

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, *LEVERAGE*, *INVESTMENT OPPORTUNITY SET* DAN PROFITABILITAS PADA KEBIJAKAN DIVIDEN PERUSAHAAN MANUFAKTUR

**I Gede Yoga Yudiana¹
I Ketut Yadnyana²**

^{1,2} Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: yudianayoga@yahoo.co.id / telp: +6281805388708

ABSTRAK

Penelitian ini merupakan studi empiris untuk menguji pengaruh variabel kepemilikan manajerial, *leverage*, *investment opportunity set*, dan profitabilitas pada kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio* perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode pengamatan 2011-2013. Penentuan sampel menggunakan teknik *purposive sampling* melalui kriteria-kriteria tertentu sehingga diperoleh sampel sebanyak 126 perusahaan amatan. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linear berganda dan uji hipotesis menggunakan t-statistik untuk menguji koefisien regresi parsial serta f-statistik untuk menguji kelayakan model penelitian dengan *level of significance* 5%. Selain itu juga dilakukan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi. Hasil analisis menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada kebijakan dividen, sedangkan *leverage* dan *investment opportunity set* berpengaruh negatif pada kebijakan dividen, serta profitabilitas berpengaruh positif pada kebijakan dividen.

Kata Kunci: *kebijakan dividen, kepemilikan manajerial, leverage, investment opportunity set, profitabilitas*

ABSTRACT

This study is an empirical study to test the effect of managerial ownership variable, leverage, investment opportunity set, and profitability on the dividend policy as measured by dividend payout ratio of manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange with the observation period 2011-2013. Determination samples using purposive sampling technique through certain criteria in order to obtain a sample of 126 companies of observation. The analysis technique used in this research is multiple linear regression and hypothesis testing using t-statistic to test the partial regression coefficient and f-statistic to test the feasibility of the research model with a level of significance of 5%. It also made the classic assumption test including normality test, multicollinearity test, test and test heteroskedastisitas autokorelasi. The result analysis shows that managerial ownership has no effect on dividend policy, while leverage and investment opportunity set negative effect on dividend policy, as well as a positive effect on profitability dividend policy.

Keywords: *dividend policy, managerial ownership, leverage, investment opportunity set, profitability*

PENDAHULUAN

Pertumbuhan ekonomi khususnya di Indonesia sebagian besar dipengaruhi oleh pertumbuhan sektor industri manufaktur. Industri manufaktur memberikan kontribusi terbesar terhadap Produk Domestik Bruto (PDB). Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2011 sampai dengan tahun 2013 sebanyak 155 perusahaan dari keseluruhan 496 perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa peran serta industri manufaktur dalam perekonomian di Indonesia menempati posisi yang dominan. Pertumbuhan industri manufaktur tidak terlepas dari adanya pasar modal yang berfungsi sebagai sarana bagi pendanaan usaha atau sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (investor).

Dividen merupakan salah satu kebijakan yang penting dalam perusahaan, karena menyangkut pemegang saham yang notabene merupakan sumber modal dari perusahaan tersebut. Begitu pentingnya peranan dividen, maka perusahaan enggan melakukan pemotongan terhadap dividen. Hal ini karena adanya efek *signalling* (Bhattacharya, 1979). Perusahaan yang melakukan pemotongan dividen memberikan sinyal yang buruk bagi investor yang menandakan bahwa kondisi keuangan perusahaan kurang bagus sehingga permintaan pasar terhadap saham perusahaan tersebut akan turun yang artinya para investor enggan untuk menanamkan sahamnya di perusahaan tersebut. Dengan adanya efek *signalling* tersebut maka perusahaan harus menjamin dividen terhadap investor. Selama periode 2011-2013 dapat dilihat nilai rata-rata perkembangan *dividend payout ratio* yang dirangkum dari situs BEI dan

ICMD. Nilai rata-rata *dividend payout ratio* perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2011 sampai dengan tahun 2013 adalah: pada tahun 2011 sebesar 59%, selanjutnya pada tahun 2012, pembayaran dividen tersebut mengalami penurunan menjadi sebesar 31%, dan pada tahun 2013 kembali mengalami penurunan menjadi 30%.

Masalah kebijakan dividen berkaitan dengan masalah keagenan (Putri dan Nasir 2006). Pemegang saham menunjuk manajer untuk mengelola perusahaan agar dapat meningkatkan nilai perusahaan dan kesejahteraan pemegang saham. Dengan kewenangan yang dimiliki, manajer bertindak bukan untuk kepentingan pemegang saham tetapi untuk kepentingan pribadinya sendiri. Perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham yang dikenal dengan konflik keagenan (Jensen, 1986) akan mempengaruhi kedua belah pihak untuk memaksimalkan kesejahteraannya masing-masing (Widanaputra, 2008).

Untuk mengawasi dan memonitor perilaku manajer, pemegang saham harus bersedia mengeluarkan kos pengawasan yang disebut *agency cost*. Cara untuk mengurangi *agency cost* dapat dilakukan dengan meningkatkan kepemilikan manajerial (Dewi, 2008). Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan presentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen (Sujono dan Soebiantoro, 2007). *Agency cost* dalam suatu perusahaan yang dikelola oleh manajer pemilik akan lebih rendah karena ada kepentingan yang sama antara pemegang saham dan manajemen (Jensen &

Meckling, 1976). Dengan keterlibatan kepemilikan saham, manajer akan bertindak secara hati-hati karena mereka ikut menanggung konsekuensi atas keputusan yang diambilnya. Selain itu, dengan adanya keterlibatan kepemilikan saham, manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya dalam mengelola perusahaan. Pada tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi, manajer cenderung mengalokasikan laba untuk ditahan dibandingkan membayar dividen dengan alasan sumber dana internal lebih efisien dibandingkan sumber dana eksternal dalam pertumbuhan perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) cara lain dalam mengurangi permasalahan agensi adalah dengan meningkatkan utang. Semakin besar utang maka perusahaan harus mencadangkan lebih banyak kas untuk membayar bunga serta pokok pinjaman sehingga akan memperkecil dana yang "menganggur". Dari pihak pemegang saham, kebijakan peningkatan utang dapat mengurangi pengawasan terhadap manajemen karena pihak ketiga yang meminjamkan dana (*bondholder*) akan melakukan pengawasan terhadap manajemen agar pinjamannya tidak disalahgunakan. Hubungan antara utang terhadap modal dapat digambarkan melalui rasio *leverage*, rasio ini dapat melihat seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh utang atau pihak luar perusahaan yang digambarkan oleh modal (Harahap, 2013). Struktur permodalan yang lebih tinggi dimiliki oleh utang menyebabkan pihak manajemen akan memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan dividen. Perusahaan dalam utang jangka panjang diikat oleh sebuah perjanjian utang untuk melindungi kepentingan kreditor. Kreditor biasanya membatasi pembayaran dividen,

pembelian saham beredar dan penambahan utang untuk menjamin pembayaran pokok utang dan bunga. Tingkat penggunaan utang yang relatif besar maka perusahaan akan membayar dividen yang tidak terlalu tinggi.

Berdasarkan *agency theory*, perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi cenderung akan memberikan dividen yang rendah karena pihak manajemen beranggapan bahwa dana tersebut lebih baik diinvestasikan ke dalam laba ditahan demi kelangsungan hidup perusahaan. Istilah *investment opportunity set* (IOS) muncul setelah dikemukakan oleh Myers (1977) memandang nilai perusahaan sebagai sebuah kombinasi *assets in place* (aset yang dimiliki) dengan *investment options* (pilihan investasi) di masa yang akan datang. Secara umum dapat dikatakan bahwa *investment opportunity set* menggambarkan tentang luasnya kesempatan investasi bagi suatu perusahaan, namun sangat tergantung pada pilihan *expenditure* perusahaan di masa yang akan datang. Suharli (2007) menyatakan bahwa apabila kondisi perusahaan sedang bagus maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru dibandingkan membayar dividen yang tinggi. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan.

Penelitian Jensen *et al* (1992) didukung oleh Sudarsi (2002) menyatakan bahwa semakin besar laba perusahaan maka semakin besar perusahaan membayar dividen. Profitabilitas merupakan salah satu pengukuran bagi kinerja suatu perusahaan, profitabilitas suatu perusahaan menunjukkan kemampuan suatu perusahaan dalam

menghasilkan laba selama periode tertentu pada tingkat penjualan, asset dan modal saham tertentu. Profitabilitas suatu perusahaan dapat dinilai melalui berbagai cara tergantung pada laba dan modal yang akan diperbandingkan satu dengan lainnya. *Return on equity* adalah suatu pengukuran dari penghasilan atau *income* yang tersedia bagi pemilik perusahaan atas modal yang mereka investasikan di dalam perusahaan. Oleh karena dividen diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividend payout ratio*. *Return on equity* (ROE) merupakan tingkat pengembalian atas ekuitas pemilik perusahaan (Suherli, 2006).

Beberapa penelitian telah menguji apakah faktor-faktor, seperti kepemilikan manajerial, *leverage*, *investment opportunity set*, dan profitabilitas mempengaruhi kebijakan dividen. Dari penelitian-penelitian tersebut terdapat beberapa *research gap*. Menurut Nuringsih (2005) pada tahun Moh'd Rimbey dan Perry (1995), Putri dan Nasir (2006), Dewi (2008) serta Ullah *et al* (2012) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang lebih tinggi dapat mengurangi pembayaran dividen. Sedangkan hasil penelitian lain yang dilakukan oleh Kumar (2003) dan Nuringsih (2005) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif pada kebijakan dividen.

Hasil penelitian Karami (2011), Wicaksana (2012), dan Malik *et al* (2013) menemukan bahwa semakin besar utang perusahaan maka semakin besar dana yang harus disediakan untuk melunasi utang sehingga akan mengurangi jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Sedangkan, Deitina (2009) dan

Mardaleni (2014) menemukan bahwa *leverage* tidak berpengaruh pada kebijakan dividen. Penelitian yang dilakukan Abor dan Bokpin (2010), Hussain dan Usman (2013) serta Natalia (2013) menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh negatif pada *dividend payout ratio*. Menurut Keown dkk (2010:214) ini berarti bahwa ketika peluang investasi perusahaan naik, rasio pembayaran dividen harus turun. Dengan kata lain, ada hubungan terbalik antara besarnya investasi dengan tingkat pengembalian (*return*) yang diharapkan. Dengan membayar dividen yang rendah perusahaan tersebut bisa mempertahankan dana yang cukup untuk membiayai pertumbuhan dan investasi dimasa depan. Penelitian dengan hasil berbeda ditemukan oleh Putri (2015) yang menyatakan bahwa IOS berpengaruh positif pada kebijakan dividen.

Kebijakan dividen juga dapat dipengaruhi melalui nilai profitabilitas perusahaan. Hal ini ditemukan penelitian yang dilakukan oleh Maharani (2013), Nursalam (2013) dan Estiaji (2014) yang menyatakan bahwa profitabilitas perusahaan yang diukur melalui *return on equity* berimplikasi positif terhadap kebijakan dividen. Namun, hasil penelitian lain yakni Deitina (2013) dan Rahayuningtyas (2014) menyatakan bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan *return on equity* tidak berpengaruh pada *dividend payout ratio*.

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan sebelumnya, maka dapat dirumuskan masalah yang akan diteliti dalam penelitian ini apakah

kepemilikan manajerial, *leverage*, *investment opportunity set* dan profitabilitas berpengaruh pada kebijakan dividen?

Berdasarkan rumusan masalah, maka tujuan penelitian ini untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial, *leverage*, *investment opportunity set* dan profitabilitas pada kebijakan dividen.

Ang (1997) dalam Nafi'ah (2011) menyatakan bahwa dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak (*earnings after tax*) dikurangi dengan laba ditahan (*retained earnings*) sebagai cadangan bagi perusahaan. Dividen ini untuk dibagikan kepada pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Stice *et al* (2005) mengartikan dividen sebagai pembagian laba kepada para pemegang saham perusahaan sebanding dengan jumlah saham yang dipegang oleh masing-masing pemilik.

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manager atau dengan kata lain manager juga sekaligus sebagai pemegang saham (Imanta, 2011). Struktur kepemilikan manajerial dapat dijelaskan melalui dua sudut pandang, yaitu pendekatan keagenan dan pendekatan ketidakseimbangan. Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan manajerial sebagai suatu instrumen atau alat yang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan diantara beberapa klaim terhadap sebuah perusahaan. Pendekatan ketidakseimbangan informasi memandang mekanisme struktur kepemilikan manajerial sebagai suatu cara untuk mengurangi

ketidakseimbangan informasi antara *insider* dengan *outsider* melalui pengungkapan informasi di dalam perusahaan.

Menurut Harahap (2013) *leverage* adalah rasio yang menggambarkan hubungan antara utang terhadap modal, rasio ini dapat melihat seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh utang atau pihak luar kemampuan perusahaan yang digambarkan oleh modal. Apabila dana internal tidak mencukupi, maka perusahaan dituntut untuk melakukan pendanaan eksternal yang biasanya lebih mengutamakan pendanaan utang daripada saham. Sehingga *leverage* perusahaan digunakan untuk pembayaran dividen agar dapat menjaga performa dan sinyal perusahaan bagi investor.

Martono dan Harjito (2005:18) menyatakan profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba dari modal yang digunakan untuk menghasilkan laba. Profitabilitas perusahaan adalah salah satu cara untuk menilai dengan tepat sejauh mana tingkat pengembalian yang akan didapat dari aktivitas investasi, pendanaan dan berbagai aktivitas lain perusahaan tersebut. Investor memiliki harapan akan sejumlah pengembalian atas investasinya selama ini. Pengembalian ini tentunya tergambar jelas pada performa perusahaan.

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan presentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen (Sujono dan Soebiantoro, 2007). Kebijakan dividen pada perusahaan akan melibatkan pihak-pihak yang berkepentingan dan saling bertentangan, yaitu manajer yang mengharapkan laba ditahan sebagai dana internal perusahaan dan pemegang saham

yang mengharapkan pembagian laba dalam bentuk dividen. Berdasarkan *agency theory*, konflik antara prinsipal dan agen dapat dikurangi dengan mensejajarkan kepentingan antara prinsipal dan agen.

Jensen & Meckling (1976) berpendapat bahwa pemilik akan dapat meyakinkan dirinya bahwa agen akan membuat keputusan yang optimal bila diberikan insentif yang memadai. Salah satu caranya adalah dengan memberikan kepemilikan kepada manajemen. Kehadiran kepemilikan saham oleh manajerial (*insider ownership*) dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* yang berpotensi timbul, karena dengan memiliki saham perusahaan diharapkan manajer merasakan langsung manfaat dari setiap keputusan yang diambilnya. Proses ini dinamakan dengan *bonding mechanism*, yaitu proses untuk menyamakan kepentingan manajemen melalui program mengikat manajemen dalam modal perusahaan. Kepemilikan manajerial yang tinggi mempengaruhi pengalokasian laba bersih yang diperoleh perusahaan, manajer akan melakukan tindakan yang terbaik bagi perusahaan dengan menahan laba bersih untuk menunjang pertumbuhan perusahaan.

Berdasarkan penjelasan diatas menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Sejalan dengan hal tersebut penelitian yang dilakukan oleh Nurfauziah (2007), Gunadi (2008), Pujiastuti (2008) dan Andri (2012) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

H₁: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada kebijakan dividen.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) cara lain dalam mengurangi permasalahan agensi adalah dengan meningkatkan utang. Pengurangan konflik masalah keagenan ini terjadi karena kebijakan utang dapat membuat pemegang saham yakin bahwa manajer membiayai kegiatan usahanya tidak dengan menggunakan kekayaan yang dimilikinya. Sementara itu manajer dapat meningkatkan kinerja perusahaan tanpa kendala keterbatasan pembiayaan. Dengan demikian tujuan keduanya tercapai tanpa terjadi konflik kepentingan. Namun, jika terlalu besar nilainya, utang yang sama juga bisa membuat kondisi keuangan perusahaan menjadi tidak sehat. Hal ini sesuai dengan *balancing theory* yang dikemukakan oleh Myers (1984), penggunaan utang yang semakin besar akan meningkatkan keuntungan dari penggunaan utang tersebut.

Struktur permodalan yang lebih tinggi dimiliki oleh utang menyebabkan pihak manajemen akan memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan dividen kepada pemegang saham. Perusahaan yang memiliki rasio utang lebih besar akan membagikan dividen lebih rendah karena laba yang diperoleh digunakan untuk melunasi kewajiban perusahaan (Pasadena, 2013). Untuk mengukur seberapa jauh sebuah perusahaan menggunakan pendanaan dari utang maka alat ukur yang umum digunakan adalah rasio *leverage*. Berdasarkan penjelasan diatas sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Al-Kuwari (2009), Abor dan Bokpin (2010), Devi (2014) serta Jannati (2014) yang menyatakan bahwa leverage mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi *leverage*, semakin besar

dana yang harus disediakan untuk melunasi utang sehingga akan mengurangi jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham.

H₂: *Leverage* berpengaruh negatif pada kebijakan dividen.

Investment opportunity set (IOS) merupakan nilai sekarang dari pilihan-pilihan perusahaan untuk membuat investasi dimasa yang akan datang. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi cenderung akan memberikan dividen yang rendah karena pihak manajemen beranggapan bahwa dana tersebut lebih baik diinvestasikan kedalam laba ditahan demi kelangsungan hidup perusahaan (*agency theory*). Menurut Kallapur dan Trombley (2001) pertumbuhan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan *size*, sementara set kesempatan investasi merupakan opsi untuk berinvestasi dalam proyek yang memiliki *net present value* yang positif. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah lebih cenderung untuk membayar dividen lebih besar, agar dapat mengalihkan sumber dana perusahaan agar tidak ditanamkan dalam proyek dengan *net present value* yang negatif (Jensen, 1986). Hal ini sesuai dengan teori *residual dividend policy* yang menyatakan bahwa perusahaan akan membagikan dividennya hanya jika sudah tidak ada lagi peluang investasi dengan NPV positif yang tersedia. Menurut Keown dkk (2010:214) menyatakan bahwa ketika peluang investasi perusahaan naik, rasio pembayaran dividen harus turun. Hal ini searah dengan penelitian yang dilakukan oleh Hussain dan Usman (2013) serta Natalia (2013) yang menyatakan bahwa, set kesempatan investasi berpengaruh negatif pada kebijakan dividen.

H₃: *Investment opportunity set* berpengaruh negatif pada kebijakan dividen.

Teori agensi mengasumsikan bahwa semua individu bertindak atas kepentingan mereka sendiri. Prinsipal menginginkan pengembalian yang sebesar-besarnya dan secepatnya atas investasi yang salah satunya dicerminkan dengan kenaikan porsi dividen dari tiap saham yang dimiliki. Prinsipal menilai prestasi agen berdasarkan kemampuannya memperbesar laba untuk dialokasikan pada pembagian dividen. *Return on equity* atau profitabilitas adalah suatu pengukuran dari penghasilan atau *income* yang tersedia bagi pemilik perusahaan atas modal yang mereka investasikan di dalam perusahaan. *Return on equity* menunjukkan sejauh mana perusahaan dapat mengelola modal sendiri (ekuitas) secara efektif dan mengukur tingkat keuntungan dari investasi yang telah dilakukan pemegang saham perusahaan. Semakin besar *return on equity* yang dimiliki suatu perusahaan maka akan semakin besar pula dividen yang dibayarkan. Hal ini searah dengan penelitian yang dilakukan oleh Maharani (2013), Nursalam (2013) dan Estiaji (2014) menyatakan bahwa profitabilitas perusahaan yang diukur melalui *return on equity* berpengaruh positif pada kebijakan dividen.

H₄: Profitabilitas berpengaruh positif pada kebijakan dividen.

METODE PENELITIAN

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif yang berbentuk asosiatif. Pendekatan kuantitatif melihat hubungan variabel terhadap

obyek yang diteliti lebih bersifat sebab dan akibat (kausal), sehingga dalam penelitiannya ada variabel independen dan dependen. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2011-2013. Obyek penelitian ini adalah pengaruh kepemilikan manajerial, *leverage*, *investment opportunity set* dan profitabilitas pada kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011-2013.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan pada sektor manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2011-2013. Dari jumlah populasi sebanyak 155 perusahaan manufaktur akan diambil sejumlah tertentu sebagai sampel. Sampel dalam penelitian ini ditentukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling*, yaitu teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu. Pertimbangan tersebut antara lain, perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013; perusahaan manufaktur yang memperoleh laba periode 2011-2013; perusahaan manufaktur yang terdapat kepemilikan manajerial periode 2011-2013.

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode observasi nonpartisipan, yaitu metode pengamatan terhadap obyek yang diamati, namun peneliti tidak terlibat secara langsung dan hanya sebagai pengamat independen. Pada penelitian ini, peneliti melakukan pengamatan pada data yang bersumber dari Bursa Efek Indonesia (*idx.co.id*) dan ICMD, mengunduh data dan informasi dari situs-situs internet yang relevan, hasil-hasil penelitian sebelumnya,

serta berbagai jurnal akuntansi yang berkaitan dengan penelitian ini, baik nasional maupun internasional. Teknik analisis yang digunakan regresi linear berganda, yang digunakan untuk mengukur pengaruh antara lebih dari satu variabel bebas terhadap variabel terikat dimana yang dimaksud adalah untuk pengujian hipotesis apakah terbukti signifikan atau tidak. Analisis regresi linear berganda dilakukan dengan menggunakan aplikasi *software Statistical Package for Social Science (SPSS)*. Analisa ini digunakan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial (X_1), *leverage* (X_2), *investment opportunity set* (X_3) dan profitabilitas (X_4) pada kebijakan dividen (Y).

Persamaan regresi penelitian ini adalah:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + e \dots \dots \dots (1)$$

Keterangan:

- Y = Kebijakan dividen
- α = Konstanta
- β_1 - β_4 = Koefisien regresi
- X_1 = Kepemilikan manajerial
- X_2 = *Leverage*
- X_3 = *Investment opportunity set*
- X_4 = Profitabilitas
- e = *Error term*

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini dimaksudkan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial, *leverage*, *investment opportunity set*, dan profitabilitas pada kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Informasi

karakteristik variabel penelitian, antara lain nilai minimum, maksimum, *mean* (rata-rata) dan standar deviasi disajikan dengan menggunakan statistik deskriptif yang ditunjukkan pada Tabel 1.

Tabel 1.
Hasil Pengujian Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Kebijakan Dividen	126	0,00	0,82	0,0913	0,16710
Kepemilikan Manajerial	126	0,01	0,73	0,0909	0,12045
Leverage	126	0,11	1,96	1,0017	0,53736
IOS	126	0,01	0,35	0,1021	0,08531
Profitabilitas	126	0,01	0,57	0,1730	0,12681
Valid N (listwise)	126				

Sumber: data diolah, 2015

Berdasarkan Tabel 1 statistik deskriptif yang ditunjukkan adalah nilai minimum, nilai maksimum, *mean* (rata-rata) dan deviasi standar. Kebijakan dividen merupakan keputusan untuk menentukan besarnya bagian pendapatan (*earning*) yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan bagian yang akan ditahan di perusahaan. Kebijakan dividen yang tinggi cenderung menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik. Pada Tabel 1 menunjukkan bahwa selama periode pengamatan kebijakan dividen maksimum adalah sebesar 0,82 nilai minimum kebijakan dividen sebesar 0,00, nilai rata-rata sebesar 0,0913, serta nilai standar deviasi sebesar 0,16710. Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajemen atau dengan kata lain pihak manajemen juga sekaligus sebagai pemegang saham. Pada Tabel 1 menunjukkan bahwa selama periode pengamatan kepemilikan manajerial maksimum adalah sebesar 0,73, nilai

minimum kepemilikan manajerial sebesar 0,01, nilai rata-rata sebesar 0,0909, serta nilai standar deviasi sebesar 0,12045. *Leverage* menunjukkan hubungan antara hutang terhadap modal, rasio ini dapat melihat seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh hutang atau pihak luar kemampuan perusahaan yang digambarkan oleh modal. Pada Tabel 1 menunjukkan bahwa selama periode pengamatan *leverage* maksimum adalah sebesar 1,96, nilai minimum *leverage* sebesar 0,11, nilai rata-rata sebesar 1,0017, serta nilai standar deviasi sebesar 0,53736. *Investment opportunity set* menunjukkan investasi perusahaan atau opsi pertumbuhan yang tergantung pada pengeluaran-pengeluaran modal (*discretionary expenditure*) yang diputuskan oleh manajer. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi cenderung akan memberikan dividen yang rendah karena pihak manajemen beranggapan bahwa dana tersebut lebih baik diinvestasikan kedalam laba ditahan demi kelangsungan hidup perusahaan. Pada Tabel 1 menunjukkan bahwa selama periode pengamatan IOS maksimum adalah sebesar 0,35, nilai minimum sebesar 0,01, nilai rata-rata sebesar 0,1021, serta nilai standar deviasi sebesar 0,08531. Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba dari modal yang digunakan untuk menghasilkan laba. Pada Tabel 1 menunjukkan bahwa selama periode pengamatan profitabilitas maksimum adalah sebesar 0,57, nilai minimum sebesar 0,01, nilai rata-rata sebesar 0,1730, serta nilai standar deviasi sebesar 0,12681.

Uji normalitas, Uji yang dapat digunakan adalah uji Kolmogorov-Smirnov (K-S). Data dikatakan berdistribusi normal jika taraf signifikansi diatas 0,05.

Tabel 2.
Hasil Uji Normalitas

	Unstandardized Residual
N	126
Kolmogorov-Smirnov Z	1,289
Asymp. Sig. (2-tailed)	0,072

Sumber: data diolah, 2015

Berdasarkan hasil uji normalitas diatas, menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0,072 > $\alpha = 0,05$, sehingga dapat disimpulkan bahwa data terdistribusi secara normal.

Uji multikolinearitas, yaitu suatu pengujian yang bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel bebas (independen) satu dengan variabel bebas yang lain.

Tabel 3.
Hasil Uji Multikolinearitas

Model		Collinearity Statistics	
		Tolerance	VIF
1	Kepemilikan Manajerial	0,916	1,092
	Leverage	0,935	1,070
	IOS	0,950	1,053
	Profitabilitas	0,972	1,029

Sumber: data diolah, 2015

Berdasarkan hasil uji multikolinearitas diatas, menunjukkan bahwa nilai *tolerance* masing-masing variabel bebas > 0,1 dan nilai VIF < 10, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi gejala multikolinearitas.

Uji heteroskedastisitas, yaitu suatu pengujian bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lainnya. Berdasarkan hasil uji heteroskedastisitas, menunjukkan tingkat

signifikansi tiap variabel bebas $> 0,05$, sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi terbebas dari gejala heteroskedastisitas.

Tabel 4.
Hasil Uji Heteroskedastisitas

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1(Constant)	0,075	0,022		3,368	0,001
Kepemilikan Manajerial	-0,045	0,064	-0,057	-0,709	0,480
Leverage	-0,020	0,014	-0,113	-1,430	0,155
IOS	-0,109	0,089	-0,096	-1,222	0,224
Profitabilitas	0,408	0,059	0,535	6,893	0,058

Sumber: data diolah, 2015

Uji autokorelasi, yaitu suatu pengujian bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi linear ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan periode $t-1$ sebelumnya.

Tabel 5.
Hasil Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	0,545 ^a	0,297	0,274	0,14239	1,774

Sumber: data diolah, 2015

Berdasarkan hasil uji autokorelasi, menunjukkan nilai D-W sebesar 1,774 dengan nilai $dL = 1,6375$ dan $dU = 1,7727$ sehingga $4-dL = 4-1,6375 = 2,3625$ dan $4-dU = 4-$

1,7727=2,2273. Oleh karena nilai *d statistic* berada diantara dU dan 4-dU (1,7727<1,774<2,2273) maka pengujian dengan Durbin-Watson berada pada daerah tidak ada autokorelasi maka ini berarti pada model regresi tidak terjadi gejala autokorelasi.

Model analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linear berganda yang bertujuan untuk mengetahui besarnya pengaruh variabel kepemilikan manajerial (X_1), *leverage* (X_2), *investment opportunity set* (X_3), dan profitabilitas (X_4) pada kebijakan dividen (Y) perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil analisis disajikan pada Tabel 6.

Tabel 6.
Hasil Analisis Regresi Linear Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	0,098	0,038		2,542	0,012
Kepemilikan Manajerial	-0,183	0,110	-0,132	-1,654	0,101
Leverage	-0,062	0,025	-0,199	-2,523	0,013
IOS	-0,404	0,153	-0,206	-2,639	0,009
Profitabilitas	0,657	0,102	0,499	6,449	0,000
R Square	: 0,297		Persamaan Regresi Linear Berganda:		
F sig	: 0,000		Y = 0,098 - 0,183X ₁ - 0,062X ₂ - 0,404X ₃ + 0,657X ₄ + e		

Sumber: data diolah, 2015

Dalam Tabel 6 memperlihatkan bahwa besarnya nilai *R Square* adalah sebesar 0,297 ini berarti pengaruh variabel kepemilikan manajerial, *leverage*, *investment opportunity set*, dan profitabilitas pada kebijakan dividen sebesar 29,7% dan sisanya 70,3% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain di luar model penelitian. Tabel 6 menunjukkan nilai koefisien regresi dari variabel kepemilikan manajerial, *leverage*,

investment opportunity set, dan profitabilitas maka diperoleh persamaan regresi linear berganda sebagai berikut:

$$Y = 0,098 - 0,183X_1 - 0,062X_2 - 0,404X_3 + 0,657X_4 + e \dots \dots \dots (2)$$

Berdasarkan persamaan tersebut, maka pengaruh variabel kepemilikan manajerial, *leverage*, *investment opportunity set*, dan profitabilitas pada kebijakan dividen dapat diartikan nilai konstanta sebesar 0,098 mengandung arti bahwa variabel kepemilikan manajerial, *leverage*, *investment opportunity set*, dan profitabilitas dianggap konstan pada angka 0 (nol), maka nilai kebijakan dividen sebesar 0,098. $\beta_2 = -0,062$, berarti apabila variabel *leverage* meningkat sebesar 1 satuan, maka akan mengakibatkan penurunan pada kebijakan dividen sebesar 0,062 satuan, dengan asumsi variabel bebas lainnya dianggap konstan. $\beta_3 = -0,404$, berarti apabila variabel *investment opportunity set* meningkat sebesar 1 satuan, maka akan mengakibatkan penurunan pada kebijakan dividen sebesar 0,404 satuan, dengan asumsi variabel bebas lainnya dianggap konstan. $\beta_4 = +0,657$, berarti apabila variabel profitabilitas meningkat sebesar 1 satuan, maka akan mengakibatkan peningkatan pada kebijakan dividen sebesar 0,657 satuan, dengan asumsi variabel bebas lainnya dianggap konstan.

Uji statistik F digunakan untuk menguji kelayakan atau validitas dari suatu model regresi berganda. Berdasarkan tabel 6 diketahui bahwa nilai $\text{Sig. } F_{\text{hitung}} = 0,000 < \alpha = 0,05$ sehingga dapat disimpulkan bahwa model ini layak digunakan dalam penelitian. Hal ini berarti variabel kepemilikan manajerial, *leverage*, *investment*

opportunity set, dan profitabilitas mampu menjelaskan atau mampu memprediksi variabel kebijakan dividen.

Pengaruh kepemilikan manajerial pada kebijakan dividen, berdasarkan hasil perhitungan regresi linear berganda yang dirangkum pada Tabel 6 dapat diketahui bahwa hasil uji menunjukkan besarnya tingkat signifikansi sebesar $0,101 > \alpha = 0,05$, maka H_1 ditolak dan H_0 diterima. Ini berarti secara parsial kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada kebijakan dividen. Tidak signifikannya variabel kepemilikan manajerial pada kebijakan dividen dalam penelitian ini disebabkan karena sebagian besar perusahaan yang menjadi sampel merupakan perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang rendah. Karena pemilik perusahaan hanya memiliki saham dalam jumlah yang kecil, maka keputusan dividen banyak ditentukan oleh pemilik saham diluar perusahaan (*outsider ownership*) (Ipaktri, 2012) . Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Ipaktri (2012) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada kebijakan dividen.

Pengaruh *leverage* pada kebijakan dividen, berdasarkan hasil perhitungan regresi linear berganda yang dirangkum pada Tabel 6 dapat diketahui bahwa hasil uji menunjukkan besarnya tingkat signifikansi sebesar $0,013 < \alpha = 0,05$, maka H_1 diterima dan H_0 ditolak. Ini berarti secara parsial *leverage* berpengaruh negatif pada kebijakan dividen. Struktur permodalan yang lebih tinggi dimiliki oleh hutang menyebabkan pihak manajemen akan memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan dividen kepada pemegang saham. Semakin tinggi

leverage, semakin besar dana yang harus disediakan untuk melunasi hutang sehingga akan mengurangi jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Al-Kuwari (2009), Abor dan Bokpin (2010), Devi (2014) serta Jannati (2014) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif pada kebijakan dividen.

Pengaruh *investment opportunity set* pada kebijakan dividen, berdasarkan hasil perhitungan regresi linear berganda yang dirangkum pada Tabel 6 dapat diketahui bahwa hasil uji menunjukkan besarnya tingkat signifikansi sebesar $0,009 < \alpha = 0,05$, maka H_1 diterima dan H_0 ditolak. Ini berarti secara parsial *investment opportunity set* berpengaruh negatif pada kebijakan dividen. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi cenderung akan memberikan dividen yang rendah karena pihak manajemen beranggapan bahwa dana tersebut lebih baik diinvestasikan ke dalam laba ditahan demi kelangsungan hidup perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Abor dan Bokpin (2010), Hussain dan Usman (2013) serta Natalia (2013) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh negatif pada kebijakan dividen.

Pengaruh profitabilitas pada kebijakan dividen, berdasarkan hasil perhitungan regresi linear berganda yang dirangkum pada Tabel 6 dapat diketahui bahwa hasil uji menunjukkan besarnya tingkat signifikansi sebesar $0,000 < \alpha = 0,05$, maka H_1 diterima dan H_0 ditolak. Ini berarti secara parsial profitabilitas berpengaruh positif pada kebijakan dividen. Ini berarti semakin tinggi *return on equity* yang dimiliki

suatu perusahaan maka akan semakin tinggi pula dividen yang dibayarkan. *Return on equity* menunjukkan sejauh mana perusahaan dapat mengelola modal sendiri (ekuitas) secara efektif dan mengukur tingkat keuntungan dari investasi yang telah dilakukan pemegang saham perusahaan. Oleh karena dividen merupakan sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, maka dividen akan dibagikan jika perusahaan memperoleh keuntungan. Hasil ini juga sekaligus membuktikan bahwa tingkat profitabilitas suatu perusahaan berpengaruh pada kebijakan dividennya. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Maharani (2013), Nursalam (2013) dan Estiaji (2014) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif pada kebijakan dividen.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis data dan hasil pembahasan yang telah diuraikan pada bab sebelumnya, maka simpulan yang dapat ditarik dari penelitian ini adalah: Hasil pengujian secara parsial menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada kebijakan dividen. Tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi tidak akan mempengaruhi penetapan kebijakan dividen perusahaan. Hasil pengujian secara parsial menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif pada kebijakan dividen. Semakin tinggi *leverage*, semakin besar dana yang harus disediakan untuk melunasi hutang sehingga akan mengurangi jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Hasil pengujian secara parsial menunjukkan bahwa

investment opportunity set berpengaruh negatif pada kebijakan dividen. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi cenderung akan memberikan dividen yang rendah karena pihak manajemen beranggapan bahwa dana tersebut lebih baik diinvestasikan ke dalam laba ditahan demi kelangsungan hidup perusahaan. Hasil pengujian secara parsial menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif pada kebijakan dividen. Ini berarti semakin tinggi profitabilitas yang dimiliki suatu perusahaan maka akan semakin tinggi pula kemampuan perusahaan membayarkan dividen. Hasil nilai *R square* sebesar 0,297 ini berarti bahwa 29,7% variasi kebijakan dividen dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial, *leverage*, *investment opportunity set*, dan profitabilitas, sedangkan sisanya 70,3% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain diluar model penelitian.

Berdasarkan hasil penelitian maka saran yang dapat diberikan adalah sebagai berikut: Bagi Pihak Manajemen, pihak manajemen perusahaan perlu mempertimbangkan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi pembayaran dividen dalam mengusulkan tingkat pembayaran dividen pada saat Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) sehingga dalam pelaksanaannya akan saling menguntungkan antara pihak manajemen dan pihak investor. Bagi Investor, para investor yang mengambil keputusan melakukan investasi sebaiknya investor mempertimbangkan nilai kepemilikan manajerial, *leverage*, *investment opportunity set*, dan profitabilitas yang selanjutnya akan memberikan gambaran tentang perkembangan perusahaan, yang

nantinya akan membantu investor dalam mengambil keputusan untuk berinvestasi atau tidak.

REFERENSI

- Abor, J. And Bokpin, G. A. 2010. Investment Opportunities, Corporate Finance, and Dividend Payout Policy: Evidence From Emerging Markets. *Studies in Economics and Finance* Vol. 27, No. 3, pp. 180-194
- Al-Kuwari, D. 2009. Determinants of the Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case of GCC Countries. *Global Economy & Finance Journal*, Vol 2 No 2 pp. 371-385
- Amidu, M and Abor,J. 2006. Determinant of Dividen Payout Ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, Vol.7 No.2. p.136-145
- Andri, Kefin. 2012. Pengaruh Investasi, Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang dan Leverage Operasi terhadap Kebijakan Dividen. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri, Yogyakarta.
- Bhattacharya,M.N.,Layton,A.P.1979. Effectiveness of Sealt Belt legislation of Queensland Road Toll An Australian Case study in Intervention Analisis, *Journal Of Statisticz Association*.
- Deitina, Tita. 2009. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Pembayaran Dividen Kas. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11, No 1, April 2009,hal 57-64.
- Devi, Ni Putu Yunita. 2014. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, dan Ukuran Perusahaan pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 9.3 2014: 709-716.
- Dewi, Sisca Christianty. 2008. Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Vol. 10, No. 1, April 2008, 47-58.

- Estiaji, Ayu Destasiwi. 2014. Pengaruh Insider Ownership, Return on Equity, Free Cash Flow, Firm Size dan Debt to Equity Ratio terhadap Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2013. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta
- Gunadi, I Gst Ngr Bagus. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang, Profitabilitas, Kebijakan Dividen, dan Set Kesempatan Investasi pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Program Pascasarjana Universitas Udayana, Denpasar.
- Harahap, Sofyan Syafri. 2013. *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan Edisi 11*. Jakarta: Rajawali Pers.
- Hussain, Muzzamil dan Usman, Muhammad. 2013. Investment Opportunities and Dividend Yield (Evidence from KSE). *International Journal of Multidisciplinary Sciences and Engineering*, Vol. 4, No. 11.
- Imanta, Dea. 2011. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kepemilikan Manajerial. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi*, Vol. 13, No 1, April 2011, Hlm. 67-80.
- Ipaktri, Munsa. 2012. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Profitabilitas, Likuiditas dan Arus Kas Bebas Terhadap Kebijakan Dividen Kas Pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung
- Jannati, Irmadelia Dilla,dkk. 2014. Pengaruh Rasio Leverage Terhadap Profitabilitas (Studi Pada Perusahaan Makanan dan Minuman yang Terdaftar di BEI Periode Tahun 2009 – 2011). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)*, Vol. 8 No. 2 Maret 2014.
- Jensen, Michael. C., & W, H. Meckling. 1976. Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost And Ownership Structure. *Journal Of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, Michael C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. May, vol. 76(2): 323-329.
- Kallapur, S. & Trombley, M. A. 2001. The Investment Opportunity Set : Determinants, Consequences and Measurement. *Managerial Finance* Volume 27 Number 3.

- Karami, Lalu Candra. 2011. The Influence of Leverage and Liquidity on Dividend Policy (Empirical Study on Listed Companies in Indonesia Stock Exchange of LQ-45 in 2008-2010).
- Keown, J dkk, 2010. *Manajemen Keuangan*. Edisi sepuluh jilid 2. Jakarta: Indeks.
- Kumar, J. 2003. Ownership Structure and Dividend Payout Policy in India. Dept. Of Economics, Mumbai University.
- Maharani, Bunga. 2013. Faktor Fundamental yang Mempengaruhi Perubahan Harga Saham (Studi Empiris Pada Perusahaan Finansial yang Terdaftar di BEI Tahun 2009 dan 2010). Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Jember
- Malik, Fakhra *et al.* 2013. Factor Influencing Corporate Dividend Payout Decision of Financial and Non-Financial Firms. *Research Journal Of Finance And Accounting* ISSN 2222-1697 (Paper) ISSN 2222-2847 (Online) Vol.4, No.1, 2013.
- Mardaleni. 2014. Analisis Pengaruh Return on Equity, Debt to Equity Ratio dan Current Ratio Terhadap Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Property dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2012. *E-jurnal Apresiasi Ekonomi*, Volume 2, Nomor 2, Mei 2014 : 73-79.
- Mudjiyono. 2012. Investasi Dalam Saham & Obligasi dan Meminimalisasi Risiko Sekuritas Pada Pasar Modal Indonesia. *Jurnal Stie Semarang*, VOL 4, NO 2, Edisi Juni 2012 (ISSN : 2252-7826).
- Myers, S.C., 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*. 5: 147-175.
- . 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have. *Journal of Finance Economics*, 13:187-221.
- Nafi'ah, Zumrotun. 2011. Strategi dan Stabilitas Pembayaran Dividen. *Jurnal STIE Semarang*, Vol 3, No 2, Edisi Juni 2011.
- Natalia, Desy. 2013. Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur Yang Tedaftar di BEI. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.

- Nurfauziah, dkk. 2007. Analisis Hubungan Simultan Antara Kepemilikan Manajerial, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen Dalam Masalah Agensi. *Sinergi*, Vol 9 Hal 157-166.
- Nuringsih, Kartika. 2005. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*. Juli-Des 2005, Vol 2, No. 2 pp. 103-123.
- Nursalam, Machfud. 2013. Pengaruh Arus Kas Bersih, Rentabilitas Modal Sendiri dan Likuiditas Terhadap Dividen Payout Ratio Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
- Okpara, Godwin Chigozie. 2010. A Diagnosis of the Determinant of Dividend Payout Policy in Nigeria: A Factor Analytical Approach. *American Journal of Scientific Research*, ISSN 1450-223X Issue 8(2010), pp.57-67.
- Pasadena, Rizka Persia Pasadena. 2013. Pengaruh Likuiditas, Leverage, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Syarif Hidayatullah Jakarta.
- Pujiastuti, Triani. 2008. Agency Cost Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur dan Jasa yang Go Public di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, vol. 12, No. 2, Hal. 183-197.
- Putri, Alifa Agustiana. 2015. Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Collateralizable Assets, dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Empiris : Bursa Efek Indonesia 2010-2013). *Jurnal Ilmiah* Vol 3, No 02 (2015)
- Putri, Imanda F. dan Nasir, Mohammad. 2006. Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. *Prosiding Simposium Nasional Akuntansi IX*, Padang, 23-26 Agustus, hal 1-25.
- Rahayuningtyas, Septi. 2014. Pengaruh Rasio-Rasio Keuangan Terhadap Dividend Payout Ratio (DPR) (Studi Pada Perusahaan yang Listing Di BEI Tahun 2009 – 2011). *Jurnal Administrasi Bisnis (JAB)* | Vol. 7 No. 2 Januari 2014

- Stice, E.K., Stice, J.D., dan Skousen, K.F. 2005. *Intermediate Accounting*, 15th Edition, South-Western Publishing Co. Cincinnati. Ohio.
- Sudarsi, Sri. 2002. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividen Payout Ratio Pada Industri Perbankan yang Listed di Bursa Efek Jakarta (BEJ). *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, Vol.9, No.1, Maret. Hal. 76-88.
- Suharli, Michell. 2007. Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat. *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, vol. 9, no. 1, mei 2007: 9-17.
- Suherli, Michell dan Sofyan F. Harahap. 2004. Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen. *Media Riset Akuntansi, Auditing, dan Informasi*. Vol.4, No.3, hal.223-245.
- Sujono dan Soebiantoro, Ugy. 2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, *Leverage*, Faktor Intern, dan Faktor Ektern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik pada Perusahaan Manufaktur dan Non Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. 9 (1): h: 43-47.
- Ullah, Hamid *et al.* 2012. The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy Evidence from Emerging Markets KSE-100 Index Pakistan. *International Journal of Business and Social Science*, Vol. 3. No. 9; May 2012.
- Wicaksana, I Gede Ananditha. 2012. Pengaruh Cash Ratio, Debt to Equity Ratio, dan Return on Asset Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia. *Tesis*. Program Pasca Sarjana Universitas Udayana, Denpasar.
- Widana, Putra A.A.G.P, dan Ratnadi, Ni Made Dwi. 2007. Pengaruh Kebijakan Dividen dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kos Keagenan. *Jurnal Akuntansi* Fakultas Ekonomi, Universitas Udayana.