat pertumbuhan saja, namun masih ada banyak faktor lain yang mempengaruhinya, seperti yang telah dibuktikan yaitu apabila terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan maka perusahaan akan lebih memilih untuk menggunakan dana yang tersedia untuk membiayai investasi yang menguntungkan terlebih dahulu dibanding membayarkan dividen kepada pemegang saham.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Berdasarkan hasil analisis data diperoleh kesimpulan sebagai berikut: 1) *Free cash flow* tidak berpengaruh terhadap *dividend policy* perusahaan manufaktur di BEI periode 2010-2013. 2) *Investment opportunity set* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend policy* perusahaan manufaktur di BEI periode 2010-2013. 3) *Sales growth* tidak berpengaruh terhadap *dividend policy* perusahaan manufaktur di BEI periode 2010-2013. 4) Hasil Uji Koefisien Determinasi dalam penelitian ini memperoleh nilai *adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0,429. Hal ini menunjukkan bahwa 42,9% variasi *Dividend Policy* dapat dijelaskan oleh variasi dari *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set* dan *Sales Growth*, sedangkan sisanya 57,1% dijelaskan oleh faktor-faktor yang lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

### Saran

Berdasarkan hasil penelitian, Para investor diharapkan dapat menjadi pengawas sekaligus pengendali aliran dana perusahaan agar dapat digunakan untuk investasi yang tepat dan tidak hanya menguntungkan perusahaan namun juga

pemegang saham. Penggunaan anggaran ini diharapkan dapat dievaluasi untuk kemudian disetujui maupun ditolak oleh pemegang saham dalam rapat umum pemegang saham (RUPS). Bagi penelitian selanjutnya, sebaiknya penelitian menambah periode penelitian dan menambah variabel lain yang belum diteliti dalam penelitian ini. Penelitian ini juga dapat dijadikan referensi untuk melakukan penelitian lanjutan khususnya di bidang kajian yang membahas tentang pengaruh *free cash flow*, *investment opportunity set*, serta *sales growth* terhadap *dividend policy*.

## DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, Eugene E., Louis C. Gapenski, dan Philip R. Daves. (1999). *Intermediate Financial Management*. 6th ed. Orlando: The Dryden Press.
- Hanafi M. Mamduh. (2004). *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE
- Ismiyanti, Fitri dan M.M. Hanafi. (2003). Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Resiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan. *Simposium Nasional Akuntansi 6*. Surabaya.
- Jensen, Michael C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. May, vol. 76(2): 323-329
- Jogiyanto Hartono. (1998). *An Agency Cost Explanation for Dividend Payments*. Working Paper. Universitas Gadjah Mada.
- Levy, H. dan Sarnat, M. (1990). *Capital Investment and Financial Decision*. Fourth edition. Prentice Hall.

Mahadwartha, Putu Anom dan Jogiyanto Hartono. (2002). Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interpendensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen. *Simposium Nasional Akuntansi V*. Semarang.

Pujiastuti, Triani. (2008). "Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur dan Jasa yang Go Public di Indonesia". *Jurnal Keuangan dan Perbankan*.

Rosdini, Dini. (2009). Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio. Bandung: *Working Paper in Accounting and Finance*. Universitas Padjadjaran.

Ross, S.A., Westerfield, R.W., & Jordan, B.D. (2000). *Fundamentals Of Corporate Finance*. New York : Mc Graw-Hill.

Rozeff, M.S. (1982). Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*. Vol 8.

Uyara, Ali Sani dan Askam Tuasikal. (2003). Moderasi Aliran Kas Bebas terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal dengan Earnings Response Coefficients. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*.

White, Gerald I., Sondhi, Ashwinpul C., dan Fried, Dov. (1998). *The Analysis and Use Of Financial Statements*. John Wiley and Sons, Inc. New York.