

**PENGARUH *MANAGERIAL OWNERSHIP STRUCTURE*, PROFITABILITAS
DAN KESEMPATAN INVESTASI TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN: STUDI
EMPIRIK PADA EMITEN PERUSAHAAN MANUFAKTUR
DI BURSA EFEK INDONESIA 2009-2013**

YANISTYA ARDIAN

ABSTRACT

Dividend policy to the attention of many parties such as shareholders, creditors or other external parties that have an interest from the information issued by the company. Through this company policy gives a portion of net profits to shareholders in cash. This study aims to examine and analyze the effect of Managerial Ownership Structure, profitability, sales growth and MTBV on dividend policy. The benefits of this research are expected to be a reference and comparison for future studies related to dividend policy.

The population used in this study is a manufacturing company that is listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) during the years 2009-2013. Sampling was purposive sampling method of sample selection based on certain considerations. Analysis using multiple linear regression analysis.

The results of hypothesis testing showed that managerial ownership variables, sales growth and the ratio of market price to book value (MTBV) had no effect on dividend policy. While the positive effect on the profitability variable dividend policy, the higher profitability increases dividends

Keywords: managerial ownership structure, profitability, sales growth, MTBV and dividend policy

Pendahuluan

Kebijakan dividen menjadi perhatian banyak pihak seperti pemegang saham, kreditor maupun pihak eksternal lain yang memiliki kepentingan dari informasi yang dikeluarkan perusahaan. Melalui kebijakan ini perusahaan memberikan sebagian dari keuntungan bersih kepada pemegang saham secara tunai (Brigham dan Houston, 2006). Keputusan tersebut merupakan salah satu cara untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, khususnya pemegang saham yang berinvestasi dalam jangka panjang dan bukan pemegang saham yang berorientasi *capital gain*. Oleh karena itu, perusahaan berusaha meningkatkan pembayaran dividen dari tahun ke tahun.

Pemegang saham, kreditor dan manajemen adalah pihak-pihak yang mempunyai kepentingan masing-masing dalam perusahaan. Menurut teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi

pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap *agency conflict*. Penyebab konflik antara manajer dengan pemegang saham diantaranya yaitu pembuatan keputusan yang berkaitan dengan keputusan pencarian dana (*financing decision*) dan pembuatan keputusan yang berkaitan dengan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan. Konflik kepentingan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait tersebut (Sunarto, 2009).

Kebijakan dividen sangat penting sebab akan memicu masalah keagenan akibat adanya perbedaan kepentingan dari pihak-pihak yang terlibat dalam perusahaan. Menurut Masdupi (2005), masalah keagenan bisa terjadi antara: pertama, pemilik (*shareholders*) dengan manajer, kedua, manajer dengan kreditor (*debtholders*), dan ketiga, manajer dan *shareholders* dengan *debtholders*. Manajer selaku perwakilan pemegang saham seharusnya dapat

meningkatkan kekayaan pemegang saham, tetapi manajer mungkin memiliki tujuan-tujuan lain yang bertentangan dengan pemegang saham seperti meningkatkan pertumbuhan perusahaan, tujuan pribadi ataupun penghasilan tambahan. Perbedaan kepentingan tersebut dapat menimbulkan potensi konflik kepentingan yang dikenal dengan masalah keagenan (*agency problem*).

Salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial mempunyai hubungan negatif dengan utang dan dividen. Semakin banyak jumlah *insider* dalam perusahaan akan membuat manajemen semakin *risk averse* dan cenderung melakukan pengendalian terhadap penggunaan hutang yang telah ada dengan menahan penjualan saham baru. Mereka akan memilih untuk memakai sumber dana yang besar dari internal perusahaan yaitu laba ditahan (Masdupi, 2005). Semakin tinggi jumlah *insider ownership* akan membuat rasio penggunaan laba ditahan yang semakin tinggi, hal ini akan mengakibatkan jumlah dividen yang akan dibagikan akan semakin kecil. Pernyataan tersebut didukung oleh penelitian Dewi (2008) yang menemukan bukti empiris bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan penelitian yang dilakukan Masdupi (2012) menemukan bukti empiris bahwa *insider ownership* mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Profitabilitas adalah hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan dalam perusahaan. Setiap perusahaan yang didirikan, tentu diorientasikan untuk mendapatkan laba dengan tidak mengorbankan kepentingan pelanggan untuk mendapatkan kepuasan (Brigham dan Houston, 2006). Perusahaan penghasil profit mampu membayar dividen sekaligus menyimpan dana internal berupa laba ditahan untuk membiayai investasinya dengan syarat profit yang dihasilkannya cenderung stabil. Penelitian Marpaung & Hadianto (2009) dan Hardiatmo & Daljono (2013) menemukan bukti empiris bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Sedangkan penelitian Ahmad (2009) menemukan bukti empiris bahwa profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR).

Pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen (Riyanto, 2007). Semakin tinggi tingkat pertumbuhan, maka akan semakin besar ekspansi dan *reinvestment* yang dilakukan. Pada tahap

pertumbuhan tinggi, perusahaan cenderung akan menahan pendapatannya. Hal ini disebabkan oleh tingginya tingkat kebutuhan perusahaan terhadap dana tambahan dari dalam dan luar perusahaan. Untuk memenuhi kebutuhan dana ini, manajer cenderung akan menggunakan pembiayaan dari dalam perusahaan dalam hal ini laba ditahan karena mempunyai biaya ekuitas yang paling kecil apabila dibandingkan dengan biaya hutang maupun penerbitan saham baru (Masdupi, 2012). Penelitian yang dilakukan oleh Masdupi (2012) menemukan bukti empiris bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Marpaung & Hadianto (2009) dan Hardiatmo & Daljono (2013) menemukan bukti empiris bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Rasio harga pasar terhadap nilai buku merupakan rasio yang menawarkan sebuah penilaian mengenai cara investor dalam melihat kinerja perusahaannya (Gitman, 2006). Sebuah perusahaan yang dijalankan dengan manajemen yang baik dan efisien seharusnya memiliki nilai pasar yang lebih tinggi dibandingkan nilai bukunya (Weston dan Copeland, 2008). Semakin besar kesempatan investasi, maka dividen yang dapat dibagikan menjadi lebih sedikit karena lebih baik jika dana tersebut ditanamkan pada investasi yang menghasilkan NPV positif (Hanafi, 2004). Penelitian Dewi (2008), Marpaung & Hadianto (2009) menemukan bukti empiris bahwa rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Sedangkan temuan Wira (2013) yang menemukan bukti bahwa kesempatan investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Marpaung dan Hadianto (2009) menggunakan variabel profitabilitas dan kesempatan investasi dalam mempengaruhi kebijakan dividen pada emiten pembentuk indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia dengan periode penelitian 2004-2006. Persamaan penelitian ini dengan Marpaung dan Hadianto (2009) adalah menguji pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen.

Sedangkan perbedaan dalam penelitian ini adalah dengan menambahkan variabel struktur kepemilikan manajerial. Menurut Masdupi (2012) struktur kepemilikan oleh manajemen tinggi akan menyebabkan *insider* semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku oportunistik karena mereka ikut menanggung

konsekuensinya, mereka cenderung menggunakan rasio hutang pada tingkat yang rendah, sehingga dapat mengontrol konflik keagenan. Selain itu perbedaan dalam penambahan tahun pengamatan menjadi 5 tahun disebabkan adanya keterbatasan data karena di Indonesia tidak banyak perusahaan yang membayarkan dividen sekaligus memiliki *managerial ownership*.

Obyek penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur. Perusahaan-perusahaan manufaktur terbuka adalah merupakan salah satu industri di BEI yang relatif berkembang dan aktif dalam perdagangan saham, seperti yang dilakukan oleh Dwijaji (2011), dan Teyfoer (2012). Namun demikian, pada realitasnya tidak semua perusahaan manufaktur di BEI mampu meningkatkan kemakmuran para pemegang. Hasil penelitian Teyfoer (2012) menemukan bukti hanya ada 24 perusahaan (16,44%) dari 146 perusahaan manufaktur selama kurun waktu 2005-2009 yang berhasil meningkatkan kemakmuran para pemegang saham. Berdasarkan uraian di atas, maka penelitian ini mengambil judul "Pengaruh *Managerial Ownership Structure*, Profitabilitas dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen: Studi Empirik pada Emiten Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia 2009-2013".

Landasan Teori dan Hipotesis

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Agency Theory adalah teori yang menjelaskan *agency relationship* dan masalah-masalah yang ditimbulkannya (Jensen dan Meckling, 1976) dalam Sunarto (2009). *Agency relationship* merupakan hubungan antara dua pihak, dimana pihak pertama bertindak sebagai prinsipal/pemberi amanat dan pihak kedua disebut agen yang bertindak sebagai perantara yang mewakili prinsipal dalam melakukan transaksi dengan pihak ketiga. Pada *agency theory* yang disebut prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Pihak prinsipal memberi kewenangan kepada agen untuk melakukan transaksi atas nama prinsipal dan diharapkan dapat membuat keputusan terbaik bagi prinsipalnya (Hartono dan Atahau, 2007).

Dalam perusahaan yang telah *go public*, *agency relationship* dicerminkan oleh hubungan antara investor dan manajemen perusahaan, baik *board of directors* maupun *board of commissioners*. Persoalannya adalah diantara kedua pihak tersebut seringkali terjadi perbedaan kepentingan. Perbedaan tersebut mengakibatkan keputusan yang diambil oleh

manajemen perusahaan kurang mengakomodasi kepentingan pihak pemegang saham. Hal inilah biasa dikenal dengan *agency problem* (masalah keagenan).

Masalah keagenan dapat muncul jika manajer suatu perusahaan memiliki kurang dari 100 persen saham biasa perusahaan tersebut. Jika perusahaan berbentuk perseorangan dan dikelola sendiri oleh pemiliknya, maka dapat diasumsikan bahwa manajer-pemilik tersebut akan mengambil setiap tindakan yang mungkin untuk memperbaiki kesejahteraannya, terutama diukur dalam bentuk peningkatan kekayaan perorangan, dan fasilitas eksekutif seperti tunjangan, kantor yang mewah, fasilitas transportasi dan sebagainya (Suwaldiman dan Aziz, 2006). Akan tetapi, jika manajer-pemilik tersebut mengurangi hak kepemilikannya dengan membentuk perseroan dan menjual sebagian sahamnya kepada pihak lain (pihak luar), maka pertentangan kepentingan bisa segera muncul.

Ketika manajer memiliki 100 persen perusahaan, maka apabila dia memutuskan untuk mengeluarkan kas perusahaan untuk *excessive perquisites*, maka manajer tersebut akan menanggung seratus persen pengeluarannya. *Excessive perquisites* adalah konsumsi yang tidak ada hubungannya dengan bisnis inti perusahaan (Bhatala *et al.* 1994 dalam Hartono dan Atahau, 2007). Namun apabila dia menjual porsi kepemilikannya sebesar α dengan $0 < \alpha < 100$ persen, maka ketika manajer memutuskan mengeluarkan kas perusahaan, maka dia hanya menanggung sebesar $100 - \alpha$ persen. Pengeluaran sebesar α ditanggung pihak *outsider ownership*. Tentu saja hal itu akan menjadi insentif bagi *insider ownership* untuk menggunakan kas perusahaan untuk *excessive perquisites*. Namun seorang *insider ownership* tidak dapat begitu saja menggunakan kas perusahaan untuk *excessive perquisites*, karena aliran kas yang tidak sehat akan menurunkan nilai perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan teori keagenan yang menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa terjadi konflik diantara keduanya. Hal tersebut disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut, karena pengeluaran tersebut akan menambah biaya perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen yang akan diterima. Pemegang saham menginginkan agar biaya tersebut dibiayai oleh utang, tetapi manajer tidak menyukai dengan alasan bahwa utang mengandung risiko yang tinggi.

Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan (*monitoring*) yang dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan ini menyebabkan timbulnya suatu biaya yang disebut *agency cost* (Sunarto, 2009)

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Kebijakan ini akan melibatkan dua pihak yang memiliki kepentingan berbeda yaitu pihak pertama, para pemegang saham dan pihak kedua, manajemen perusahaan itu sendiri. Manajemen mempunyai dua alternatif perlakuan terhadap laba bersih sesudah pajak atau EAT (*Earning After Tax*). Dua alternatif tersebut yaitu dibagi kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen dan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan. Dalam perusahaan pada umumnya, sebagian EAT dibagi dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali, artinya manajemen harus membuat suatu kebijakan dividen yang menyangkut penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham dengan menentukan besarnya EAT yang dibagi sebagai dividen dan besarnya EAT yang ditahan. Presentase dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dibandingkan dengan EAT disebut dengan *Dividen Payout Ratio* (Masdupi, 2005).

Dividen merupakan bentuk distribusi laba yang dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham sesuai dengan proporsi lembar saham yang dimilikinya (Tjandra, 2005). Bagi seorang investor, dividen merupakan komponen *return* di samping *capital gain*. Besar kecilnya dividen akan sangat bergantung pada besar kecilnya laba yang diperoleh serta proporsi laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Dividen dibedakan menjadi beberapa jenis yaitu *cash dividend*, *property dividend*, *scrip dividend*, *liquidating dividend*, *stock dividend* (Kieso, et al. 2006). Dalam penelitian yang dilakukan, dividen yang digunakan adalah dividen kas.

Kebijakan dividen adalah suatu keputusan untuk menentukan besarnya bagian laba yang akan dibagikan kepada para pemegang saham. Kebijakan dividen ini sangat penting bagi perusahaan, karena pembayaran dividen mungkin mempengaruhi nilai perusahaan dan laba ditahan yang biasanya merupakan sumber dana internal yang terbesar dan terpenting bagi pertumbuhan perusahaan. Terdapat beberapa teori yang dapat digunakan sebagai

landasan dalam membuat kebijakan yang tepat bagi perusahaan. Brigham dan Daves (2007) menyebutkan beberapa teori kebijakan dividen yaitu:

1. *Dividend Irrelevant theory*

Teori ini beranggapan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham (nilai perusahaan) maupun terhadap biaya modalnya. Kebijakan dividen yang satu sama baiknya dengan kebijakan dividen yang lain. Dijelaskan bahwa pendukung utama teori ketidakrelevanan ini adalah Miller dan Modigliani. Mereka menggunakan sejumlah asumsi, khususnya tentang ketiadaan pajak dan biaya pialang, *leverage* keuangan tidak memiliki pengaruh terhadap biaya modal, para investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang prospek perusahaan, distribusi laba ke dalam bentuk dividen atau laba ditahan tidak mempengaruhi biaya ekuitas perusahaan dan kebijakan *capital budgeting* merupakan kebijakan yang independen terhadap kebijakan dividen.

2. *Bird-in-The Hand Theory*

Menurut Gordon dan Lintner dalam Brigham dan Daves (2007), teori ini dapat dijelaskan dengan menggunakan pemahaman bahwa sesungguhnya investor jauh lebih menghargai pendapatan yang diharapkan dari dividen dibandingkan dengan pendapatan yang diharapkan dari keuntungan modal karena komponen hasil dividen risikonya lebih kecil dari komponen keuntungan modal (*capital gain*). Para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gain*) yang akan dihasilkan dibandingkan dengan seandainya mereka menerima dividen, karena dividen merupakan faktor yang dapat dikendalikan oleh perusahaan sedangkan *capital gain* merupakan faktor yang dikendalikan oleh pasar melalui mekanisme penentuan harga saham.

3. Teori Preferensi Pajak

Ada tiga alasan yang berkaitan dengan pajak untuk beranggapan bahwa investor lebih menyukai pembagian dividen yang rendah daripada yang tinggi (Suwaldiman dan Aziz, 2006), yaitu:

- a. Keuntungan modal (*capital gain*) dikenakan tarif pajak lebih rendah daripada pendapatan dividen. Untuk itu, investor yang memiliki sebagian besar saham mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanam kembali laba ke dalam perusahaan. Pertumbuhan laba mungkin dianggap menghasilkan kenaikan

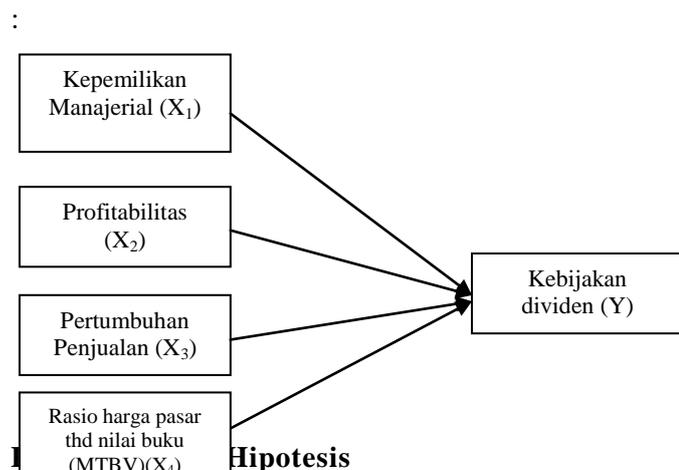
harga saham, dan keuntungan modal yang pajaknya rendah akan menggantikan dividen yang pajaknya tinggi.

- b. Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai sahamnya terjual, sehingga ada efek nilai waktu.
- c. Jika selebar saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang.

Karena adanya keuntungan-keuntungan ini, para investor mungkin lebih senang perusahaan menahan sebagian besar laba perusahaan. Jika demikian para investor akan mau membayar lebih tinggi untuk perusahaan yang pembagian dividennya rendah daripada untuk perusahaan sejenis yang pembagian dividennya tinggi.

Kerangka Pemikiran

Pemberian dividen memberikan informasi atau isyarat mengenai kinerja financial perusahaan di pandangan para investor. Jika perusahaan memiliki rasio pembayaran dividen yang stabil, atau bahkan meningkat dari tahun ke tahun, maka akan dapat melahirkan sentimen positif pada para investor, yang dapat meningkatkan harga saham (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Mengingat banyaknya faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, maka dalam penelitian ini hanya diuji beberapa faktor saja. Beberapa faktor yang dimaksud yaitu kepemilikan manajerial, profitabilitas dan kesempatan investasi. Kesempatan investasi ini diproksi dengan pertumbuhan penjualan (SG) dan rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV). Adapun dalam penelitian ini dapat digambarkan dalam model sebagai berikut :



1. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen

Insider ownership (kepemilikan manajerial) adalah persentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Peningkatan kepemilikan manajerial dapat mengurangi *agency cost*, sehingga dengan posisi ganda dari pihak manajemen yakni sebagai pengelola dan pemilik saham diharapkan mereka juga merasakan langsung dampak dari setiap keputusan yang diambil terhadap posisi mereka sebagai pemegang saham. Apabila struktur kepemilikan oleh manajemen tinggi, maka manajer akan menjadi *risk averse*. Dalam konteks ini, dengan meningkatkan kepemilikan oleh *insider* akan menyebabkan *insider* semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku oportunistik karena mereka ikut menanggung konsekuensinya, mereka cenderung menggunakan rasio hutang pada tingkat yang rendah. Hal ini diharapkan dapat mengontrol konflik keagenan.

Semakin banyak jumlah *insider* dalam perusahaan akan membuat manajemen semakin *risk averse* dan cenderung melakukan pengendalian terhadap penggunaan hutang yang telah ada dengan menahan penjualan saham baru. Mereka akan memilih untuk memakai sumber dana yang besar dari internal perusahaan yaitu laba ditahan. Semakin tinggi jumlah *insider ownership* akan membuat rasio penggunaan laba ditahan yang semakin tinggi, hal ini akan mengakibatkan jumlah dividen yang akan dibagikan akan semakin kecil. Atas dasar hal tersebut, maka dibuat hipotesis sebagai berikut :

H₁: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

2. Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen

Profitabilitas adalah hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan dalam perusahaan. Setiap perusahaan yang didirikan, tentu diorientasikan untuk mendapatkan laba dengan tidak mengorbankan kepentingan pelanggan untuk mendapatkan kepuasan. Perolehan laba merupakan ukuran keberhasilan kinerja finansial perusahaan. Laba tahun berjalan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi pembayaran dividen saat ini selain dividen tahun sebelumnya. Perusahaan penghasil profit mampu membayar dividen sekaligus menyimpan dana internal berupa laba ditahan untuk membiayai investasinya dengan syarat profit yang dihasilkannya cenderung stabil. Penelitian Hardiatmo & Daljono (2013) menemukan bukti empiris bahwa

profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sehingga dapat disimpulkan hipotesis sebagai berikut:

H₂ : profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

3. Pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan dividen

Pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan, maka akan semakin besar ekspansi dan *reinvestment* yang dilakukan. Pada tahap pertumbuhan tinggi, perusahaan cenderung akan menahan pendapatannya. Hal ini disebabkan oleh tingginya tingkat kebutuhan perusahaan terhadap dana tambahan dari dalam dan luar perusahaan. Untuk memenuhi kebutuhan dana ini, manajer cenderung akan menggunakan pembiayaan dari dalam perusahaan dalam hal ini laba ditahan karena mempunyai biaya ekuitas yang paling kecil apabila dibandingkan dengan biaya hutang maupun penerbitan saham baru. Hal ini menyebabkan dividen yang dibagikan akan semakin kecil sehingga dapat dikatakan tingkat pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Sehingga dapat disimpulkan hipotesis sebagai berikut :

H₃ : Pertumbuhan penjualan berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

4. Pengaruh rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) terhadap kebijakan dividen

Rasio harga pasar terhadap nilai buku merupakan rasio yang menawarkan sebuah penilaian mengenai cara investor dalam melihat kinerja perusahaannya (Gitman, 2006). Sebuah perusahaan yang dijalankan dengan manajemen yang baik dan efisien seharusnya memiliki nilai pasar yang lebih tinggi dibandingkan nilai bukunya (Weston dan Copeland, 2008). Terjadinya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas inilah yang menunjukkan terdapatnya kesempatan investasi bagi perusahaan. Semakin besar kesempatan investasi, maka dividen yang dapat dibagikan menjadi lebih sedikit karena lebih baik jika dana tersebut ditanamkan pada investasi yang menghasilkan NPV positif (Hanafi, 2004). Atas dasar hal ini, maka dibuat hipotesis sebagai berikut:

H₄ : Rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Metode Penelitian

Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah industri perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2009-2013. Populasi dan sampel dapat dilihat pada tabel sebagai berikut:

Tabel 1: Sampel

Keterangan	Jumlah
Populasi:	
Jumlah keseluruhan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2008-2013	132
Kriteria sampel :	
1. Perusahaan yang mengalami kerugian secara berturut-turut dari tahun 2009-2013	(51)
2. Perusahaan yang tidak membagikan dividen secara berturut-turut dari tahun 2009-2013	(44)
3. Laporan keuangan perusahaan yang menggunakan selain mata uang Rupiah	(7)
Total sampel	30

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

1. Variabel Dependen (Kebijakan Dividen)

Dividen yang dimaksud adalah bagian dari laba bersih yang diberikan perusahaan kepada para pemegang saham. *Dividen Payout Ratio* digunakan sebagai proksi dari kebijakan dividen (Suharli, 2007).

$$DPR = \frac{\text{Dividen Per Share}}{\text{Earning Per Share}}$$

2. Variabel Independen

a) Kepemilikan manajerial

Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan di dalam perusahaan, misalnya direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002). Variabel ini diukur dari jumlah presentase saham yang dimiliki manajemen pada akhir tahun. Pengukuran kepemilikan manajerial ini sesuai dengan yang digunakan dalam penelitian Wahidahwati (2002) dan Haruman (2008).

$$MOWN = \frac{\text{Jumlah saham pihak manajemen}}{\text{Total saham beredar}}$$

b) Profitabilitas

Profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dibandingkan dengan aset yang dimilikinya. Variabel profitabilitas sebagai variabel independen yang ke tiga diprosikan dengan *Return on Asset* (ROA). ROA dinyatakan sebagai perbandingan laba bersih (setelah pajak) terhadap total aset (Nuringsih, 2005). Secara matematis ROA diformulasikan sebagai berikut.

$$ROA = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total Aset}}$$

c) Pertumbuhan penjualan

Pertumbuhan penjualan adalah kenaikan jumlah penjualan dari tahun ke tahun atau dari waktu ke waktu. Cara pengukurannya adalah dengan membandingkan penjualan pada tahun ke t setelah dikurangi penjualan pada periode sebelumnya terhadap penjualan pada periode sebelumnya. Pertumbuhan penjualan dapat diinterpretasikan dalam rumus sebagai berikut: (Marpaung & Hadianto, 2009)

$$PP = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

Keterangan :

S_t : penjualan pada tahun ke t

S_{t-1} : penjualan pada periode sebelumnya

d) Rasio harga pasar terhadap nilai buku

Kesempatan investasi yang akan diprosikan dengan *Market to Book Value of Aset*. Dengan menggunakan proksi tersebut maka peluang investasi dirumuskan dengan membandingkan antara nilai pasar perusahaan dengan nilai buku (Brigham dan Daves, 2007). Oleh karena itu, semakin besar nilai pasar suatu perusahaan terhadap nilai bukunya, maka semakin besar pula peluang investasinya. Nilai pasar adalah kapitalisasi pasar (harga saham penutupan dikalikan jumlah saham yang beredar) ditambah total kewajiban. Sedangkan nilai buku perusahaan adalah total aset.

$$MBVA = \frac{\text{Nilai Pasar}}{\text{Nilai Buku Aset}}$$

Keterangan:

Nilai Pasar = Total Utang + Kapitalisasi Pasar

Kapitalisasi Pasar = jumlah saham yang beredar x *closing price*

Nilai Buku Aset = Total Aset.

Teknik Analisis Data

Hipotesis 1-4 dalam penelitian ini diuji dengan menggunakan persamaan regresi linear berganda. Untuk itu sebelum pengujian hipotesis, dilakukan pengujian normalitas dan asumsi klasik. Hipotesis diterima apabila probabilitas signifikan kurang dari 5% (Ghozali, 2011)

Hasil Penelitian

Pengujian Normalitas

Pengujian normalitas dilakukan dengan *Kolmogorov-Smirnov Test*. Berdasarkan perhitungan diperoleh nilai signifikan dari *unstandardized residual* sebesar 0,010 kurang dari nilai 0,05. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *residual* tidak terdistribusi secara normal. Syarat model regresi yang baik adalah *residual* harus terdistribusi normal. Untuk mencapai data terdistribusi normal, maka harus menghilangkan nilai yang terlalu ekstrem (*outlier*). Adapun data yang dioulier adalah data residual nomer 100 dan 117. Setelah membuang nilai yang terlalu ekstrem diperoleh nilai signifikan dari *unstandardized residual* sebesar 0,117 lebih dari nilai 0,05. Jadi dapat disimpulkan bahwa *residual* terdistribusi secara normal

Pengujian Asumsi Klasik Multikolinieritas

Berdasarkan hasil uji multikolinieritas diketahui bahwa nilai VIF seluruh variabel kurang dari 10 dan nilai tolerance seluruh variabel lebih dari 0,1, sehingga disimpulkan bahwa seluruh variabel bebas tidak mempunyai masalah dengan multikolinieritas.

Autokorelasi

Berdasarkan hasil uji didapatkan nilai DW sebesar 2,008; nilai N sebanyak 148 observasi data dan jumlah variabel bebas sebanyak 4 variabel, maka didapatkan nilai dl sebesar 1,68 dan du sebesar 1,79. Dengan demikian nilai D-W ada diantara nilai du dan 4-du, sehingga dinyatakan bahwa model bebas dari masalah autokorelasi.

Heteroskedastisitas

Berdasarkan hasil analisis diketahui bahwa sebaran *variance* semua variabel bersifat homokedastitas yang dibuktikan dengan nilai signifikansi uji Glejser masing-masing variabel lebih besar dari 0,05 dengan demikian model regresi dinyatakan bebas dari masalah heterokedastisitas.

Hasil Pengujian Regresi Linear

Berdasarkan hasil analisis, maka persamaan regresi yang terbentuk adalah sebagai berikut :

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4$$
$$Y = 0,195 + (-0,005 X_1) + 1,402 X_2 + (-0,041 X_3) + (-0,00007755 X_4) + e$$

Analisis dan Pembahasan

1. Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan hasil pengujian diperoleh nilai koefisien beta variabel kepemilikan manajerial sebesar -0,005 dengan signifikansi sebesar $0,296 > 0,05$, sehingga hipotesis yang menyatakan bahwa **“kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen” ditolak**, artinya kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Hasil penelitian menunjukkan variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen yang diprosikan dengan Dividen Payout Ratio (DPR). Semakin banyak jumlah *insider* dalam perusahaan akan membuat manajemen semakin *risk averse* dan cenderung melakukan pengendalian terhadap penggunaan hutang yang telah ada dengan menahan penjualan saham baru. Mereka akan memilih untuk memakai sumber dana yang besar dari internal perusahaan yaitu laba ditahan. Semakin tinggi jumlah *insider ownership* akan membuat rasio penggunaan laba ditahan yang semakin tinggi, hal ini akan mengakibatkan jumlah dividen yang akan dibagikan akan semakin kecil.

Ditolaknya hipotesis pertama dalam penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur yang memiliki tingkat INSDR yang tinggi tidak serta merta membagikan dividen pada tingkat yang rendah. Artinya keberadaan *insider ownership* dalam perusahaan tidak akan selalu menyebabkan turunnya rasio pembayaran dividen dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

Hal ini sesuai dengan data yang diperoleh, dimana peningkatan *insider ownership* pada perusahaan Gudang Garam Tbk selama tahun 2009 (0,8%) hingga tahun 2013 (0,92%) juga diikuti dengan pembayaran dividen yang selalu meningkat dari tahun 2009 (0,19) hingga tahun 2013 (0,35). Begitu pula perusahaan Astra Auto Part Tbk mengalami peningkatan *insider ownership* pada tahun 2009 (0,04%) hingga tahun 2013 (0,06%) juga diikuti dengan pembayaran dividen yang selalu

meningkat dari tahun 2009 (0,29) hingga tahun 2013 (0,52).

Hasil ini mendukung penelitian Suwaldiman dan Aziz (2006) dan Masdupi (2012) yang menyatakan bahwa *insider ownership* memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap DPR. Akan tetapi temuan ini tidak sesuai dengan temuan penelitian-penelitian sebelumnya Dewi (2008) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan dividen.

2. Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan hasil pengujian diperoleh nilai koefisien beta variabel profitabilitas sebesar 1,402 signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$, sehingga hipotesis yang menyatakan bahwa **“profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen” diterima**, artinya semakin tinggi profitabilitas maka semakin tinggi juga dividen yang dibagikan.

Hasil pengujian memberikan hasil bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sehingga hipotesis kedua diterima. Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan profit atau laba. Perusahaan yang dapat membukukan profit tinggi maka perusahaan tersebut dinilai berhasil dalam menjalankan usaha. Perusahaan yang dapat menciptakan profit atau laba besar berarti perusahaan dapat menciptakan pendanaan internal bagi perusahaan sendiri. Setelah ada dana tersebut, maka perusahaan akan menggunakan untuk ditahan menjadi laba ditahan dan dibagikan kepada para pemilik sebagai dividen.

Menurut Wirjolukito, *et al* dalam Suharli (2007) menyatakan bahwa pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberikan “sinyal” mengenai keberhasilan perusahaan dalam membukukan profit. Sinyal tersebut menyimpulkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar dividen adalah fungsi dari keuntungan. Dengan demikian profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayar dividen. Dividen adalah bagian dari laba bersih yang dihasilkan perusahaan, oleh karena itu dividen akan dibagikan jika perusahaan memperoleh laba. Hubungan antara profitabilitas dengan kebijakan dividen dapat dianalogikan sebagai berikut. Sebuah perusahaan yang dapat membukukan laba maka perusahaan tersebut dapat memilih untuk menahan laba atau membagikan sebagai dividen. Jika

perusahaan membagikan dividen maka pendanaan internal perusahaan akan berkurang.

Menurut teori "*bird in the hand*" investor lebih menyukai dibagikan dividen daripada menunggu pengembalian dari keuntungan modal. Maka dapat diperoleh kesimpulan bahwa semakin tinggi profitabilitas maka semakin tinggi juga dividen yang dibagikan. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Dewi (2008), Marpaung & Hadianto (2009) dan Hardiatmo & Daljono (2013) menemukan bahwa profitabilitas mempunyai hubungan positif dengan kebijakan dividen

3. Pengaruh pertumbuhan penjualan terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan hasil pengujian diperoleh nilai koefisien beta variabel pertumbuhan penjualan sebesar $-0,041$ signifikansi sebesar $0,697 > 0,05$, sehingga hipotesis yang menyatakan bahwa "**pertumbuhan penjualan berpengaruh terhadap kebijakan dividen**" ditolak, artinya pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen

Variabel pertumbuhan memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen dengan koefisien regresi sebesar $-0,041$. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan, maka akan semakin besar ekspansi dan *reinvestment* yang dilakukan sehingga perusahaan cenderung akan menahan pendapatannya. Hal ini menyebabkan dividen yang dibagikan akan semakin kecil. Variabel pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini dimungkinkan kebijakan dividen diambilkan sepenuhnya dari laba di tahan tanpa memperhatikan kenaikan/penurunan penjualan.

Hal ini sesuai dengan data yang diperoleh, dimana peningkatan pertumbuhan penjualan pada perusahaan Arwana Citra Mulia Tbk selama tahun 2009 (0,10) hingga tahun 2013 (0,27%) yang diikuti dengan pembayaran dividen yang selalu meningkat dari tahun 2009 (0,07) hingga tahun 2013 (0,31). Hasil ini mendukung penelitian Marpaung & Hadianto (2009), Hardiatmo & Daljono (2013) dan Wira (2013) yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR. Akan tetapi penelitian ini berlawanan dengan penelitian yang dilakukan oleh Masdupi (2012) menemukan bukti empiris bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

4. Pengaruh rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan hasil pengujian diperoleh nilai koefisien beta variabel rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) sebesar $-0,00007755$ signifikansi sebesar $0,283 > 0,05$, sehingga hipotesis yang menyatakan bahwa "**rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) berpengaruh terhadap kebijakan dividen**" ditolak, artinya rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Variabel rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Rasio harga pasar terhadap nilai buku merupakan rasio yang menawarkan sebuah penilaian mengenai cara investor dalam melihat kinerja perusahaannya (Gitman, 2006). Penelitian ini mendukung *dividend irrelevant theory*. Teori ini beranggapan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham (nilai perusahaan) maupun terhadap biaya modalnya. Kebijakan dividen yang satu sama baiknya dengan kebijakan dividen yang lain.

Dijelaskan bahwa pendukung utama teori ketidakrelevanan ini adalah Miller dan Modigliani dalam (Brigham dan Daves, 2007). Mereka menggunakan sejumlah asumsi, khususnya tentang ketiadaan pajak dan biaya pialang, *leverage* keuangan tidak memiliki pengaruh terhadap biaya modal, para investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang prospek perusahaan, distribusi laba ke dalam bentuk dividen atau laba ditahan tidak mempengaruhi biaya ekuitas perusahaan dan kebijakan *capital budgeting* merupakan kebijakan yang independen terhadap kebijakan dividen.

Hal ini sesuai dengan data yang diperoleh, dimana peningkatan rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) pada perusahaan Arwana Citra Mulia Tbk selama tahun 2009 (1,13) hingga tahun 2013 (5,63 %) yang diikuti dengan pembayaran dividen yang selalu meningkat dari tahun 2009 (0,07) hingga tahun 2013 (0,31). Temuan ini sejalan dengan Wira (2013) yang menemukan bukti bahwa kesempatan investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Akan tetapi penelitian ini berlawanan dengan penelitian Dewi (2008), Marpaung & Hadianto (2009) yang menemukan bukti empiris bahwa rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR).

Penutup

Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis, diketahui bahwa variabel kepemilikan manajerial, pertumbuhan penjualan dan rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sedangkan variabel profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, artinya semakin tinggi profitabilitas maka semakin tinggi juga dividen yang dibagikan.

Keterbatasan Penelitian

Berdasarkan nilai koefisien determinasi (*Adjusted R²*) sebesar 0,269. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh variabel kepemilikan manajerial, profitabilitas, pertumbuhan penjualan dan rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) sebesar 26,9%. Sedangkan sisanya sebesar 73,1% dijelaskan oleh variabel-variabel di luar variabel kepemilikan manajerial, profitabilitas, pertumbuhan penjualan dan rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV). Selain itu penelitian ini mengambil sampel kecil yaitu difokuskan pada perusahaan manufaktur sehingga tidak bisa digeneralisasi untuk seluruh perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia.

Saran

Penelitian ini memiliki kelemahan dimana *Adjusted R²* relatif rendah. Hal ini mungkin disebabkan adanya variabel lain yang berpengaruh signifikan tetapi tidak masuk dalam penelitian ini, sehingga untuk penelitian berikutnya hendaknya dikembangkan lebih lanjut menggunakan variabel lainnya yang mempengaruhi kebijakan dividen, seperti pajak, biaya transaksi, reaksi pasar saham (Megginson, 1999).

Selain itu penelitian ini diharapkan dapat digunakan sampel yang lebih besar, seperti semua badan usaha yang terdaftar di PT. Bursa Efek Indonesia sehingga dapat mencerminkan reaksi pasar modal secara keseluruhan.

DAFTAR PUSTAKA

Adhiputra, Rizal. 2010. Faktor – Faktor Yang Mempengaruhi Dividen Payout Ratio Pada Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Universitas Diponegoro Semarang

Ahmad, Rizal. 2009. Pengaruh Profitabilitas Dan *Investmen Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Tunai. *Jurnal Ilmiah Abdi Ilmu*. Vol. 2 No.2 November 2009

Brigham, E. F dan Houston, 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*, Edisi Sepuluh, Alih Bahasa Ali Akbar Yulianto, Penerbit Salemba Empat, Jilid I, Jakarta

Brigham, Eugene F dan Phillip R. Daves. 2007. *Intermediate Financial Management*. Ninth Edition. United State: Thomson Learning.

Brigham, E.F. and L.C. Gapenski. 2006. *Intermediate Financial Management*. 7th edition. Sea Harbor Drive: The Dryden Press.

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)

Dwija, Y.C. 2011. Analisis Pengaruh Profitabilitas terhadap Keputusan Keuangan dan Dampaknya Pada Nilai Perusahaan Industri-Industri yang Terdaftar Di PT Bursa Efek Indonesia (BEI) Tahun 2004-2009, AAT Professional Journals. <http://aatprofessionaljournals.blogspot.com>. Diunduh 05 April 2012.

Fakhrudin dan Hadiyanto, Sopian. 2007. *Perangkat dan Model Analisis Investasi di Pasar Modal*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.

Gitman, Lawrence J. 2006, "*Principles of Manajerial Finance*", International Edition, 10th edition, Pearson Education, Boston

Hardiatmo Budi & Daljono, 2013, Analisis Faktor-Faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2010), *Skripsi*, Universitas Diponegoro Semarang, <http://eprints.undip.ac.id/37685/>

Hartono, Rudy Agung dan Apriani D. R. Atahau. 2007. Analisis Interdependensi Insider wnership. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol. 13, No. 1, Hal. 1-19.

Haruman, Tedy. 2008. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan (Survei pada Perusahaan anufaktur di PT. Bursa Efek Indonesia). *Symposium Nasional Akuntansi XI. Pontianak*

Hasan, Iqbal. 2008. *Analisis Data Penelitian dengan Statistik* Jakarta: PT. Bumi Aksara

- Indahningrum dan Handayani. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol 11, No. 3, Desember 2009, Hlm. 189-207
- Indriantoro, Supomo, 2009, *Metodologi Penelitian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*, Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta
- Imam Ghozali, 2009, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Badan Penerbitan UNDIP, Semarang
- Ismiyanti, Fitri dan Mahmud M. Hanafi. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan. *Symposium Nasional Akuntansi VI*. Surabaya.
- Jensen, Michael C dan William H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. Vol. 3, No. 4, Hal. 305-360.
- Kaplan, Robert S. dan David P. Norton. 2000. *Balanced Scorecard : Menerapkan Strategi Menjadi Aksi*. Erlangga, Jakarta
- Keown, et al. 2008. *Manajemen Keuangan Edisi Kesepuluh*. Jakarta : Penerbit Indeks
- Kieso, Donald E; Jerry J. Weygandt dan Terry D. Warfield. 2006. *Intermediate Accounting*. International Edition. New York: John Wiley & Sons.
- Mahadwartha, Putu Anom dan Jogiyanto Hartono. 2002. Uji Teori Keagenan dalam Hubungan Interpendensi antara Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen. *Symposium Nasional Akuntansi V*. Semarang
- Marpaung, Elyzabet Indrawati dan Bram Hadianto. 2009. Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen: Studi Empirik pada Emiten Pembentuk Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Akuntansi* Vol.1 No.1 Mei 2009: 70-84
- Masdupi, Erni. 2005. "Analisis dampak struktur kepemilikan pada kebijakan hutang dalam mengontrol konflik keagenan". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* Vol. 20, No.1, 2005, 57 – 59
- _____, 2012, Pengaruh Insider Ownership, Struktur Modal, dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, *Economac*, Volume 12, Nomor 1, April 2012, hlm 9 - 14
- Moh'd, Mahmoud A; Larry G. Perry dan James N. Rimbey. 1995. An Investigation of the Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend Policy. *The Financial Review*. Vol. 30, No. 2, Hal. 367-385.
- Nuringsih Kartika. 2005. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Juli-Desember 2005, Vol 2, No. 2 pp.103-123
- Peppard and Rowland. 2004. *The Essence of Business Process Re-Engineering*. Prentice-Hall International
- Riyanto Bambang. 2007. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*; Cet.7,BEP,Yogyakarta.
- Sugiyono. 2010. *Metode penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*, Penerbit ALFABETA
- Suharli Michell. 2007. Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Deviden Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat, *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan*, vol. 9, no. 1, mei 2007: 9-17.
- Sujoko dan Subiantoro .2007. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Leverage, Faktor Intern dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Empirik Pada Perusahaan Manufaktur dan Non-Manufaktur di Bursa Efek Jakarta). *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol 9, No.1, hal 41-48. Available from: <http://www.petra.ac.id/pulit/journals/dir.php?DepartementID=MAN>
- Sunarto, 2009, Teori Keagenan dan Manajemen Laba, *Kajian Akuntansi*, Pebruari 2009, Hal: 13 – 28, Vol. 1 No. 1
- Supranto, J. 2009. Statistik : Teori dan Aplikasi, Edisi Keenam. Erlangga. Jakarta.
- Suwaldiman dan Ahmad Aziz. 2006. "Pengaruh Insider Ownership dan Risiko Pasar Terhadap Kebijakan Dividen", *Sinergi*. Vol. 8 (No. 1), Januari; 53-64
- Teyfoer, S. 2012. Pengaruh Suku Bunga Bank Indonesia Terhadap Nilai Perusahaan Melalui Variabel Antara Pertumbuhan Aset, Kesempatan Investasi, dan Keputusan Pendanaan (Studi Pada Perusahaan-Perusahaan Manufaktur Di PT Bursa Efek Indonesia, Periode 2005-2009). AAT Professional Journals.

<http://aatprofessionaljournals.blogspot.com>.

Diunduh 05 April 2012.

- Tjandra. Ronowati. 2005. Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) Terhadap Kebijakan Dividen dengan Pemoderasi Pilihan Prosedur Akuntansi pada Perusahaan Yang Go Public di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Bisnis dan Manajemen*, Vol 5, No 1, 2005:65-78
- Variyetmi Wira, 2013, Faktor yang mempengaruhi pengembalian investasi pada equity securities pada perusahaan manufaktur di Indonesia, *Jurnal Akuntansi & Manajemen*, Vol. 6 (2011) No. 2, pages: 87-100
- Wahidahwati, 2002, "Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institutional Pada Kebijakan Hutang PERUSAHAAN: Sebuah Perspektif Theory Agency," *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, p.1-16
- Weston, J. Fred & Copeland. 2008. *Manajemen Keuangan*. Jakarta : Erlangga

