

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PAY OUT POLICY PADA PERUSAHAAN PUBLIK THAILAND

Ditha Hena Savira
Agustini Hamid (Corresponding Author)
Bina Nusantara University

ABSTRACT

We investigate the relationship between Free Cash Flow, Life Cycle and Dividend pay out policy in the Thailand Capital Market. Using panel data regression, we find life cycle and profitability negatively affect the pay out policy. While free cash flow, leverage, firm size, GDP and inflation do not have any impact on pay out policy. In line with DeAngelo, dividends tend to follow the pattern of the company's life cycle. Companies that are in the mature stage are more likely to pay dividends because at this stage the company has a large amount of profits and low investment opportunities. While companies that are still in the growth stage (growth) are more likely to not pay dividends because at this stage the company has a high investment opportunities, nevertheless they have limited funding. As found in many emerging countries, the Public Companies in Thailand are mostly in growth stage, thus no wonder that profits are used to finance the company's internal needs

Keywords: Free cash flow, Life cycle, Profitability, Liquidity, Leverage.

I. PENDAHULUAN

Menurut Miller & Modigliani (1961) di dalam penelitian Kajola, Desu, & Agbanike (2015) indikator yang digunakan pada kebijakan pembagian dividen pada umumnya adalah laba bersih (net income). Kebijakan dividen adalah keputusan finansial yang sulit bagi pihak manajemen perusahaan. Pihak manajemen perlu mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen yang ditetapkan oleh manajemen perusahaan. Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Profitabilitas dapat mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam memperoleh dana pihak luar perusahaan. Apabila perusahaan memiliki profitabilitas yang tinggi, maka akan semakin mendorong terjadinya tingkat hutang perusahaan yang tinggi. Perusahaan yang berada pada tahap growth akan menghadapi kesempatan/ peluang investasi yang relatif besar namun tidak cukup menguntungkan dan mampu memenuhi kebutuhan kas internal. Sedangkan perusahaan yang sudah mencapai tahap kedewasaan atau disebut dengan mature dalam siklusnya akan mengalami penurunan dalam peluang investasi, profitabilitas dan pertumbuhannya sudah cenderung stabil, risiko sistematis menurun, dan perusahaan dapat menghasilkan lebih banyak uang secara internal. Adapun dampak terhadap perusahaan yang sudah masuk dalam tahap mature yaitu dengan memulai membayarkan dividen untuk mendistribusikan labanya kepada pemegang saham. Menurut Jensen (1986) dalam Nguyen & Nguyen (2017) terdapat konflik kepentingan antara manajer dan pemilik perusahaan, permasalahan yang

terjadi terkait dengan besaran kebijakan dividen atas cash flow yang dimiliki oleh perusahaan. Ketika perusahaan memiliki free cash flow yang besar dibandingkan dengan kesempatan untuk melakukan investasi pada proyek-proyek yang dapat menguntungkan, akan semakin memperburuk konflik yang ada. Menurut Easterbook (1984) di dalam penelitian Nguyen & Nguyen (2017) fluktuasi harga yang terjadi di pasar modal akan terkait dengan perubahan yang terjadi pada berbagai variabel ekonomi makro. Kinerja pasar modal akan bereaksi terhadap perubahan-perubahan ekonomi makro seperti perubahan nilai tukar, tingkat suku bunga, dan inflasi. Inflasi secara langsung mempengaruhi kinerja perusahaan di sektor riil yaitu berupa penurunan laba operasional karena meningkatnya biaya produksi, serta menurunkan daya beli masyarakat.

Penelitian ini akan menganalisis hubungan antara cashflow, life-cycle dan kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan publik di Thailand dan selanjutnya akan dibandingkan dengan negara-negara ASEAN lainnya.

II. TINJAUAN PUSTAKA

II.1. DIVIDEN

Dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham selain capital gain. (De Angelo & De Angelo, 2006) (De Angelo & De Angelo, 2006) berasumsi dengan memberikan retensi keuntungan, berakibat pada berkurangnya arus kas bebas yang tersedia bagi pemegang saham, maka kebijakan dividen penting dalam menentukan nilainya.

Van Horne et al (1997) menyatakan bahwa penentuan laba sebagai laba ditahan dan pembayaran dividen merupakan aspek utama dalam kebijakan dividen. Tujuan pemanfaatan laba ditahan sebagai sumber dana internal perusahaan sering

menjadi konflik, karena setiap perusahaan menginginkan adanya peningkatan pertumbuhan perusahaan namun disisi lain juga harus membayarkan dividen kepada pemegang saham. Semakin tinggi pembayaran dividennya maka sedikit laba yang ditahan perusahaan dan menghambat tingkat pertumbuhan perusahaan.

Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi pada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi dimasa yang akan datang (Martono dan Harjito, 2001:253). Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya mengurangi total sumber dana internal, sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana internal akan semakin besar (Rosdini, 2009). Kebijakan dividen optimal menurut Brigham dan Houston (2005:66) yaitu kebijakan dividen yang dapat menciptakan keseimbangan antara saat ini dengan pertumbuhan pada masa mendatang yang memaksimalkan harga saham, perusahaan. Keputusan mengenai jumlah laba yang ditahan dan dividen yang dibagikan diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

II.2. RASIO PEMBAYARAN DIVIDEN

Rasio pembayaran dividen (Dividend pay out ratio) merupakan presentase dari pendapatan yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen . Kebijakan rasio dividen merupakan kebijakan yang harus diambil oleh manajemen untuk memutuskan apakah laba yang diperoleh perusahaan selama satu periode akan dibagi semua atau dibagi sebagian untuk dividen dan sebagian lagi tidak dibagi dalam bentuk laba ditahan.

Apabila perusahaan memutuskan untuk membagi laba yang diperoleh sebagai dividen berarti akan mengurangi jumlah laba yang ditahan yang akhirnya juga mengurangi sumber dana intern yang akan digunakan untuk mengembangkan perusahaan. Sedang apabila perusahaan tidak membagikan labanya sebagai dividen akan bisa memperbesar sumber dana intern perusahaan dan akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk mengembangkan perusahaan.

Kebijakan pembayaran (payout policy) keuntungan perusahaan dapat dilakukan dengan cara membagikan dividen atau membeli kembali saham (stock repurchases). Sebuah teori komprehensif kebijakan pembayaran harus menjelaskan “berapa banyak, kapan, dan bagaimana”, dari: 1) nilai keseluruhan pembayaran suatu perusahaan, 2) waktu pembayaran perusahaan setiap periode, dan 3) bentuk pembayaran yang dilakukan (seperti, pembayaran dividen atau pembelian kembali saham) (DeAngelo, DeAngelo, dan Skinner, 2009). Beberapa penelitian mengenai kebijakan pembayaran telah banyak dilakukan seperti halnya Lintner (1956) menjelaskan mengenai keputusan dan kebijakan dividen; Miller dan Modigliani (1961) menganalisis kebijakan dividen dengan memberikan kontribusi teori irelevan; Grullon dan Michaely (2002) menganalisis hubungan dividen dengan stock repurchases; dan DeAngelo, DeAngelo, dan Stulz (2006) menguji kebijakan dividen dengan life cycle theory.

DeAngelo, et al. (2006) menyatakan bahwa dividen cenderung mengikuti pola siklus hidup perusahaan. Perusahaan yang berada dalam tahap dewasa (mature) lebih cenderung untuk membayarkan dividen karena pada tahap ini perusahaan memiliki jumlah laba yang besar dan

peluang investasi yang rendah. Sementara perusahaan yang masih dalam tahap pertumbuhan (growth) lebih cenderung tidak membayarkan dividen karena pada tahap ini perusahaan memiliki peluang investasi yang tinggi namun memiliki pendanaan yang terbatas. Dalam teori ini keputusan dividen dipengaruhi oleh kebutuhan perusahaan untuk mendistribusikan aliran kasnya. Teori ini memprediksi bahwa pada tahun-tahun awal sejak pendirian, perusahaan belum banyak membayar dividen, tetapi semakin dewasa perusahaan di mana dana internal perusahaan sudah melebihi peluang investasi, dividen yang dibayarkan juga akan meningkat. Coulton dan Ruddock (2011) mengungkapkan bahwa kebijakan dividen konsisten dengan siklus hidup perusahaan.

Coulton dan Ruddock (2011) menyatakan bahwa kemungkinan perusahaan yang membayar dividen biasa atau dividen khusus, ukuran perusahaan, dan profitabilitas berhubungan dengan kemungkinan perusahaan yang melakukan pembelian kembali saham, dan perusahaan yang sedang tumbuh berhubungan negatif dengan pembelian kembali saham.

Ketika memutuskan seberapa besar jumlah kas yang akan didistribusikan, manajer keuangan harus selalu ingat bahwa tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, dan arus kas perusahaan sebenarnya dimiliki oleh pemegang sahamnya, sehingga manajemen sebaiknya tidak menahan laba kecuali jika mereka dapat menginvestasikan kembali laba tersebut pada tingkat pengembalian yang lebih tinggi (Brigham dan Houston, 2014). Maka dari itu perlu adanya pemahaman bagaimana cara mendistribusikan excess cash flow perusahaan.

Bhattacharya (1979) mengungkapkan perubahan kebijakan dividen mengandung informasi khususnya tentang aliran kas perusahaan dimasa depan. Hal ini didukung oleh penelitiannya David (2010); Refra dan Widiastuti (2014) mereka menyebutkan bahwa dividen memberikan informasi tentang prospek perusahaan dimasa depan. Sebaliknya Grullon, Michaely, dan Swaminathan (2002) menemukan bahwa perubahan dividen tidak memprediksikan pertumbuhan atau peningkatan kinerja dimasa depan.

II.3. FREE CASH FLOW DAN DIVIDEND PAYMENT

Free-cash-flow menyatakan bahwa nilai perusahaan bersifat positif terkait dengan dividen dikarenakan investor menetapkan nilai tinggi suatu firms yang mengurangi agency cost free cash flow dengan membayar dividen. Namun, hipotesis yang dilakukan pada penelitian Kim, Park and Suh (2016) ini tidak dapat menjelaskan hubungan J-shaped. Perusahaan dengan FCF yang lebih besar akan memiliki kinerja lebih baik dibandingkan dengan perusahaan lain, dikarenakan perusahaan dapat memperoleh keuntungan di berbagai kesempatan yang mungkin tidak dapat diperoleh perusahaan lainnya. Tersedianya FCF yang tinggi akan cenderung disalahgunakan para penggunaannya, salah satunya pihak manajemen untuk kepentingannya pribadi. Para manajer cenderung menggunakan FCF untuk memperluas perusahaan. Menurut Kieso, Weygandt dan Warfield (2007) dalam penelitian Lucyanda dan Lilyana (2013) mendefinisikan free cash flow sebagai jumlah arus kas diskresioner suatu perusahaan yang dapat digunakan untuk tambahan investasi, melunasi hutang, membeli kembali saham perusahaan sendiri (treasury stock), atau menambah likuiditas perusahaan. Subramanyam dan Wild (2009) dalam penelitian Lucyanda

dan Lilyana (2013) menjelaskan free cash flow adalah kas dari aktivitas operasi dikurangi perubahan modal bersih dan perubahan modal kerja. Free cash flow pada perusahaan menunjukkan efek tambahan pada investasi atau disinvestment pada aset operasi. Penggambaran free cash flow pada perusahaan menunjukkan kas yang bebas untuk digunakan sebagai pelunasan hutang atau imbal hasil ke pemegang saham.

III. METODE PENELITIAN

III.1. DATA

Kajian ini akan menggunakan data-data keuangan yang terdaftar pada pasar modal Thailand yang membayar dividen pada periode waktu 2013 sampai dengan 2017. Data keuangan ini akan diakses dari website masing masing perusahaan dan juga dari web bursa efek Thailand (www.set.or.th) serta data dari financial morning star.

III.2. METODOLOGI

Variabel utama dari penelitian ini adalah dividend ratio (La Porta R. et al. 2000, Mulyani et al., 2016, Faccio et al., 2001), free cash flow (Jensen M. , 1986), proksi untuk life-cycle (retain eraning/ total equity), profitability (DeAngelo et al., 2004, Truong & Heaney, 2007), dan beberapa variabel spesifik lainnya dari perusahaan seperti size perusahaan (besaran asset), besarnya hutang perusahaan (leverage) dan fator makro ekonomi (angka inflasi dan pertumbuhan ekonomi).

III.3. MODEL PENELITIAN

Kajian ini akan menggunakan static panel data regression model; dengan model sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 &[(Div)]_{it} = \alpha + \beta_1 [(FCF)]_{(i,t)} + \beta_2 \\
 &[(LCyc)]_{(i,t)} + \beta_3 [(Prof)]_{it} + \beta_4 [(Liq)]_{it} + \beta_5 \\
 &[(Lev)]_{it} + \beta_6 [(Size)]_{it} + \beta_7 \\
 &[(GDP)]_{it} + \beta_8 [(Inf)]_{it} + \varepsilon_{it} \dots (1)
 \end{aligned}$$

Dimana :

- Div : Dividend payout ratio
- LCyc : Life – Cycle di proksi dengan RE/TE atau RE/TA
- Prof : Profitability diukur dengan Return on asset
- Liq : Liquidity diukur dengan Current Ratio
- Leverage : Leverage diukur dengan rasio Current Ratio
- Size : Diukur dengan ukuran asset perusahaan
- GDP : Tingkat pertumbuhan ekonomi
- Inf : Tingkat Inflasi

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

IV.1. ANALISIS STATISTIK DESKRIPTIF

Statistik deskriptif menunjukkan bahwa rasio pembayaran rata-rata adalah Rata-rata Dividend Pay out Ratio dari 183 sampel berjumlah 67.09750. Untuk nilai maksimum Dividend Pay out Ratio yaitu 4043.566 dan nilai minimum 2.083400.

Tabel 1. Analisa Statistik Deskriptif

	DPR	FCF	LCYC	PROF	LIQ
Mean	67.09750	6.418813	0.539527	8.831089	3.045474
Median	54.01350	8.252179	0.554995	7.486800	1.698000
Maximum	4043.566	11.15462	0.959573	48.66770	310.4256
Minimum	2.083400	0.000000	0.000000	-23.23300	0.000000
Std. Dev	149.4112	3.804894	0.222725	6.445821	11.48098
Skewness	22.04669	-1.021191	-0.174243	1.741852	23.03466
Kurtosis	562.5180	2.211508	2.265876	9.988136	587.2894
Jarque-Bera	12009552	182.7349	25.17701	2324.491	13096564
Probability	0.000000	0.000000	0.000003	0.000000	0.000000
Sum	61394.21	5873.214	493.6676	8080.447	2786.609
Sum Sq. Dev.	20403874	13232.18	45.34043	37975.43	120477.0
Observations	915	915	915	915	915

Sedangkan untuk standar deviasi Dividend Pay out Ratio yaitu 149.4112. Rata-rata Free Cash Flow (FCF) berjumlah 6.418813. Nilai minimum yang diperoleh yaitu 0 dan nilai maksimum yaitu 11.15462. Sedangkan standar deviasi yang didapatkan yaitu

3.804894. Variabel independen lainnya yaitu Life Cycle (LCYC) . Life Cycle memiliki tingkat rata-rata 0.539527. Memiliki nilai minimum 0 dan nilai maksimum 0.959573. Standar deviasi yang dimiliki Life Cycle dari 183 perusahaan yaitu 0.222725. Variabel Profitability (PROF) memiliki rata-rata berjumlah 8.831089 dari 183 sampel yang digunakan. Nilai minimum yang dimiliki yaitu berjumlah -23.23300. Sedangkan nilai maksimum yang dimiliki yaitu sebesar 48.66770. Dan standar deviasi menunjukkan angka 0.222725. Rata-rata Liquidity (LIQ) berjumlah 3.045474. Nilai minimum yang diperoleh yaitu 0 dan nilai maksimum yaitu 310.4256. Sedangkan standar deviasi yang didapatkan yaitu 11.48098. Variabel Leverage (LEV) memiliki rata-rata berjumlah 48.07040 dari 183 sampel yang digunakan. Nilai minimum yang dimiliki yaitu 0. Sedangkan nilai maksimum yang dimiliki yaitu sebesar 746.4716. Dan standar deviasi menunjukkan angka 70.36022. Variabel independen selanjutnya yaitu Firm Size (SIZE). Firm Size memiliki tingkat rata-rata 9.651396. Memiliki nilai minimum 0 dan nilai maksimum 12.35225. Standar deviasi yang dimiliki Firm Size dari 183 perusahaan yaitu 1.293086. Gross Domestic Product (GDP), memiliki rata-rata berjumlah 2.780000 dengan nilai maksimum yaitu 3.900000 dan nilai minimum 1.000000. Nilai standar deviasi menunjukkan angka 0.975007.

IV.2. HASIL DAN BAHASAN

Tabel 2 menunjukkan hasil regresi data panel dengan menggunakan model efek acak.

Table 2. Hasil Regresi Analisis

Dependent Variable: DPR				
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 05/31/18 Time: 19:18				
Sample: 2013 2017				
Periods included: 5				
Cross-sections included: 183				
Total panel (balanced) observations: 915				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FCF	1.017291	0.776711	1.309743	0.1906
LCYC	-46.49860	13.05871	-3.560736	0.0004
PROF	-3.505326	0.468447	-7.482862	0.0000
LIQ	10.08845	0.249563	40.42446	0.0000
LEV	0.048958	0.045192	1.083333	0.2789
SIZE	-0.602039	2.356550	-0.255475	0.7984
GDP	-2.856017	3.659425	-0.780455	0.4353
INF	-3.013109	3.083529	-0.977163	0.3287
C	99.45292	25.71228	3.867915	0.0001
Effects Specification				
		S.D.	Rho	
Cross-section random		0.000000	0.0000	
Idiosyncratic random		85.77539	1.0000	
Weighted Statistics				
R-squared	0.634046	Mean dependent var	67.09750	
Adjusted R-squared	0.630815	S.D. dependent var	149.4112	
S.E. of regression	90.78318	Sum squared resid	7466876.	
F-statistic	196.2153	Durbin-Watson stat	1.836123	
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				

Kami menggunakan model efek acak untuk menentukan karakteristik perusahaan yang berbeda dalam membuat kebijakan dividen Free cash flow (FCF) tidak memiliki pengaruh terhadap variabel DPR. Hal ini disebabkan nilai/rata-rata free cash flow perusahaan di Thailand rendah, sehingga tidak memiliki kas yang cukup untuk membayarkan dividen. Life cycle (LCYC) memiliki pengaruh negatif terhadap DPR. Hal ini disebabkan life cycle perusahaan di Thailand masih merupakan tahap awal (start up) atau pertumbuhan (growth) sehingga laba yang dihasilkan lebih diutamakan untuk kebutuhan internal perusahaan. Profitability (PROF) memiliki pengaruh negatif terhadap dividend pay out ratio. Hal ini ditunjukkan dengan koefisiensi sejumlah - 3.505326. Dengan kata lain, Koefisien negatif bisa berarti bahwa jika suatu perusahaan membayar dividen mengurangi laba ditahan yang mempengaruhi pembiayaan internal.

Liquidity (LIQ) memiliki pengaruh positif terhadap dividend pay out ratio. Kondisi ini mengindikasikan bahwa semakin baik likuiditas akan meningkatkan dividen kas. Hubungan signifikan dan mempunyai arah positif antara likuiditas terhadap dividen kas, menunjukkan bahwa kebijakan jumlah pembagian dividen perusahaan dipengaruhi dan diperkuat oleh likuiditas perusahaan. Leverage (LEV) tidak memiliki pengaruh terhadap variabel DPR. Hal ini disebabkan dilihat dari rasio hutang terhadap ekuitasnya menghasilkan kalkulasi nilai yang besar yang menyebabkan perusahaan memiliki kecenderungan membayar hutang terlebih dahulu. Firm size (SIZE) tidak memiliki pengaruh terhadap variabel DPR. Hal ini disebabkan komposisi total aset perusahaan di Thailand yang sebagian besar digunakan untuk memenuhi kewajiban lancar.

Variabel makro ekonomi berupa Gross domestic product (GDP) dan Inflasi tidak memiliki pengaruh terhadap DPR. disebabkan karena pertumbuhan ekonomi di negara berkembang lebih digunakan sebagai laba ditahan untuk ekspansi sejalan dengan free cashflow yang nilainya masih kecil. Demikian juga dengan nilai Inflation (INF) tidak memiliki pengaruh terhadap DPR.

V. CONCLUSIONS

Sejalan dengan Keown et., al yang menjelaskan bahwa free cashflow merupakan bagian arus kas perusahaan yang tidak bisa diinvestasikan secara menguntungkan di dalam perusahaan terutama di negara berkembang karena penggunaan di bawah control manajemen perusahaan. Thailand yang masuk dalam emerging market menyebabkan sebagian besar perusahaan yang listing di bursa termasuk perusahaan yang belum mature sehingga arus kas bebas lebih diutamakan

untuk mendanai proyek atau ekspansi dan menahannya sebagai saldo kas. Hasil dari life cycle mendukung teori dari Fama dan French (2001) menemukan adanya hubungan antara tahap daur hidup suatu perusahaan dengan kebijakan dividen. Terdapat trade-off antara laba ditahan dan laba yang didistribusikan dalam bentuk dividen. Trade-off tersebut terus berkembang sejalan dengan akumulasi laba yang terus meningkat dan kesempatan investasi yang menurun, yaitu pada saat perusahaan mencapai tahap mature. Pada tahap mature itulah perusahaan cenderung membagikan dividen (De Angelo et al., 2006).

REFERENSI

- Arie Purnami, K. D., dan Sri Artini, L. G (2016), Pengaruh Investment Opportunity Set, Total Asset Turn Over dan Sales Growth terhadap Kebijakan Dividen. E-Jurnal Manajemen Unud, Vol. 5, No. 2, pp. 1309-1337.
- Artiningsih, W (2016), Analisis Pengaruh Investor Institutional Dan Kinerja Fundamental Dengan Growth Dan Size Sebagai Variabel Kontrol Terhadap Kebijakan Dividen (Master's Thesis). Retrieved from <http://eprints.undip.ac.id/48180/>
- Bagus Nufiati, N. M., dan S (2015), Pengaruh Profitabilitas dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen Kas Pada Perusahaan PEFINDO (Bachelor's Thesis). Jurnal Ilmu Dan Riset Manajemen, Vol. 4, No. 3.
- Beriwisnu, T. C., dan Priyadi, M. P (2017), Pengaruh Pertumbuhan Ekonomi, Industri, dan Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi, Vol. 6, No. 12.

- Berry, Y (2016), Hubungan Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan Pada Tahap Mature dan Growth. *JRAK*, Vol. 7, No. 1, pp. 65-73.
- Chayati, N. N., dan Asyik, N. F. (2017), Pengaruh Profitabilitas, Kesempatan Investasi, dan Leverage terhadap Kebijakan Dividen Tunai. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, Vol. 6, No. 9.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., dan Stulz, R. M (2006), Dividend Policy and The Earned/Contributed Capital Mix: A Test of Life Cycle Theory. *Journal of Financial Economics* 81, pp. 227-254.
- Denis, D. J., dan Osobov, I (2008), Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on The Determinants of Dividend Policy. *Journal of Financial Economics*, Vol. 89, pp. 62-82.
- Hermansyah (2017), Pengaruh Kondisi Modal Kerja terhadap Profitabilitas (Studi Empiris : Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar pada BEI Katagori Saham LQ 45 Periode 2007 Sampai Dengan 2011). *Jurnal Ilmiah Ilmu Administrasi*.
- Kajola, S. O., Desu, A. A., dan Agbanike, T. F (2015), Factors Influencing Dividend Payout Policy Decisions of Nigerian Listed Firms. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, Vol. 3, No. 6, pp. 539-557.
- Kim, S., Park, S. H., dan J. S (2017), A J-shaped Cross-Sectional Relation Between Dividends and Firm Value. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 48, pp. 857-877.
- Kouser, R., Luqman, R., Yaseen, A., dan Azeem, M. (2015), Dividend Payout Policy and Financial Crisis: Evidence from the Life Cycle Theory. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences*, Vol. 9, No. 2, pp. 583-597.
- Kurnia, D (2017), Analisis Signifikansi Leverage dan Kebijakan Deviden terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Akuntansi*, Vol. 4, No. 2.
- Kurniawati, L., Manalu, S., dan Negoro Octavianus, R. J (2015), Pengaruh Kepemilikan Institutional terhadap Kebijakan Dividen dan Harga Saham. *Jurnal Manajemen*, Vol. 15, No. 1.
- Mahendra, A (2016), Analisis Pengaruh Jumlah Uang Beredar, Suku Bunga, Kurs, dan Impor terhadap Inflasi di Indonesia. *Jurnal Riset dan Akuntansi*, Vol. 2, No. 1, pp. 1–12.
- Nguyen, A., dan Nguyen, T (2017), Free Cash Flow and Corporate Profitability in Emerging Economies: Empirical Evidence from Vietnam. *Economics Bulletin*, Vol. 38, No. 1.
- Nurhakim, A., Irni, Y., dan Iradianty, A (2016), The Effect of Profitability and Inflation on Stock Return at Pharmaceutical Industries at BEI in the Period of 2011-2014. *First International Conference on Advanced Business and Social Sciences*, Vol. 2, No. 2, pp. 202–210.
- Pontoh, W (2016), The Motives Behind Dividend Policy. *International Journal in Economics and Business Administration*, Vol. 4, No. 2, pp. 29-40.
- Prasetio, D. A., dan Suryono, B. (2016), Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set Terhadap Dividend Payout Ratio. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, Vol. 5 ,No. 1, pp. 1–19.
- Rahman, G. D., dan K (2016), The Influence of Tobin's Q, Inflation, Interest Rate, and Exchange Rate towards Stock Return (Study on Manufacture Companies Which are Listed in Indonesian Stock Exchange Periods 2011-2014). *E-Proceeding of Management*, Vol. 3, No. 1, pp. 331-338.

Ramadhan, W. A (2016), Pengaruh Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, dan Sales Growth terhadap Dividend Policy Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Manajemen Bisnis Indonesia*, Vol. 5, No. 2, pp. 112–119.

Roring, R., dan Ronni, S (2014), Pengaruh Biaya Agensi dan Siklus Hidup Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Industri Manufaktur. *Finesta*, Vol. 2, No. 2, pp. 63–67.

Sari, R. R., dan Muharam, H (2014), Analisis Pengaruh Invesment pportunities, Leverage, Risiko Pasar Dan Firm Size Terhadap Dividend Policy (Pada perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2011 (Master's Thesis). Retrieved from <http://eprints.undip.ac.id/49091/>