

**FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP KEBIJAKAN
MEMBAGIKAN DIVIDEN PADA PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI
BEI PERIODE 2007 - 2010**

HADYAN DWI BHUWANA, 12010110400038

**PROGRAM STUDI MAGISTER MANAJEMEN
PROGRAM PASCA SARJANA UNIVERSITAS DIPONEGORO SEMARANG**

ABSTRACT

This study is performed to examine the effect of Cash Ratio, Return On Investment (ROI), Earning Per Share (EPS), Debt to Equity Ratio (DER), Investasi, dan Size toward Policy of Dividend Payout Ratio (DPR) in companies that is listed in Indonesian Stock Exchange over period 2007-2010. Problems of this study is due contradiction between the theory with facts about the influence of, Cash Ratio, Return On Investment (ROI), Earning Per Share (EPS), Debt to Equity Ratio (DER), Investasi, dan Size toward Policy of Dividend Payout Ratio (DPR) during the observation period of the year 2007 to 2010.

The population of this research is 420 company that listed in Indonesian Stock Exchange period 2007-2010. Sampling technique used here is purposive sampling on criterion (1) the company that represents their financial report per 2007-2010, and (2) the company that continually share their dividend period 2007-2010. It is gained sample amount of 11 companies from 420 companies those are listed in Indonesian Stock Exchange. The data is obtained based on Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2010 and 2011 publication. The analysis technique used here is multiple regression with the least square difference and hypothesis test using t-statistic to examine partial regression coefficient and F-statistic to examine the mean of mutual effect with level of significance 5%.

The result of this research shows that adjusted R^2 companies is 54.8%, based on statistical t test showed that the Return On Investment (ROI) gives significantly positive effect on Dividend Payout Ratio (DPR). The other variables which is Cash Ratio and Investment gives significantly negative effect on Dividend Payout Ratio. Earning Per Share (EPS), Debt to Equity Ratio (DER) and Size are not significant to DPR. On this research, Return On Investment (ROI) shows the most influencing variable toward DPR that pointed by the amount of beta standardized coefficients value 2.193, Cash Ratio are -0.188, Earning Per Share (EPS) are -0.002, Debt to Equity Ratio (DER) are -0.041, Investment are -0.627, and Size are -0.564.

Keywords: Cash Ratio, Return On Investment (ROI), Earning Per Share (EPS), Debt to Equity Ratio (DER), Investasi, Size and Dividend Payout Ratio (DPR)

PENDAHULUAN

Latar Belakang Masalah

Kebijakan dividen merupakan keputusan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada para pemegang saham. Kebijakan ini bermula dari bagaimana perlakuan manajemen terhadap keuntungan yang diperoleh perusahaan yang pada umumnya sebagian dari penghasilan bersih setelah pajak dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali ke perusahaan dalam bentuk laba ditahan. Laba ditahan merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, sedangkan dividen merupakan aliran kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham. Perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan bersangkutan di satu pihak dan juga dapat membayarkan dividen kepada para pemegang saham dilain pihak, tetapi kedua tujuan tersebut selalu bertentangan (Riyanto, 1995).

Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa mendatang yang memaksimumkan harga saham perusahaan (Brigham dan Houston, 2001).

Perusahaan dalam menetapkan kebijakan dividen dipengaruhi oleh beberapa faktor. Dalam penelitian ini variabel-variabel yang digunakan dan diduga berpengaruh terhadap kebijakan pembayaran dividen pada perusahaan, yaitu posisi likuiditas dengan menggunakan CR (*Cash Ratio*), posisi profitabilitas menggunakan *Return On Investment* (ROI) yang merupakan pendapatan atas investasi yang menunjukkan tingkat efisiensi dari investasi. Selain ROI, digunakan pula *Earning Per Share* (EPS) dalam rasio profitabilitas. EPS menunjukkan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih perusahaan, rasio solvabilitas menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER) sebagai indikator besarnya modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang, rasio Investasi sebagai ukuran pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan (*size*) sebagai suatu ukuran perusahaan berhubungan dengan peluang dan kemampuan untuk masuk ke pasar keuangan. Data empiris mengenai *Dividend Payout Ratio* dan variabel-variabel dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 1.1 berikut :

Tabel 1.1

Nilai rata-rata Variabel yang Mempengaruhi Kebijakan Membagikan Dividen Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI Periode 2007-2010

| Tahun | CR (%) | ROI (%) | EPS (Rp) | DER (%) | INVESTASI (%) | TOTAL ASET (Rp, juta) | DPR (%) |
|-------|--------|---------|----------|---------|---------------|-----------------------|---------|
| 2007 | 45.31 | 13.02 | 549.91 | 76.36 | 13.76 | 13,176,867 | 39.55 |
| 2008 | 52.48 | 11.51 | 1455.45 | 71.55 | 18.07 | 15,398,525 | 31.26 |
| 2009 | 38.85 | 11.17 | 808.64 | 73.18 | 12.85 | 16,732,238 | 30.40 |
| 2010 | 37.82 | 15.26 | 832.15 | 66.73 | 10.71 | 19,496,990 | 30.59 |

Sumber : ICMD 2010 dan 2011

Berdasarkan penelitian terdahulu yang serupa dengan penelitian ini, terdapat *research gap*, perbedaan hasil penelitian-penelitian terdahulu tersebut dapat diringkas dalam Tabel 1.2 berikut :

Tabel 1.2
Tabel *Research Gap*

| No | Variabel | Peneliti Terdahulu dan Hasilnya |
|----|-----------|--|
| 1 | CR | Partington, (1989) berpengaruh positif signifikan terhadap DPR. Syahbana, (2007) berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap DPR. |
| 2 | ROI | Hadiwidjaja dan Triani, (2009) berpengaruh positif signifikan terhadap DPR. Nuringsih, (2005) berpengaruh negatif terhadap DPR. |
| 3 | EPS | Salwa, (2008) berpengaruh positif signifikan terhadap DPS Dewi, (2008) EPS berpengaruh negatif terhadap DPR |
| 4 | DER | Yuniningsih (2002) berpengaruh positif signifikan terhadap DPR Salwa, (2008) berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap DPS |
| 5 | Investasi | Hatta, (2002) berpengaruh positif terhadap DPR Damayanti dan Achyani, (2006) berpengaruh negatif terhadap DPR |
| 6 | Size | Chang dan Rhee, (1990) berpengaruh positif terhadap DPR Hatta (2002), berpengaruh signifikan negatif terhadap DPR |

Sumber: Syahbana (2007), Chang dan Rhee (1990), Hatta (2002), Partington (1989), Hadiwidjaja dan Triani (2009), Salwa (2008), Dewi (2008), Yuniningsih (2002).

Perumusan Masalah

Perumusan masalah dari penelitian ini adalah adanya fenomena empiris dan *research gap* dari hasil penelitian faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan membagikan dividen. Oleh karena itu berdasarkan *research problem* yang terjadi dapat disusun *research questions* sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh *Cash Ratio* (CR) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2010?
2. Bagaimana pengaruh *Return On Investment* (ROI) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2010?
3. Bagaimana pengaruh *Earning Per Share* (EPS) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2010?
4. Bagaimana pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2010?
5. Bagaimana pengaruh Investasi terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2010?
6. Bagaimana pengaruh *Size* terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2010?

TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL

Pengertian dan Teori Kebijakan Dividen

Dividen merupakan hak pemegang saham biasa (*common stock*) untuk mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan. Jika perusahaan memutuskan untuk membagi keuntungan dalam bentuk dividen, semua pemegang saham biasa mendapatkan hak yang sama. Pembagian dividen untuk saham biasa dapat dilakukan jika perusahaan sudah membayar dividen untuk saham preferen (Hartono, 1998). Berikut ini dijelaskan beberapa teori tentang kebijakan dan asumsi-asumsi yang mendasarinya:

1. *Bird In the Hand Theory*.

Menurut Gordon (1959) dan Lintner (1956) tingkat keuntungan yang disyaratkan akan naik apabila pembagian dividen dikurangi, karena investor lebih yakin terhadap penerimaan dividen daripada kenaikan nilai modal (*capital gain*) yang akan dihasilkan dari laba yang ditahan. Modigliani dan Miller (1961) berpendapat dan telah dibuktikan secara matematis, investor merasa sama saja apakah menerima dividen saat ini atau menerima *capital gain* di masa yang akan datang, sehingga tingkat keuntungan yang disyaratkan tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Pendapat Gordon dan Lintner oleh Modigliani dan Miller diberi nama *the bird in the hand fallacy*. Gordon dan Lintner beranggapan investor memandang bahwa satu burung di tangan lebih berharga dari pada seribu burung di udara. Sementara ini Modigliani dan Miller berpendapat bahwa tidak semua investor berkepentingan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka di perusahaan yang sama dengan memiliki resiko yang sama, oleh sebab itu tingkat resiko pendapatan mereka di masa yang akan datang bukannya ditentukan oleh kebijakan dividen tetapi ditentukan oleh tingkat resiko investasi baru. Berdasarkan konsep teori tersebut, jika perusahaan menganut *Bird-in-the-Hand Theory*, maka perusahaan harus membagi seluruh EAT (*Earning After Tax*) dalam bentuk dividen. Dapat diartikan bahwa perusahaan tidak perlu menahan labanya untuk kepentingan *growth* (pertumbuhan) perusahaan.

2. *Tax Preference Theory*.

Jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah dari pada pajak atas dividen, maka saham yang memiliki pertumbuhan tinggi menjadi lebih menarik. Tetapi sebaliknya jika *capital gain* dikenai pajak yang sama dengan pendapatan atas dividen, maka keuntungan *capital gain* menjadi berkurang. Namun demikian pajak atas *capital gain* masih lebih baik dibandingkan dengan pajak atas dividen, karena pajak atas *capital gain* baru dibayar setelah saham dijual sementara pajak atas dividen harus dibayar setiap tahun setelah pembayaran dividen. Selain itu periode investasi juga mempengaruhi pendapatan investor. Jika investor hanya membeli saham untuk jangka waktu satu tahun, maka tidak ada bedanya antara pajak atas *capital gain* dan pajak atas dividen. Jadi investor akan meminta tingkat keuntungan setelah pajak yang lebih tinggi terhadap saham yang memiliki *dividend yield* yang tinggi dari pada saham dengan

dividend yield yang rendah. Oleh karenanya teori ini menyarankan bahwa perusahaan sebaiknya menentukan *dividend payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen (Litzenberger dan Ramaswamy, 1979). Jika manajemen cenderung mempercayai *Tax Preference Theory*, maka perusahaan harus menahan seluruh *earning* yang dikemudian hari digunakan untuk keperluan *growth* (pertumbuhan) perusahaan.

3. *Free Cash Flow Hypothesis*

Teori *free cash flow hypothesis* yang disampaikan oleh Jensen (1986) menyebutkan bahwa perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang lebih tinggi akan memiliki *free cash flow* yang rendah karena sebagian besar dana yang ada digunakan untuk investasi pada proyek yang memiliki nilai *Net Present Value* (NPV) yang positif. Manajer dalam bisnis perusahaan dengan memperhatikan pertumbuhan lebih menyukai untuk menginvestasikan pendapatan setelah pajak dan mengharapkan kinerja dari dividen akan lebih kuat dalam pertumbuhan perusahaan secara keseluruhan (Charitou dan Vafeas, 1998).

4. *Residual Theory* (Teori Residu)

Teori ini menjelaskan bahwa adanya pola *life cycle* pembayaran dividen pada setiap perusahaan, ketika perusahaan masih muda maka akan cenderung memberikan dividen yang kecil namun ketika perusahaan sudah mencapai tahap dewasa dan tingkat pertumbuhannya menurun maka tingkat pembayaran dividennya akan meningkat. Pada kebijakan residual, dividen hanya akan dibayarkan jika masih ada uang tersisa setelah semua investasi yang menghasilkan NPV (*Net Present Value*) positif telah didanai (Arifin, 2005). Menurut teori ini dividen ditentukan dengan cara :

1. Mempertimbangkan kesempatan investasi perusahaan.
2. Mempertimbangkan target struktur modal perusahaan untuk menentukan besarnya modal sendiri yang dibutuhkan untuk investasi.
3. Memanfaatkan laba ditahan untuk memenuhi kebutuhan akan modal sendiri tersebut semaksimal mungkin.
4. Membayar dividen hanya jika ada sisa laba.

5. *Information Content Or Signaling Hypothesis*

Di dalam teori ini Modigliani dan Miller berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang di atas kenaikan normal biasanya merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa yang akan datang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen yang di bawah penurunan normal diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan mengalami masa sulit di masa mendatang..

6. *Clientele Effect*

Suatu kelompok yang berbeda dari pemegang saham menyukai kebijakan dividen yang berbeda pula. Ada kelompok yang lebih menyukai pendapatan tunai dan ada pula pemegang saham yang lebih memilih reinvestasi pendapatan dividen tersebut. Karena itu, ada kecenderungan suatu perusahaan untuk menarik kelompok investor yang menyukai

kebijakan dividennya (Modigliani dan Miller, 1961). Para investor yang menginginkan pendapatan investasi dalam periode berjalan sebaiknya memiliki saham perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah yang besar, sedangkan investor yang tidak membutuhkan penghasilan investor dalam periode berjalan dapat menanamkan uangnya dalam perusahaan.

7. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa menyebabkan terjadinya konflik diantara keduanya. Konflik antara manajer dan pemegang saham dapat dikurangi dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme tersebut akan menimbulkan biaya yang disebut *agency cost*.

Dividen dapat digunakan untuk memperkecil masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham (Jensen et al, 1992). *Agency theory* muncul setelah fenomena terpisahnya kepemilikan perusahaan dengan pengelolaan, khususnya pada perusahaan-perusahaan besar yang modern (Brigham, 1996). Dalam manajemen keuangan, hubungan keagenan muncul antara pemegang saham dengan manajer, dan antara pemegang saham dengan kreditor. Karena tidak semua keuntungan akan dapat dinikmati oleh manajer, mereka tidak akan hanya berkonsentrasi pada maksimisasi kemakmuran pemegang saham (Brigham, 1996). Perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sangat rentan terjadi. Penyebabnya karena para pengambil keputusan tidak perlu menanggung resiko akibat adanya kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis, begitu pula jika mereka tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan. Resiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh para pemilik. Karena tidak menanggung resiko dan tidak mendapat tekanan dari pihak lain dalam mengamankan investasi para pemegang saham, maka pihak manajemen cenderung membuat keputusan yang tidak optimal. Dengan demikian, menurut *agency theory* para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan (Jensen dan Meckling, 1976).

Dividend Payout Ratio (DPR)

Dividend payout ratio adalah suatu keputusan untuk menentukan seberapa besar bagian dari pendapatan perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan yang akan diinvestasikan kembali atau ditahan di dalam perusahaan (Martono dan Harjito, 2005). DPR dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DPR = \frac{DPS}{EPS} \dots \dots \dots (1)$$

Cash Ratio (CR)

Cash ratio merupakan salah satu ukuran dari rasio likuiditas yang merupakan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya

(*current liability*) melalui sejumlah kas dan setara kas yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi *cash ratio* menunjukkan kemampuan kas perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya (Brigham, 1983). CR dapat diukur dengan rumus berikut :

$$CR = \frac{\text{Cash + equivalent}}{\text{current liabilities}} \dots\dots\dots (2)$$

H1 : CR berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*

Return On Investment (ROI)

Return on Investment merupakan salah satu bentuk dari rasio profitabilitas yang dimaksudkan untuk dapat mengukur kemampuan perusahaan dengan keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aktiva yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Rasio ini menghubungkan keuntungan yang diperoleh dari operasi perusahaan (*net operating income*) dengan jumlah investasi atau aktiva yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan operasi tersebut (*net operating asset*). Unsur dari ROI antara lain EAT (*Earning After Tax*) dan total asset. Kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba merupakan indikator utama dari kemampuan perusahaan untuk membayar dividen, sehingga profitabilitas sebagai faktor penentu terpenting terhadap dividen (Lintner, 1956). ROI dapat diukur dengan rumus berikut :

$$ROI = \frac{\text{EAT}}{\text{Total Asset}} \dots\dots\dots (3)$$

H2 : ROI berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*

Earning Per Share (EPS)

Earnings per Share (EPS) merupakan perbandingan antara pendapatan yang dihasilkan (laba bersih) dan jumlah saham yang beredar. *Earnings Per Share* (EPS) menggambarkan profitabilitas perusahaan yang tergambar pada setiap lembar saham. Semakin besar EPS menunjukkan semakin baik kondisi operasi perusahaan. Sehingga para pemegang saham biasa akan semakin tertarik dengan semakin tingginya *Earning Per Share*. EPS dapat diukur dengan rumus berikut :

$$EPS = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Jumlah Lembar Saham}} \dots\dots\dots (4)$$

H3 : EPS berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*

Debt to Equity Ratio (DER)

Riyanto (1998) menyatakan bahwa solvabilitas merupakan kemampuan perusahaan membayar semua hutang-hutangnya. Rasio DER mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yaitu laba ditahan yang digunakan untuk membayar hutang. Apabila perusahaan menentukan bahwa pelunasan utangnya akan diambilkan dari laba ditahan, berarti perusahaan harus menahan sebagian besar dari pendapatannya untuk keperluan tersebut, yang mana ini berarti hanya sebagian kecil saja yang pendapatan yang dapat dibayarkan sebagai dividen

(Riyanto, 1998). DER menggambarkan perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas perusahaan yang digunakan sebagai sumber pendanaan usaha. DER dapat dihitung dengan rumus :

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}} \dots\dots\dots (5)$$

H4 : DER berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*

Investasi

Pertumbuhan perusahaan yang tinggi lebih disukai untuk mengambil keuntungan pada investasi yang memiliki prospek yang baik. Teori *free cash flow hypothesis* yang disampaikan oleh Jensen (1986) dalam Jensen et al (1992) menyebutkan bahwa perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang lebih tinggi akan memiliki *free cash flow* yang rendah karena sebagian besar dana yang ada digunakan untuk investasi pada proyek yang memiliki nilai *Net Present Value* (NPV) yang positif. Manajer dalam bisnis perusahaan dengan memperhatikan pertumbuhan lebih menyukai untuk menginvestasikan pendapatan setelah pajak dan mengharapkan kinerja dari dividen akan lebih kuat dalam pertumbuhan perusahaan secara keseluruhan (Charitou dan Vafeas, 1998). Pembayaran dividen yang tinggi akan mengurangi ekuitas biaya agen namun akan menaikkan biaya transaksi yang berhubungan dengan pendanaan internal (Rozeff, 1982). Bagi perusahaan dengan tingkat pertumbuhan penjualan dan laba yang tinggi kecenderungan perusahaan membagikan dividen lebih konsisten dibanding dengan perusahaan yang tingkat pertumbuhan penjualannya rendah (Hatta, 2002). Secara matematis investasi dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Investasi} = \frac{\text{total asset}_t - \text{total asset}_{t-1}}{\text{total asset}_{t-1}} \dots\dots\dots (6)$$

H5 : Investasi berpengaruh negatif terhadap *Dividend Payout Ratio*

Ukuran Perusahaan (*Size*)

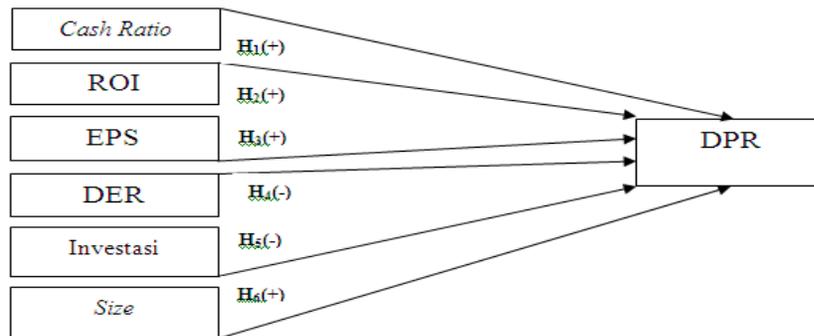
Ukuran perusahaan merupakan salah satu alat untuk mengukur besar kecilnya suatu perusahaan. Perusahaan besar mungkin lebih memiliki pemikiran yang luas, *skill* karyawan yang tinggi, sumber informasi yang banyak dibandingkan dengan perusahaan kecil. Karyawan, aktiva, penjualan, *market value* dan *value added* adalah beberapa ukuran umum untuk menentukan besar kecilnya suatu perusahaan (Hart and Oulton, 1996). Perusahaan besar dengan akses pasar yang lebih baik seharusnya membayar dividen yang tinggi kepada pemegang sahamnya, sehingga antara ukuran perusahaan dan pembayaran dividen memiliki hubungan yang positif (Cleary, 1999). Ukuran untuk menentukan ukuran perusahaan adalah dengan *log natural* dari total asset. Secara matematis *Size* dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Size} = \text{Natural logarithm of total asset} \dots\dots\dots (7)$$

H6 : *Size* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*

Kerangka Pemikiran Teoritis

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran Teoritis
 Faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*



Sumber: Chang dan Rhee (1990), Salwa (2008), dan Hatta (2002).

METODE PENELITIAN

Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2010 dan 2011. Berdasarkan publikasi tersebut, data yang digunakan adalah data yang berasal dari laporan keuangan untuk periode tahun 2006 sampai dengan 2010 dengan alasan bahwa data tersebut merupakan data yang paling akhir.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik yang sahamnya terdaftar di BEI tahun 2006-2010 yaitu berjumlah 420 perusahaan. Adapun teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling* dengan kriteria:

1. Perusahaan yang selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan.
2. Perusahaan yang selalu membagikan dividen selama periode pengamatan.
3. Perusahaan yang mengalami kenaikan Total asset selama periode pengamatan.

Teknis Analisis Data

Teknis analisis data dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode analisis regresi linier berganda. Pengujian terhadap hipotesis baik secara parsial maupun simultan, dilakukan setelah model regresi digunakan bebas dari pelanggaran asumsi klasik.

Perumusan Model

Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah model regresi linier berganda (*linier regression method*), yang dirumuskan:

$$Y_i = \beta_0 X_1 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + e \quad \dots (1)$$

Dimana :

| | | | |
|-------------------|-------|---|------------------------------------|
| (Y _i) | = DPR | (X ₅) | = Investasi |
| (X ₁) | = CR | (X ₆) | = Size |
| (X ₂) | = ROI | β ₀ | = Konstanta |
| (X ₃) | = DER | β ₁ , β ₂ , ..., β ₄ | = Regression Coefficient |
| (X ₄) | = EPS | e | = Error Term (variabel pengganggu) |

Pengujian Asumsi Klasik

Melakukan uji asumsi klasik, meliputi uji normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi.

Uji F - Test

Uji ini digunakan untuk mengetahui apakah variabel independen secara bersama-sama berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Atau untuk mengetahui apakah model regresi dapat digunakan untuk memprediksi variabel dependen atau tidak.

Uji T - Test

Uji ini digunakan untuk mengetahui apakah dalam model regresi variabel independen secara parsial berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Uji Determinasi

Tingkat ketepatan suatu garis dapat diketahui dari besar kecilnya koefisien determinasi atau koefisien (R²). Nilai koefisien R *Square* dalam analisis regresi dapat digunakan sebagai ukuran menyatakan kesesuaian garis regresi yang diperoleh.

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

Deskriptif Statistik Variabel Penelitian

Secara keseluruhan deskripsi statistik data variabel *Cash Ratio*, ROI, EPS, DER, Investasi, *Size* dan DPR adalah sebagai berikut:

| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
|-------------------|----|---------|----------|----------|----------------|
| CR | 44 | 4.73 | 114.62 | 43.6132 | 31.03704 |
| ROI | 44 | 2.25 | 39.20 | 12.7409 | 7.56004 |
| EPS | 44 | 26.00 | 12120.00 | 9.1154E2 | 1998.36793 |
| DER | 44 | 13.00 | 138.00 | 71.9646 | 42.22914 |
| INV | 44 | 1.53 | 35.72 | 13.8457 | 7.96018 |
| LNTA | 44 | 12.65 | 18.42 | 15.3606 | 1.76039 |
| DPR | 44 | 1.00 | 139.15 | 32.9620 | 20.96567 |
| Valid N(listwise) | 44 | | | | |

Berdasarkan hasil perhitungan pada Tabel diatas nampak bahwa dari 11 perusahaan sampel dengan 44 obyek pengamatan (11 x 4), kecuali variabel EPS,

rata-rata seluruh variabel selama periode pengamatan (2007-2010) lebih besar daripada standar deviasi (SD). Hasil tersebut menunjukkan bahwa hanya data variabel EPS yang mengindikasikan hasil yang terdistribusi kurang baik.

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

| | | Unstandardized Residual |
|--------------------------------|----------------|-------------------------|
| N | | 44 |
| Normal Parameters ^a | Mean | .0000000 |
| | Std. Deviation | 13.08208293 |
| Most Extreme Differences | Absolute | .093 |
| | Positive | .090 |
| | Negative | -.093 |
| Kolmogorov-Smirnov Z | | .615 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | | .843 |

a. Test distribution is Normal.

Uji Autokorelasi

| Model | R | R Square | Adjusted R Square | Std. Error of the Estimate | Durbin-Watson |
|-------|-------------------|----------|-------------------|----------------------------|---------------|
| 1 | .782 ^a | .611 | .548 | 14.10296 | 2.159 |

a. Predictors: (Constant), LNTA, INV, CR, EPS, DER, ROI

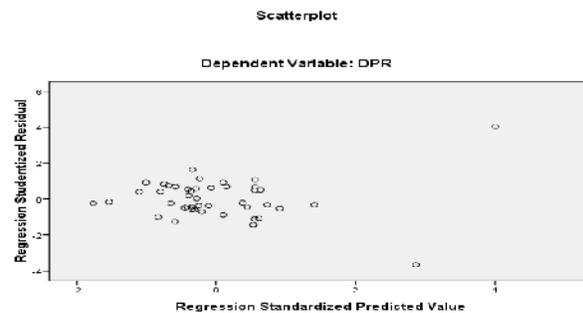
b. Dependent Variable: DPR

Uji Multikolinieritas

| Model | Collinearity Statistics | |
|--------------|-------------------------|-------|
| | Tolerance | VIF |
| 1 (Constant) | | |
| CR | .629 | 1.590 |
| ROI | .705 | 1.419 |
| EPS | .741 | 1.350 |
| DER | .769 | 1.300 |
| INV | .948 | 1.054 |
| LNTA | .807 | 1.240 |

a. Dependent Variable: DPR

Uji Heteroskedastisitas



Hasil uji asumsi klasik menunjukkan bahwa semua asumsi terpenuhi. Uji asumsi klasik secara umum terdiri dari :

- Normalitas, untuk mendeteksi apakah nilai residual setiap model regresi berdistribusi normal dengan menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* yang mana nilai *Z*-nya tidak signifikan.
- Heteroskedastisitas, untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dengan menggunakan *scatterplot* antara nilai prediksi variabel terikat (*ZPRED*) dan residualnya (*SRESID*). Apabila pada *scatter plot* tersebut tidak membentuk pola-pola tertentu yang beraturan atau titik-titik menyebar secara merata, maka diperkirakan tidak terjadi heteroskedastisitas.
- Multikolinieritas, untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinieritas dapat dilihat dari *tolerance value* $\geq 0,1$ dan *variance inflation factors* (*VIF*) ≤ 10 .
- Autokorelasi, untuk mendeteksi tidak adanya autokorelasi dapat dilihat dari pengujian *two-tailed* menghasilkan nilai *DW-statistic* yang berada pada rentang dua hingga 4-du (nilai *DW*-kritik).

Hasil Analisis Regresi dan Pembahasan

Uji F

| Model | | Sum of Squares | df | Mean Square | F | Sig. |
|-------|------------|----------------|----|-------------|-------|-------------------|
| 1 | Regression | 11577.862 | 6 | 1929.647 | 9.702 | .000 ^b |
| | Residual | 7359.058 | 37 | 198.893 | | |
| | Total | 18936.940 | 43 | | | |

a. Predictors: (Constant), LN_{TA}, INV, CR, EPS, DER, ROI

b. Dependent Variable: DPR

Berdasarkan pada tabel diatas maka dapat dilihat bahwa nilai F hitung sebesar 9.702 dengan tingkat signifikan sebesar 0.000. Maka dapat ditarik kesimpulan bahwa ada pengaruh antara CR, ROI, EPS, DER, Investasi dan *Size* terhadap DPR.

Pengujian Hipotesis (Uji t)

| Model | | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | t | Sig. | Collinearity Statistics | |
|-------|------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|------|-------------------------|-------|
| | | B | Std. Error | Beta | | | Tolerance | VIF |
| 1 | (Constant) | 35.354 | 20.547 | | 1.721 | .094 | | |
| | CR | -.188 | .087 | -.278 | -2.148 | .038 | .629 | 1.590 |
| | ROI | 2.193 | .337 | .793 | 6.498 | .000 | .705 | 1.419 |
| | EPS | -.002 | .001 | -.193 | -1.620 | .114 | .741 | 1.350 |
| | DER | -.041 | .058 | -.083 | -.710 | .482 | .769 | 1.300 |
| | INV | -.627 | .278 | -.238 | -2.258 | .030 | .948 | 1.054 |
| | LN _{TA} | -.564 | 1.360 | -.047 | -.415 | .681 | .807 | 1.240 |

a. Dependent Variable: DPR

Dengan melihat tabel diatas, dapat disusun persamaan regresi linear berganda sebagai berikut.

$$\text{DPR} = 35.354 - 0.188\text{CR} + 2.193\text{ROI} - 0.002\text{EPS} - 0.041\text{DER} - 0.627\text{INV} - 0.564\text{LnTA} + e$$

Dari hasil persamaan regresi linier berganda tersebut diatas dapat dilihat nilai konstanta sebesar 35.354, hal ini mengindikasikan bahwa DPR mempunyai nilai sebesar 35.354 dengan tidak dipengaruhi oleh variabel-variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini. Variabel ROI menunjukkan variabel yang paling dominan mempengaruhi DPR yang ditunjukkan dengan besarnya nilai regresi sebesar 2.193 kemudian variabel Investasi dengan nilai regresi sebesar -0.627, *Size* (Ln_{TA}) sebesar -0.564, *Cash Ratio* sebesar -0.188, DER dengan -0.041 dan EPS sebesar 0.002. Hasil ini juga menunjukkan bahwa ROI merupakan indikator yang penting dipertimbangkan oleh para pemegang saham, karena terbukti ROI sangat berpengaruh terhadap besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham. Bagi para calon investor, ROI dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan untuk investasi di pasar modal terutama hasil yang diharapkan dari dividen yang akan dibayar oleh perusahaan publik.

Hasil pengujian masing-masing variabel independen terhadap variabel dependennya dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Variabel *Cash Ratio* (CR)

Dari hasil penelitian diperoleh koefisien regresi untuk variabel *Cash Ratio* sebesar -0.188. Nilai signifikansi sebesar 0.038, dimana nilai ini signifikan pada tingkat signifikansi 0.05 karena lebih kecil dari 0.05. Hasil negatif ini mempunyai arti apabila Perusahaan memiliki rasio kas besar cenderung menentukan kebijakan membagikan dividen kepada pemegang saham dalam jumlah yang kecil. Perusahaan akan membayar dividennya jika perusahaan tersebut tidak memiliki kesempatan investasi yang menguntungkan, menurut teori *Residual Dividend*. Kemungkinan perusahaan menginvestasikan dananya untuk mendapatkan keuntungan sehingga membayarkan dividen ke investor dalam jumlah yang kecil. Hal ini dibuktikan dengan fenomena data pada tahun 2007 PT. Gudang Garam Tbk memiliki nilai CR yang kecil yaitu 5.54% tetapi nilai DPR nya besar yaitu 33.32%. Sementara itu *Total Asset* di PT. Gudang Garam Tbk ditahun berikutnya mengalami kenaikan dari Rp. 23.8 trilyun menjadi Rp. 24.1 trilyun.

Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa *Cash Ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) tidak dapat diterima. Hasil temuan bahwa *Cash Ratio* mempunyai pengaruh negatif signifikan sesuai dengan penelitian Sumariyati (2010).

2. Variabel *Return On Investment* (ROI)

Dari hasil penelitian diperoleh koefisien regresi untuk variabel *Return On Investment* (ROI) sebesar 2.193 dengan nilai signifikansi sebesar 0.00, dengan demikian variabel ROI berpengaruh positif dan signifikan. Berdasarkan hasil uji tersebut maka hipotesis yang menyatakan bahwa *Return On Investment* (ROI) berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) dapat diterima. Adanya pengaruh positif variabel ROI terhadap DPR menjelaskan bahwa tingkat profitabilitas perusahaan akan berdampak pada peningkatan pembagian dividen yang dilakukan perusahaan. Perusahaan yang memiliki laba besar cenderung akan menentukan kebijakan dividen kepada pemegang saham yang lebih besar.

Hasil ini sesuai dengan teori dan hipotesis yang diajukan. Syahbana (2007) dan Hatta (2002) menyatakan bahwa variabel *Return On Investment* (ROI) berpengaruh positif signifikan, hasil penelitian ini variabel ROI juga berpengaruh positif signifikan.

3. Variabel *Earning Per Share* (EPS)

Dari hasil penelitian diperoleh koefisien regresi untuk variabel *Earning Per Share* (EPS) sebesar -0.002. Hasil negatif ini mempunyai arti bahwa apabila Perusahaan yang memiliki EPS besar cenderung menentukan kebijakan membagikan dividen kepada pemegang saham dalam jumlah yang kecil. Keuntungan perusahaan sebagian besar digunakan untuk keperluan berinvestasi lagi, agar kembali menghasilkan keuntungan. Hal ini sesuai dengan *Residual theory* dimana perusahaan akan membayar dividennya jika perusahaan tersebut tidak memiliki kesempatan investasi yang menguntungkan. Krisis yang global

yang terjadi pada tahun 2008 mengakibatkan antisipasi perusahaan terhadap krisis perusahaan dengan lebih memilih menahan laba untuk keperluan investasi daripada membagikan dividennya.

Hasil ini dibuktikan dengan adanya fenomena kenaikan laba ditahan dan total asset perusahaan di tahun yang sama. PT Sepatu Bata Tbk dari tahun 2007 ke 2008 mengalami kenaikan nilai EPS sebesar Rp. 9460, namun ditahun yang sama mengalami penurunan rasio DPR dari 139.15% menjadi 6.73%. Ditahun ini fenomena peningkatan nilai EPS dan penurunan nilai DPR diikuti terjadinya kenaikan total asset dan laba ditahan. Total asset tahun 2007 sebesar Rp. 332 milyar, pada 2008 menjadi Rp. 401 milyar. Sedangkan laba ditahan di 2008 sebesar Rp. 260 milyar, tahun sebelumnya hanya Rp. 192 milyar.

Nilai signifikansi sebesar 0.114, dimana nilai ini tidak signifikan pada tingkat signifikansi 0.05 karena lebih besar dari 0.05. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa *Earning Per Share* (EPS) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) tidak dapat diterima. Hasil pengujian variabel EPS terhadap DPR dalam penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Kartika dan Sunarto (2003). Dimana hasilnya negatif dan tidak signifikan.

4. Variabel *Debt to Equity Ratio* (DER)

Dari hasil penelitian diperoleh koefisien regresi untuk variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) sebesar -0.041. Nilai signifikansi sebesar 0.482, dimana nilai ini tidak signifikan pada tingkat signifikansi 0.05 karena lebih besar dari 0.05. Sesuai dengan *Agency theory*, hasil negatif ini mempunyai arti bahwa apabila Perusahaan memiliki DER besar cenderung menentukan kebijakan membagikan dividen kepada pemegang saham dalam jumlah yang kecil. Perusahaan akan terlebih dahulu menyisihkan sebagian pendapatan untuk memenuhi kewajiban, sehingga akan berdampak pada penurunan pembiayaan untuk pembagian dividen. Apabila perusahaan memiliki tingkat hutang yang tinggi, maka perusahaan berusaha untuk mengurangi *agency cost of debt* dengan mengurangi hutangnya. Pengurangan hutang dapat dilakukan dengan membiayai investasinya dengan sumber dana internal sehingga pemegang saham akan merelakan dividennya untuk membiayai investasinya. Hasil tidak signifikan pada penelitian ini dibuktikan dengan adanya fakta empiris dimana PT. Fast Food Indonesia Tbk dari tahun 2007 ke 2008 mengalami penurunan nilai DER sebesar 44% tetapi nilai DPR mengalami peningkatan yang kecil, hanya 0.73%.

Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) tidak dapat diterima. Penelitian ini sesuai penelitian Salwa (2009) bahwa DER berpengaruh negatif tidak signifikan.

5. Variabel Investasi

Dari hasil penelitian diperoleh koefisien regresi sebesar -0.627. Hasil negatif ini mempunyai arti bahwa apabila Perusahaan memiliki nilai Investasi besar cenderung menentukan kebijakan membagikan dividen kepada pemegang saham dalam jumlah yang kecil. Menurut teori *Residual Dividend*,

perusahaan akan membayar dividennya jika perusahaan tersebut tidak memiliki kesempatan investasi yang menguntungkan, sehingga terdapat hubungan yang negatif antara pertumbuhan aset dan pembayaran dividen.

Nilai signifikansi sebesar 0.03, dimana nilai ini signifikan pada tingkat signifikansi 0.05 karena lebih kecil dari 0.05. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mengharapkan Investasi yang tinggi akan mempertahankan rasio pembayaran dividen yang rendah untuk memperkuat pembiayaan internal. Semakin tinggi tingkat investasi perusahaan, akan semakin besar tingkat kebutuhan dana untuk membiayai ekspansi. Semakin besar kebutuhan dana di masa yang akan datang, akan semakin memungkinkan perusahaan menahan keuntungan dan tidak membayarkannya sebagai dividen. Riyanto (2001) menyatakan bahwa makin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, makin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang untuk membiayai pertumbuhannya. Perusahaan tersebut biasanya akan lebih senang untuk menahan pendapatannya daripada dibayarkan sebagai dividen dengan mengingat batasan-batasan biayanya.

6. Variabel Ukuran Perusahaan (*Size*)

Dari hasil penelitian diperoleh koefisien regresi untuk variabel *Size* sebesar -0.564. Nilai signifikansi sebesar 0.681, dimana nilai ini tidak signifikan pada tingkat signifikansi 0.05 karena lebih besar dari 0.05. Hasil negatif ini mempunyai arti bahwa apabila Perusahaan yang besar cenderung menentukan kebijakan membagikan dividen kepada pemegang saham dalam jumlah yang kecil. Kemudahan akses perusahaan ke pasar modal tidak mempengaruhi perusahaan dalam kebijakan membagikan dividen karena perusahaan tetap bergantung pada sumber dana internal. Hal ini dibuktikan dengan adanya bukti empirik bahwa PT. Sepatu Bata lebih memilih menahan labanya daripada mencari tambahan dana eksternal dimana Total aset tahun 2007 sebesar Rp. 332 milyar dan menahan laba Rp. 192 milyar. Di tahun berikutnya, pada 2008 dengan total asset Rp. 401 milyar juga menahan laba kembali sebesar Rp. 260 milyar. Dengan demikian hipotesis yang menyatakan bahwa *Size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) tidak dapat diterima. Hatta (2002) dan Nuringsih (2005) juga menyatakan bahwa *Size* tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR.

PENUTUP

Simpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah diuraikan pada bab IV, maka dapat diambil beberapa simpulan penelitian sebagai berikut:

1. Berdasarkan hasil uji F-Statistik menunjukkan bahwa nilai F hitung sebesar 9.702 dengan probabilitas 0.00. maka dapat dikatakan bahwa *Cash Ratio*, ROI, EPS, DER, Investasi, dan *Size* secara bersama-sama berpengaruh terhadap DPR.
2. Berdasarkan hasil uji Koefisien Determinasi (R^2) menunjukkan bahwa nilai *adjusted R²* model adalah sebesar 0.548 atau 54.8%, artinya sebesar

54.8 % variasi DPR bisa dijelaskan oleh variasi variabel independen dalam model tersebut. Sedangkan sisanya sebesar 45.2% dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

3. Hipotesis pertama (H1) ditolak. Posisi likuiditas yang digambarkan dengan variabel *Cash Ratio* bukan digunakan membayar dividen tetapi dialokasikan pada pembelian aktiva tetap atau aktiva lancar yang permanen, memanfaatkan kesempatan investasi yang ada, serta untuk biaya operasional.
4. Variabel ROI berpengaruh signifikan dan positif terhadap DPR. Peningkatan ROI akan meningkatkan nilai DPR. Perusahaan yang memiliki laba besar cenderung akan menentukan kebijakan dividen kepada pemegang saham yang lebih besar.
5. EPS sebagai proksi dari posisi profitabilitas tidak dipertimbangkan dalam keputusan membagikan dividen. Profitabilitas tinggi pada saat itu tidak mempengaruhi kenaikan dividen dan perusahaan tidak akan meningkatkan atau menurunkan dividen sebagai respon terhadap fluktuasi keuntungan. Perbedaan arah yang dihasilkan dalam penelitian ini disebabkan pada keuntungan yang diperoleh perusahaan sebagian besar ditahan untuk keperluan investasi, sehingga dividen yang diperoleh pemegang saham kecil.
6. DER sebagai proksi dari posisi solvabilitas tidak dipertimbangkan dalam keputusan membagikan dividen. Meskipun perusahaan memiliki hutang yang tinggi kondisi ini tidak mempengaruhi pembayaran dividen karena beban bunga yang ditanggung tidak terlalu tinggi jadi masih ada dana untuk membayar dividen.
7. Hipotesis kelima (H5) diterima, hasil ini dapat diartikan bahwa semakin tinggi Investasi suatu perusahaan maka mengakibatkan menurunnya *Dividend Payout Ratio* yang dibagikan. Perusahaan yang mengharapkan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan mempertahankan rasio pembayaran dividen yang rendah untuk memperkuat pembiayaan internal dengan menahan sebagian laba perusahaan.
8. Hipotesis keenam (H6) ditolak. *Size* yang menggambarkan kemudahan akses ke pasar modal untuk mendapatkan pinjaman (sumber dana eksternal) tidak mempengaruhi pembagian dividen. Perusahaan tetap bergantung pada sumber dana internal.

Agenda Penelitian Mendatang

Berdasarkan hasil dari penelitian diketahui bahwa diantara enam variabel yang diteliti hanya terdapat dua variabel yang signifikan dan sesuai dengan hipotesis yang diajukan. Hal ini disebabkan karena kenaikan atau penurunan yang dialami variabel independen dan variabel dependen yang tidak stabil atau fluktuatif. Pada penelitian yang akan datang perlu menambahkan variabel-variabel lain seperti: *Cash Flow*, *Insider Ownership*, tingkat inflasi, kepemilikan saham, tingkat suku bunga dan tingkat risiko pasar. Sehingga dengan banyaknya jumlah variabel yang dimasukkan akan membuat temuan baru yang lebih baik dan bermanfaat untuk kepentingan perkembangan ilmu pengetahuan.

DAFTAR PUSTAKA

- (<http://www.idx.co.id>)
- 2010. *Indonesian Capital Market Directory*
- 2011. *Indonesian Capital Market Directory*
- Ang, Robbert 1997. **Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia**, Mediasoft Indonesia, Jakarta
- Arifin, Zaenal, 2005. **Teori Keuangan & Pasar Modal**, Ekonisia, Yogyakarta.
- Brigham, E. F. and Houston, J. F. 2000. **Manajemen Keuangan**, Edisi ke-8. Jakarta: Erlangga.
- Charitou, Ansreas dan N. Vafeas. 1998 “The Association Between Operating Cash Flows and Dividen Changes : An Empirical Investigation.” **Journal of business finance and accounting**.
- Chang, M. dan Rhee, K.R. 1990. “Testing Trade Off And Pecking Order Predictions About Dividends And Debt”. **The center for research in security prices working paper**, 506, 1-38.
- Cleary, Sean, 1999, “ The Relationship Between firm Investment and Financial Status”, **Journal of Finance**, Vol. 54, pp. 673-692.
- Damayanti, S dan Achyani, F. 2006. “Analisis Pengaruh Investasi, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan *Dividend Payout Ratio*”. **Jurnal Akuntansi dan Keuangan**, Vol.5 No.1 April. p.51-62.
- Gordon, M.J. 1959, “Dividends, Earnings and Stock Prices”, **Review of Economics and Statistics**, May.
- Hadiwidjaja, Rini Dwiyani (rini@mail.ut.ac.id) Triani, Lely Fera (lely@mail.ut.ac.id) Universitas Terbuka 2009. **Jurnal Organisasi dan Manajemen**, Volume 5, Nomor 2, Maret, 49-54
- Hart, P.E. and Oulton, N. 1996a. “Growth and size of firms”. **Economic Journal**, 106, 1242-1252.
- Hartono, Jogiyanto, 1998. **Teori Portofolio dan Analisis Investasi**, BPFE, Yogyakarta.
- Hatta, Atika, 2002, “Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investifasi Pengaruh Teori Stakeholder”. **JAAI**. Vol.6. No.2. Desember. 2002.
- Jensen, M., and W. Meckling, 1976. “Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency, and Ownership Structure”, **Journal of Financial Economics**, 305-360.
- Jensen, Solberg and Zorn, (1992). “Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend policies”, **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, vol 27, No.2, 247-263
- Lintner, J., 1956. “Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes”, **American Economic Review** 46, 97-113.
- Litzenberger, R.H and Ramaswamy, K, 1979. “The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices”, **Journal Of Financial Economic**, Vol. 37, No. 22, 43-429.

- Miller, M. and F. Modigliani, 1961. "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares", **Journal of Business** **34**, pp. 411-433.
- Nuringsih, Kartika. 2005. "Analisis Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kebijakan Hutang, ROA dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996". **Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia**, Juli-Desember, Vol. 2, No. 2, hlm.103-123.
- Parthington, Graham H, 1989, "Variables Influencing Dividend Policy In Australia : Survey Results", **Jurnal of Business Finance and Accounting**, 16 (2).
- Riyanto, Bambang. 1995. **Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan**. Edisi keempat, BPFE Yogyakarta.
- Salwa, 2009, "Analisis Faktor-faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan pembayaran dividen perusahaan di JII" **JAAI** Volume 2 no 2.
- Sunarto, Andi Kartika, 2003,"*Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Dividen Kas di Bursa Efek Jakarta*", **Jurnal Bisnis dan Ekonomi**, Vol. Maret 2003, pp.67-82.
- Syahbana, A (2007). "**Faktor-faktor yang Berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang TERdaftar di BEJ Periode 2003-2005** .Tesis yang Tidak Dipublikasikan.
- Yuniningsih, 2002. "Interdependensi antara Kebijakan Dividen Payout Ratio, *Financial Leverage*, dan Investasi pada Perusahaan Manufaktur yang *Listed* di Bursa Efek Jakarta" **Jurnal Bisnis dan Ekonomi** Vol.9 No.2 September. p. 164-182.