

# PENGARUH BIAYA AGENSI, RISIKO SISTEMATIK DAN PELUANG INVESTASI TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BEI 2009-2013

*(The Effect of Agency Costs, Systematic Risk, and Investment Opportunities on Dividend Policy of Companies Listed at Indonesian Stock Exchange 2009-2013)*

**Aldea Mita Cheryta, Tatang Ary Gumanti, Ariwan Joko Nusbantoro**

Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Jember (UNEJ)

Jln. Kalimantan 37, Jember 68121

Email: dea\_cheryta@yahoo.com

## Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh biaya agensi, risiko sistematis, dan peluang investasi terhadap kebijakan dividen. Populasi penelitian terdiri dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sejak 2009-2013. Sampel penelitian terdiri dari 19 perusahaan yang dipilih dengan menggunakan metode purposive sampling. Penelitian menggunakan data sekunder dari laporan keuangan perusahaan. Penelitian menggunakan metode analisis regresi linier berganda. Hasil menunjukkan bahwa semua variabel yang diteliti memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Arus kas bebas berpengaruh negatif, risiko sistematis berpengaruh negatif, dan rasio harga pasar atas nilai buku ekuitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

**Kata Kunci** : Biaya Agensi, Kebijakan Dividen, Peluang Investasi, Risiko Sistematis

## Abstract

*This research is aimed to analyze the effect of agency cost, systematic risk, and investment opportunities on dividend policy. The population of this study comprises manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange from 2009-2013. Samples consist of 19 companies selected using purposive sampling method. It uses secondary data from the firm's financial reports. It uses multiple linear regression analysis. The results show all examined variables have significant influence on dividend policy. Free cash flow has negative influence, systematic risk has negative influence, and market to book value of equity has negative influence on dividend policy.*

**Keyword** : Agency Cost, Dividend Policy, Investment Opportunities, Systematic Risk

## Pendahuluan

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang diambil oleh perusahaan tentang pembagian keuntungan bersih perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk saldo laba guna pembiayaan investasi dimasa datang. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka perusahaan mengurangi total sumber dana internal perusahaan. Sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana internal akan semakin besar. Dengan demikian kebijakan dividen ini harus dianalisis dalam kaitannya dengan keputusan pembelanjaan atau penentuan struktur modal secara keseluruhan.

Martono dan Harjito (2005) berpendapat bahwa ada beberapa faktor yang dapat memengaruhi keputusan kebijakan dividen, yaitu adanya biaya agensi, risiko sistematis, dan peluang investasi perusahaan. Biaya agensi akan timbul ketika pemilik perusahaan tidak memahami keputusan manajer terhadap penggunaan aliran kas bebas (*Free Cash Flow* = FCF) perusahaan. Pemilik berpendapat peningkatan kas bebas dapat digunakan sebagai tambahan pembayaran dividen, sedangkan manajer berpendapat aliran kas bebas digunakan untuk investasi kembali pada perusahaan.

Risiko sistematis adalah ukuran kepekaan *return* sekuritas terhadap *return* pasar. Risiko sistematis yang tinggi menandakan risiko perusahaan tinggi sehingga perusahaan menuntut *return* yang tinggi. Return yang tinggi akan meningkatkan laba dan akan berpengaruh terhadap dividen yang dibagikan.

Peluang investasi dapat diproyeksikan dengan menggunakan rasio harga pasar atas nilai buku ekuitas (*Market To Book Value of Equity* = MTBV), karena MTBV merupakan perbandingan antara harga pasar dan nilai buku ekuitas perusahaan yang menggambarkan ekspektasi pasar dalam menilai sebuah perusahaan. Perusahaan yang mengalami keuntungan, akan dinilai lebih oleh pasar daripada nilai buku ekuitas perusahaan, sehingga perusahaan mendapat *return* lebih tinggi yang akan meningkatkan laba dan berpengaruh terhadap dividen yang dibagikan.

Objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2013, dengan sampel penelitian sebanyak 19 perusahaan. Penelitian ini menggunakan data sekunder, yaitu berupa laporan keuangan perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa berbeda dengan prediksi, aliran kas bebas ditemukan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Risiko sistematis dan rasio harga pasar atas nilai buku ekuitas perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Hubungan agensi ialah suatu kontrak dimana didalamnya terdapat satu orang atau lebih sebagai investor (prinsipal) dan melibatkan orang lain (agen) untuk mengambil tindakan atas nama prinsipal dan kepadanya diberikan kekuasaan untuk pengambilan keputusan. Adanya pemisahan fungsi kepemilikan dan fungsi pengolahan tersebut dapat mengakibatkan timbulnya masalah agensi, karena pemisahan itu akan menimbulkan konflik kepentingan manajer perusahaan. Masalah agensi antara pemegang saham atau antara pemilik dan manajer akan semakin mengemuka jika manajer tidak memiliki saham mayoritas perusahaan. Pemegang saham menginginkan manajer bekerja untuk memaksimalkan kemakmuran mereka, sebaliknya manajer bisa saja bertindak tidak untuk kepentingan pemegang saham tetapi untuk kepentingan kemakmuran mereka sendiri, keselamatan kerja dan keuntungan lainnya, yang semuanya dibebankan atas biaya perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976:81).

Masalah agensi menjadi semakin besar ketika perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan yang rendah, sedangkan jumlah aliran kas bebasnya tinggi. Jika kondisi ini muncul maka manajer cenderung akan membelanjakan kas bebas tersebut dan bukannya membagikannya kepada pemegang saham. Investor memahami adanya insentif seperti ini, sehingga mereka akan menilai rendah perusahaan yang manajernya banyak menyimpan kas dan memberi nilai tinggi pada perusahaan yang tidak menyimpan kas. Manajer berusaha memperkecil jumlah kas yang ada di perusahaan dengan melakukan pembayaran dividen kepada pemegang saham. Artinya, ada hubungan terbalik antara arus kas bebas perusahaan dan besarnya dividen. Dimana semakin meningkat FCF, dividen yang diberikan semakin menurun. (Arifin, 2005:107). Oleh karena itu, manajer mengupayakan agar aliran kas bebas digunakan untuk penambahan dividen, karena dapat meminimalisir adanya biaya agensi. Artinya, ada hubungan searah antara FCF dan besarnya dividen. Semakin besar aliran kas bebasnya, dividen yang dibagikan semakin tinggi.

Hasil penelitian di negara maju menunjukkan dukungan arah prediksi positif pada koefisien FCF. Kouki dan Guizani (2009) di Eropa, serta Jurica dan Lilyana (2012) dan Lopolusi (2013) di Indonesia membuktikan bahwa aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap rasio pembayaran dividen. Artinya, semakin tinggi FCF, semakin tinggi pula dividen yang dibayarkan. Berdasarkan kajian teori dan empiris, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

$H_1$  : Aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan

Tingkat risiko yang tinggi mengakibatkan keuntungan yang diperoleh saat ini dan masa mendatang menjadi kurang pasti. Konsep "*risk and return*" menjelaskan bahwa apabila risiko yang dihadapi oleh investor semakin tinggi, maka *return* yang dituntut oleh investor akan semakin tinggi pula. Semakin tinggi risiko sistematis suatu sekuritas, semakin tinggi kepekaan *return* sekuritas terhadap perubahan return pasar, sehingga semakin rendah kemungkinan bagi perusahaan untuk mendapatkan dana eksternal. Oleh karena itu, perusahaan harus mampu membiayai kebutuhan dananya dengan dana internal, sehingga perusahaan akan memperbesar saldo laba dan mengurangi jumlah dividen. Artinya, semakin tinggi risiko sistematis saham perusahaan

semakin rendah kebijakan dividen, dengan kata lain ada hubungan terbalik antara risiko sistematis dan kebijakan dividen (Tandelilin, 2001 : 69).

Hasil penelitian mendukung prediksi bahwa risiko sistematis berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Suharli (2005) dan Putri di Indonesia, serta Amidu dan Abor (2006) di Ghana membuktikan risiko sistematis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan kajian teori dan empiris, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

$H_2$  : Risiko sistematis berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan

Rasio MTBV menyiratkan penilaian investor terhadap kinerja perusahaan dan menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan yang wajar terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Rasio MTBV yang rendah dan terus jatuh menunjukkan bahwa investor semakin tidak optimis terhadap profitabilitas masa depan perusahaan, sehingga akan memengaruhi jumlah dividen tunai yang dibayarkan kepada pemegang saham. Artinya, apabila rasio MTBV perusahaan semakin tinggi, sehingga dapat dikatakan nilai ekuitas perusahaan lebih kecil dari harga pasar perlembar, sehingga terjadi *overprice* dan saatnya bagi perusahaan untuk menjual saham. Hal tersebut akan mengakibatkan *return* meningkat, dan menandakan risiko akan meningkat juga sehingga dividen menurun (Pontiff dan Schall, 1998).

Hasil penelitian sebelumnya konsisten dengan prediksi bahwa rasio MBTV berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan, misalnya Amidu dan Abor (2006) di Ghana, serta Zahro (2009) dan Indah dan Made (2014) di Indonesia membuktikan rasio harga pasar atas nilai buku ekuitas perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Berdasarkan kajian teori dan empiris, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

$H_3$  : Rasio harga pasar atas nilai buku ekuitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan

## Metode Penelitian

### Rancangan Penelitian

Penelitian ini adalah penelitian kuantitatif. Arikunto (2006:12) menyatakan "Rancangan penelitian merupakan suatu usulan untuk memecahkan masalah dan merupakan rencana kegiatan yang dibuat oleh peneliti untuk memecahkan masalah, sehingga akan diperoleh data yang valid sesuai dengan tujuan penelitian".

### Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini ialah data sekunder berupa laporan keuangan periode 2009-2013 yang diambil dari sumber data tersedia di Bursa Efek Indonesia. Laporan keuangan ini akan digunakan untuk memperoleh data dari masing-masing variabel penelitian, dengan metode yang sesuai dengan kebutuhan penelitian.

### Populasi dan Sampel

Populasi penelitian adalah 139 perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI periode 2009-2013. Sampel penelitian

ditetapkan dengan menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

- Perusahaan selalu membagikan dividen pada periode 2009-2013. Hal ini untuk mengetahui besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham.
- Perusahaan membagikan dividen lebih tinggi setiap tahunnya pada periode 2009-2013. Hal ini ditetapkan untuk menyeleksi perusahaan yang memiliki optimism tinggi atas kinerja labanya maupun harga pasar terhadap nilai ekuitas perusahaan.

### Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian adalah regresi linier berganda dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta_1 X_{1i,t} + \beta_2 X_{2i,t} + \beta_3 X_{3i,t} + e_{i,t}$$

- Y : Rasio pembayaran dividen  
 $\alpha$  : Konstanta  
 $X_1$  : Aliran kas bebas yang distandarisasi dengan total aset  
 $X_2$  : Risiko sistematis  
 $X_3$  : Rasio harga pasar atas nilai buku ekuitas perusahaan  
 e : Kesalahan pengganggu

### Hasil Penelitian

Berdasarkan kriteria pengambilan sampel, perusahaan yang terpilih sebagai sampel penelitian sebanyak 19 perusahaan. Tabel 1 menunjukkan proses pemilihan sampel perusahaan yang memenuhi kriteria pengambilan sampel.

Tabel 1. Proses Pemilihan Sampel Penelitian

No	Keterangan	Jumlah
1	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2009-2013.	139
2	Perusahaan yang tidak membagikan dividen periode 2009-2013.	(97)
3	Perusahaan membagikan dividen dengan nilai yang sama atau lebih rendah dibandingkan nilai dividen tahun periode 2009.	(23)
Jumlah perusahaan yang dijadikan sampel		19

Tabel 2 menyajikan statistik deskriptif data penelitian.

Tabel 2. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian (N=95)

Variabel	Min	Maks	Rata-rata	Deviasi Std
DPR	0,006	0,947	0,311	0,220
FCF	0,066	0,991	0,352	0,233
R.Sistematis	-0,095	0,847	0,042	0,127
MTBV	0,100	1,227	0,426	0,267

Keterangan:

DPR adalah *dividend payout ratio* yang merupakan perbandingan *dividend pershare* terhadap *earnings pershare*. FCF adalah *free cash flow* yang dibagi dengan total aset pada periode yang sama. R.Sistematis adalah beta saham. MTBV adalah *market to book value of equity*.

Sumber : Indonesian Stock Exchange (data diolah)

Pada Tabel 2, dapat dilihat bahwa secara umum sebaran data relatif tidak menyebar kecuali variabel risiko sistematis. Sedangkan variabel DPR, FCF, dan MTBV tidak memiliki

sebaran data yang lebar karena nilai deviasi standar lebih rendah daripada rata-ratanya.

Sebelum dilakukan uji hipotesis, data penelitian harus dicek distribusinya. Hasil penyajian normalitas data ditunjukkan pada Tabel 3.

Tabel 3. Hasil Uji Normalitas Data Variabel Penelitian

Variabel	Z-Value	Sig.	Ket
DPR	1,332	0,058	Normal
FCF	1,309	0,065	Normal
R.Sistematis	1,302	0,067	Normal
MTBV	1,344	0,054	Normal

Keterangan:

DPR adalah *dividend payout ratio* yang merupakan perbandingan *dividend pershare* terhadap *earnings pershare*. FCF adalah *free cash flow* yang dibagi dengan total aset pada periode yang sama. R.Sistematis adalah beta saham. MTBV adalah *market to book value of equity*.

Sumber : Indonesian Stock Exchange (data diolah)

Pada Tabel 3, hasil uji normalitas dengan menggunakan uji *Kolmogorov Smirnov* menunjukkan DPR, FCF, Risiko Sistematis, dan MTBV masing-masing berdistribusi normal karena nilai signifikansinya lebih besar daripada 5%.

Hasil regresi linier berganda harus memenuhi syarat *Best Linier Unbiased Estimator* (BLUE). Hasil koefisien yang bersifat BLUE harus memenuhi asumsi tidak ada heteroskedastisitas, dan tidak ada multikolinieritas. Hasil penyajian uji multikolinieritas dan uji heteroskedastisitas ditunjukkan pada Tabel 4 dan Gambar 1.

Tabel 4. Hasil Uji Multikolinieritas

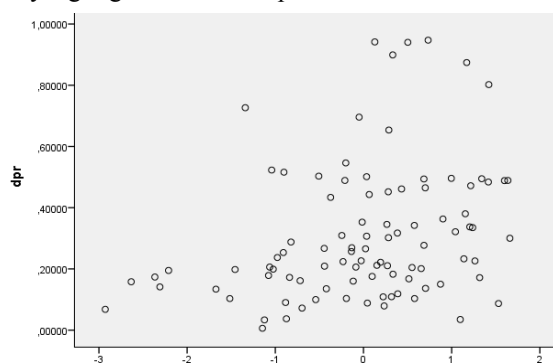
Variabel Independen	VIF	Tolerance
FCF	1,039	0,963
R.Sistematis	1,048	0,954
MTBV	1,022	0,978

Keterangan:

FCF adalah *free cash flow* yang dibagi dengan total aset pada periode yang sama. R.Sistematis adalah beta saham. MTBV adalah *market to book value of equity*.

Sumber : Indonesian Stock Exchange (data diolah)

Pada Tabel 4, dapat diketahui bahwa masing-masing variabel bebas memiliki nilai VIF kurang dari 10 dan nilai *tolerance* lebih tinggi dari 0,10, sehingga dapat dinyatakan bahwa tidak terjadi multikolinieritas antar masing-masing variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini.



Nilai Prediksi Regresi Terstandarisasi  
 Gambar 1. Hasil Uji Heteroskedastisitas

Pola yang terlihat pada Gambar 1 menunjukkan bahwa *Scatterplot* tidak membentuk sebuah pola tertentu yang jelas, dan titik-titik menyebar secara acak. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa variabel independen tidak mengalami heteroskedastisitas.

Korelasi parsial digunakan untuk mengetahui hubungan masing-masing faktor dalam variabel independen dengan variabel dependen. Hasil uji korelasi parsial ditunjukkan pada Tabel 5.

Tabel 5. Matriks Korelasi Parsial Pearson Variabel Penelitian

	FCF	R.Sistematis	MTBV
<b>DPR</b>	-0,183 (0,075)	-0,113 (0,275)	-0,176 (0,088)
<b>FCF</b>	1,000	-0,171 (0,098)	-0,069 (0,580)
<b>R.Sistematis</b>		1,000	-0,116 (0,261)

Keterangan:

DPR adalah *dividend payout ratio* yang merupakan perbandingan *dividend pershare* terhadap *earnings pershare*. FCF adalah *free cash flow* yang dibagi dengan total aset pada periode yang sama. R.Sistematis adalah beta saham. MTBV adalah *market to book value of equity*. Angka dalam kurung menunjukkan tingkat signifikansi.

Sumber : Indonesian Stock Exchange (data diolah)

Pada Tabel 5, dapat diketahui bahwa variabel aliran kas bebas berkorelasi negatif dan signifikan dengan DPR ( $p=0,075$ ), risiko sistematis berkorelasi negatif tidak signifikan dengan DPR ( $p=0,275$ ), dan MTBV berkorelasi negatif dan signifikan dengan DPR ( $p=0,088$ ). Variabel risiko sistematis berkorelasi negatif dan tidak signifikan dengan FCF dan MTBV. Variabel MTBV berkorelasi negatif dan tidak signifikan terhadap FCF dan MTBV.

Analisis regresi linier berganda pada penelitian ini bertujuan untuk melihat seberapa besar pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil dari analisis regresi linier berganda dapat dilihat pada Tabel 6.

Tabel 6. Hasil Regresi Linier Berganda (N=95)

Model	Prediksi	Koefisien		T.Hitung	P.Value
		Belum Terstandarisasi	Koefisien Terstandarisasi		
Constant		0,475		8,268	0,000
FCF	+	-0,216	-0,228	-2,249	0,014
R.Sistematis	-	-0,307	-0,177	-1,736	0,043
MTBV	-	-0,175	-0,212	-2,111	0,019

F.Statistik = 3,340, Sig = 0,023, Adjusted R<sup>2</sup> = 0,069, R<sup>2</sup> = 0,099

Keterangan:

DPR adalah *dividend payout ratio* yang merupakan perbandingan *dividend pershare* terhadap *earnings pershare*. FCF adalah *free cash flow* yang dibagi dengan total aset pada periode yang sama. R.Sistematis adalah beta saham. MTBV adalah *market to book value of equity*.

Sumber : Indonesian Stock Exchange (data diolah)

Pada Tabel 6, dapat diketahui bahwa nilai pada koefisien belum terstandarisasi, variabel risiko sistematis dan MTBV sesuai dengan hipotesis penelitian, sedangkan hasil analisis

variabel FCF tidak sesuai dengan hipotesis penelitian. Aliran kas bebas, risiko sistematis, dan MTBV berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan ( $p<5%$ ).

Penelitian ini menunjukkan aliran kas bebas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Oleh karena itu, hasil penelitian menerima Ho sesuai dengan prediksi. Risiko sistematis dan rasio harga pasar atas nilai buku ekuitas perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

## Pembahasan

Penelitian ini menemukan bahwa aliran kas bebas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil ini berlawanan dengan prediksi yang menyatakan aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan yang diharapkan, dan tidak konsisten dengan penelitian Kouki dan Guizani (2009), Jurica dan Lilyana (2012) dan Lopolusi (2013) yang menyatakan bahwa semakin meningkat kemampuan perusahaan memiliki aliran kas perusahaan, akan menambah jumlah laba perusahaan, semakin tinggi bagian laba yang dibagikan kepada pemegang saham.

Penelitian ini membuktikan semakin meningkat kemampuan perusahaan memiliki aliran kas bebas akan mengakibatkan dividen yang dibagikan menurun. Hal ini dikarenakan perusahaan cenderung menggunakan peningkatan aliran kas bebas untuk menjadi saldo laba yang akan diinvestasikan kembali untuk masa depan perusahaan, yaitu dalam bentuk aset tetap perusahaan. Hal tersebut terbukti dalam laporan keuangan tahunan yang menunjukkan total aset tetap perusahaan semakin meningkat dari waktu ke waktu, sedangkan beban utang semakin menurun.

Ada dua hal yang dapat dikedepankan terkait dengan kondisi ini. Pertama, sebagian besar bagian dari laba digunakan untuk menambah aset tetap. Kedua, sebagian besar dari laba digunakan untuk membayar utang. Artinya, dividen yang dibagikan dapat berkurang. Misalnya, rata-rata aset tetap meningkat sebesar 11,8% sampai 44,4% dari tahun 2009 hingga tahun 2013. Oleh karena itu, adanya peningkatan aliran kas bebas tidak mengakibatkan laba yang dibagikan kepada pemegang saham meningkat. Pengaruh negatif yang ditemukan dalam penelitian ini konsisten dengan yang dilaporkan oleh Duha (2009), Mirza dan Afza (2010), dan Prasetyo (2012).

risiko sistematis berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil dalam penelitian ini sesuai dengan yang diharapkan dan konsisten dengan penelitian Suharli (2005), Amidu dan Abor (2006), dan Putri (2012) yang menyatakan meningkatnya risiko sistematis perusahaan akan menyebabkan *return* perusahaan meningkat. Hal ini terjadi karena adanya risiko yang tinggi, perusahaan mengalami kesulitan mendapatkan dana eksternal sehingga cenderung menyimpan *return* untuk saldo laba yang digunakan untuk dana internal perusahaan sehingga laba yang dibagikan kepada pemegang saham akan menurun.

Penelitian ini menemukan bahwa rasio harga pasar atas nilai buku ekuitas perusahaan berpengaruh negatif signifikan

terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan yang diharapkan dan konsisten dengan Amidu dan Abor (2006), Zahro (2009), dan Indah dan Made (2014) yang menyatakan tingginya rasio MBTV menandakan terjadinya *overprice* dan ini merupakan saat yang tepat untuk menjual saham. Hal ini sesuai dengan konsep investasi bahwa jika *return* akan meningkat, maka risiko juga akan meningkat. Perusahaan akan mengalami kesulitan untuk mendapat dana eksternal dan cenderung memperbanyak saldo laba sehingga laba yang dibagikan kepada pemegang saham menurun.

## Kesimpulan dan Keterbatasan Penelitian

### Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis dan analisis dapat diambil beberapa kesimpulan sebagai berikut. Hasil penelitian tidak sesuai dengan prediksi penelitian untuk aliran kas bebas, tetapi risiko sistematis dan rasio harga pasar atas nilai buku ekuitas perusahaan sesuai dengan prediksi penelitian. Aliran kas bebas berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan dividen yang dibagikan. Risiko sistematis dan rasio harga pasar atas nilai buku ekuitas perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap perubahan dividen yang dibagikan.

### Keterbatasan

Berdasarkan hasil dan pembahasan penelitian ini, keterbatasan penelitian sebagai berikut. Desain penelitian ini menggunakan metode *time series* untuk menghitung proksi risiko sistematis. Sedangkan idealnya risiko sistematis tidak dihitung setiap periode. Risiko sistematis seharusnya dihitung menggunakan metode *scross section*. Data *scross section* kurang baik digunakan untuk proses analisis berbasis *pooling* data dan akurasi kurang baik.

## Ucapan Terima Kasih

Penulis mengucapkan terima kasih kepada Bursa Efek Indonesia dan *Yahoo Finance* yang telah menyediakan data sebagai bahan penelitian.

## Daftar Pustaka

- Arikunto, Suharsimi. 2006. **Prosedur Penelitian: Suatu Pendekatan Praktek**. Rineka Cipta: Yogyakarta
- Afza, T., dan M. H. 2010. Ownership Structure and Cash Flow as Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan. *International Business Research Journal*. Vol. 3 (3): 210-216.
- Amidu, M., dan Abor, J. 2006. Determinants of Dividend Payout Ratios in Ghana. *Journal of Risk Finance*. Vol. 7 (2): 152-156.
- Arifin, Z. 2005. **Teori Keuangan dan Pasar Modal**. Yogyakarta: CV Adipura.
- Duha, A. 2009. Determinants of The Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries. *Global Economy and Finance Journal*. Vol. 2 (2): 19-36.
- Indah, F., dan Made, Ni. 2014. Pengaruh Kesempatan Investasi, Leverage, dan Likuiditas pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*. Vol. 9 (1): 200-208.
- Jansen, M. C., dan Meckling, W. H. 1976. Theori of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3 (4): 78-130.
- Jurica, L., dan Lilyana. 2012. Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan terhadap Dividen Payout Ratio. *Jurnal Dinamika Akuntansi*. Vol. 4 (4): 59-64.
- Kouki, M., dan Guizani, M. (2009). Ownership Structure and Dividend Policy Evidence from the Tunisian Stock Market. *European Journal of Scientific Research*. Vol. 25 (1): 42-53.
- Lopolusi, I. 2013. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen Sektor Manufaktur yang terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Universitas Surabaya*. Vol. 2 (1): 18-24.
- Martono dan Harjito. 2005. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Pontiff, J., dan Schall, L. 1998. Book to Market Ratios as Predictors of Market Returns. *Journal of Financial Economics*. Vol. 4 (9): 141-160.
- Prasetyo, F. 2012. Analisis Pengaruh Net Profit Margin, Current Ratio, Debt to Equity Ratio, Company's Growth, Firm Size, dan Collateralizable Assets terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Empiris pada Perusahaan Non Keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2010). *Jurnal Kertas Kerja Universitas Diponegoro*. Vol. 8 (1): 1-12.
- Putri, P. 2012. Pengaruh Earning Per Share, Debt to Equity Ratio terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan. *Jurnal Manajemen dan Akuntansi Terapan*. Vol. 3 (1): 1-14.
- Satria, A., dan Sampurno, D. 2012. Analisis Pengaruh Cash Position, Firm Size, Growth Opportunity, Ownership, dan ROA terhadap Dividen Payout Ratio. *Jurnal Manajemen Diponegoro*. Vol.1 (1): 212-211.
- Suharli, M. 2005. Studi Empiris Terhadap Dua Faktor yang Mempengaruhi Return Saham pada Industri Food dan Beverage di BEI. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. Vol.7 (2):99-116.
- Tandelin, E. 2001. *Analisa Investasi dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: Penerbit BPFE UGM.
- Zahro, I. 2009. Analisis Pengaruh Set Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen dan Leverage Perusahaan. *Jurnal Sosial dan Budaya*. Vol. 2 (2): 57-76.