

PENGARUH FAKTOR FUNDAMENTAL DAN NON FUNDAMENTAL PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

Muhamad Umar Mai

Politeknik Negeri Bandung Jl. Geger Kalong Hilir, Bandung

Email: umar.mai@polban.ac.id

Abstract: *This research aims to find out and to analyze the influence of firm size, leverage, return on equity, institutional ownership and board independent towards company's dividend policy. This research was conducted on companies categorized Jakarta Islamic Index (JII) in Indonesia Stock Exchange, with the observation period starting in 2004 until 2012. The sampling method using purposive sampling, and the results of the data collection acquired 255 data pairs that meet the specified criteria. The results showed that the dividend policy is positively and significantly influenced by the return on equity and firm size. In addition, the company's dividend policy also affected negatively and significantly by board independent. Leverage variables have a negative impact, and institutional ownership has a positive influence on company's dividend policy, but the influence of these two variables were not significant.*

Keywords: *firm size, leverage, return on equity, institutional ownership, board independent, and dividend policy.*

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dan menganalisis pengaruh *firm size, leverage, return on equity, institutional ownership* dan *board independent* terhadap kebijakan dividen perusahaan. Penelitian dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang masuk kategori *Jakarta Islamic Index (JII)* di Bursa Efek Indonesia, dengan periode pengamatan mulai tahun 2004 sampai dengan 2012. Metode pengumpulan data menggunakan *purposive sampling*, dan hasil pengumpulan data diperoleh 255 pasang data yang memenuhi kriteria yang ditentukan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen secara positif dan signifikan dipengaruhi oleh *return on equity* dan *firm size*. Selain itu, kebijakan dividen perusahaan juga dipengaruhi secara negatif dan signifikan oleh *board independent*. Variabel *leverage* mempunyai pengaruh negatif dan *institutional ownership* mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan, tetapi pengaruh kedua variabel tersebut tidak signifikan.

Kata kunci: *firm size, leverage, return on equity, institutional ownership, board independent, dan kebijakan dividen.*

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen merupakan topik yang banyak diperdebatkan dalam literatur keuangan dan sampai saat ini masih menduduki tempat yang terkemuka (Alzomaia dan Al-Khadhiri, 2013). Berbagai penelitian yang dilakukan telah banyak menyumbangkan pemikiran teoritis serta menyediakan bukti empiris berkenaan dengan faktor penentu

kebijakan dividen. Namun demikian, isu tentang kebijakan dividen, bagaimanapun, belum terpecahkan (Naceur *et al.*, 2007). Bhattacharyya (2007) dalam Uwugbe *et al.* (2012) mengungkapkan bahwa kebijakan dividen adalah suatu hal yang paling sulit untuk dijelaskan dan hal ini merupakan tantangan bagi para ahli ekonomi keuangan.

Beberapa penelitian kembali dilakukan, namun tetap hanya menghasilkan teori umum tentang dividen, menyisakan banyak hal yang tidak ter jelaskan, dan praktek dividen bervariasi dari waktu ke waktu, diantara perusahaan, serta perbedaan ini melintasi antar perbatasan negara (Amidu, 2007) dalam Arshad *et al.*, (2013). Teori dividen sangat bertalian dengan karya Miller dan Modigliani (1961) yaitu *dividend irrelevance theory*. Mereka menunjukkan bahwa berdasarkan asumsi-asumsi tertentu diantaranya investor yang rasional dan pasar modal yang sempurna, nilai pasar dari suatu perusahaan terlepas dari kebijakan dividennya. Pernyataan ini didukung Miller dan Scholes (1978), dan Jose dan Stevens (1989). Namun, dalam prakteknya masih banyak ditemukan bukti bahwa kebijakan dividen masih menjadi permasalahan.

Melonggarkan asumsi pasar modal yang sempurna adalah sebagai dasar telah terbentuknya teori-teori yang menjadi tandingan teori dividen Miller dan Modigliani. Muncul beberapa studi yang menolak *dividend irrelevance theory* dan mendukung *bird-in-hand theory* sebagai teori relevansi dividen dari Gordon dan Lintner (1963), Long (1978), dan Sterk dan Vandenberg (1990). Selanjutnya, muncul teori *tax preference* yang menyatakan bahwa rendahnya *dividend payout ratio* menjadikan lebih rendahnya tingkat pengembalian yang disyaratkan dan gilirannya akan meningkatkan penilaian terhadap saham perusahaan (Brennan, 1970). Studi Litzenberger dan Ramaswamy (1979), Poterba dan Summers, (1985), dan Barclay (1988) menyajikan bukti empiris yang mendukung argumentasi pengaruh pajak ini. Sedangkan, Black dan Scholes (1974), Miller dan Scholes (1982), dan Morgan dan Thomas (1998) mempunyai temuan yang bertentangan dengan itu atau menyediakan penjelasan yang berbeda.

Teori lainnya yang berkaitan dengan kebijakan dividen adalah

clientele effects hypothesis. Argumentasi teori ini menyatakan bahwa pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan (Litzenberger dan Ramaswamy, 1982; dalam Ratnadi *et al.*, 2013). Kelompok pemegang saham yang terkena pajak relatif rendah cenderung untuk memilih jumlah pembayaran dividen yang besar. Selanjutnya, *clientele effect hypothesis* mengisyaratkan bahwa kebijakan pembayaran dividen yang kecil lebih menguntungkan kelompok pemegang saham besar (Allen *et al.*, 2000). Studi empiris telah banyak dilakukan atas *clientele effects hypothesis*, tetapi temuannya masih tetap berupa bauran (Ratnadi *et al.*, 2013).

Pengenaan pajak atas dividen bersifat relatif terhadap *capital gains*, perusahaan mungkin membayar *dividends* untuk mengisyaratkan prospeknya untuk masa yang akan datang. Penjelasan ini dikenal sebagai *information content of dividends or signaling hypothesis*. Menurut model ini, *dividends* berisi informasi dan oleh karenanya dapat digunakan sebagai alat pemberian isyarat untuk mempengaruhi harga saham (Miller dan Rock, 1985). Dukungan untuk *signaling hypothesis* dapat ditemukan dalam Nissim dan Ziv (2001) dan Bali (2003). Peneliti-peneliti lain, menemukan dukungan yang terbatas bahkan menolak hipotesis ini (Conroy *et al.*, 2000, dan Zare *et al.*, 2013).

Keberadaan dari *asymmetry information* antara manajer dan para pemegang saham, berjalan terus sehubungan dengan dipisahkannya antara pemilik perusahaan dan pengelolanya. Kondisi ini merupakan dasar telah dibentuknya suatu penjelasan lain untuk mengapa kebijakan dividen menjadi suatu permasalahan yang pelik (Nizar, 2007). Argumentasi ini adalah berdasarkan pada asumsi bahwa para manajer mungkin berperilaku oportunistik yang ditunjukkan dengan kegiatan-kegiatan yang hanya

memenuhi kepentingan mereka sendiri yang tidak selalu bermanfaat bagi para pemegang saham (Jensen, 1986; Jiraporn dan Ning, 2006; Nizar, 2007).

Teori keagenan menjelaskan bahwa pembayaran dividen tunai dapat mengurangi masalah *information asymmetry*. Dividen berperan sebagai mekanisme untuk mengurangi *cash flow* yang ada di bawah kendali manajemen. Mendorong para manajer untuk lebih sering masuk ke pasar modal di bawah pengawasan yang cermat dari para kreditur (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984). Banyak peneliti telah memberikan dukungan secara empiris terhadap penjelasan keagenan sebagai jawaban atas pertanyaan mengapa perusahaan membayar dividen, di antaranya Rozeff (1982), Jensen, Solberg dan Zorn (1992), dan Holder, Langrehr dan Hexter (1998). Sedangkan, peneliti lainnya seperti Denis dan Sarin (1994), Yoon dan Starks (1995), dan Lie (2000) tidak memberikan dukungan atas pandangan ini.

Kebijakan dividen tunai sangat berkaitan dengan pembentukan struktur modal perusahaan, karena dividen merupakan bentuk pendistribusian laba dari perusahaan kepada pemegang saham (Al-Najjar Basil, 2012). Bagi investor dividen merupakan komponen *return* disamping *capital gain*, sedangkan bagi perusahaan dividen adalah keputusan yang sangat penting karena dapat mensejahterakan pemegang saham, dan diprediksi mempengaruhi nilai perusahaan. Namun, laba ditahan (*retained earnings*) merupakan sumber dana internal terbesar dan terpenting bagi pertumbuhan perusahaan. Literatur keuangan menyarankan bahwa perusahaan hendaknya menetapkan kebijakan dividen yang optimal, yaitu suatu kebijakan dividen yang dapat menciptakan keseimbangan antara pembayaran dividen saat ini dan pertumbuhan perusahaan dimasa

mendatang yang dapat memaksimalkan harga saham (Weston dan Copeland, 2002).

Berkaitan dengan struktur modal, ada dua kerangka teori yang mendasari keputusan sumber pendanaan perusahaan yaitu teori statis (*balancing trade off theory*) dan *pecking order theory*. Teori statis adalah pendanaan berdasarkan struktur modal optimal, yaitu menyeimbangkan manfaat penghematan pajak atas penggunaan utang terhadap biaya kebangkrutan. *Pecking order theory* menjelaskan, sumber pembiayaan perusahaan didasarkan pada urutan preferensi pendanaan dengan risiko terkecil, yaitu *retained earnings*, utang dan penerbitan ekuitas (Myers, 1984). *Pecking order theory* lebih memilih sumber pendanaan internal. Hasil penelitian yang konsisten dengan *pecking order theory* membuktikan bahwa rasio utang berhubungan terbalik dengan profitabilitas (Pao dan Chih, 2005; Tong dan Green, 2005; Chen dan Strange, 2006).

Sumber dana terbaik untuk pembayaran dividen adalah *free cash flows* yang dihasilkan perusahaan. Jensen (1986) mendefinisikan *free cash flows* sebagai kas yang tersisa setelah seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* positif dijalankan perusahaan. Damodaran (2002) mendefinisikan *free cash flow* adalah besarnya kas yang dapat dibayarkan perusahaan kepada pemegang saham setelah dikurangi semua pengeluaran, *reinvestment*, dan pembayaran utang. Namun demikian, *agency theory* mengungkapkan bahwa para manajer mempunyai kecenderungan menggunakan *free cash flows* tersebut untuk pengeluaran yang bersifat oportunistik, sehingga tidak menaikkan nilai perusahaan.

Penelitian ini menguji kembali faktor-faktor yang diprediksi dapat mempengaruhi kebijakan dividen atau *dividend policy*. Faktor-faktor tersebut terbagi dua yaitu: 1). Faktor fundamental yang terdiri dari *firm*

size, *return on equity* dan *leverage*; 2). Faktor non fundamental yang terdiri dari *institutional ownership* dan *board independent*. Penelitian dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang masuk kategori syariah yaitu perusahaan yang sahamnya termasuk dalam *Jakarta Islamic Index* (JII). Dengan demikian, tujuan penelitian ini adalah untuk menjawab beberapa pertanyaan berikut: 1) Apakah *firm size* berpengaruh terhadap *dividend policy*; 2) Apakah *return on equity* berpengaruh terhadap *dividend policy*; 3) Apakah *leverage* berpengaruh terhadap *dividend policy*; 4) Apakah *institutional ownership* berpengaruh terhadap *dividend policy*; 5) Apakah *board independent* berpengaruh terhadap *dividend policy*.

METODE

Hasil penelitian tentang pengaruh ukuran perusahaan (*firm size*) terhadap kebijakan dividen (*dividen policy*) masih simpang siur. Penelitian Zou *et al.* (2008), Ooi (2001), Al-Najjar (2009), Huang *et al.* (2012), dan Imran (2011) serta Hermuningsih (2007) menemukan bkti bahwa variabel *firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan hasil penelitian yang berbeda, yakni ukuran perusahaan berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan ditemukan oleh Jeong (2011), Arif dan Akbar (2013), dan Ahmed dan Javid (2008).

Perusahaan dengan ukuran yang besar cenderung memiliki kemudahan dalam aksesnya menuju pasar modal. Tentu saja hal ini mempengaruhi fleksibilitas perusahaan besar tersebut untuk memperoleh dana dalam jumlah besar. Semakin besar tingkat ukuran perusahaan, maka kemungkinan tingkat pembayaran dividen akan semakin besar pula. Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah:

H₁: *Firm size* berpengaruh positif terhadap *dividend policy*.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam

memperoleh laba, dan laba tersebut akan menjadi acuan pembayaran dividen. Besarnya tingkat laba akan mempengaruhi besarnya tingkat pembayaran dividen kepada pemegang saham. *Return on equity* (ROE) digunakan sebagai alat ukur profitabilitas karena ROE merupakan indikator yang tepat untuk mengukur keberhasilan bisnis yang akan memperkaya pemegang sahamnya (Deitiana, 2009). Penelitian Abdelsalam (2008), Aivazian (2003), Al Najjar (2012), Al Kuwari (2009) serta Yudhanto dan Aisjah (2013) membuktikan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil berbeda yaitu, profitabilitas berpengaruh negatif tidak signifikan ditemukan oleh Prihantoro (2003) dan Islam *et al.* (2012).

Suharli (2007) menyatakan bahwa manajemen akan membayarkan dividen untuk memberikan sinyal keberhasilan perusahaan. Sinyal tersebut menyimpulkan kemampuan perusahaan membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan. Perusahaan yang *profitable* cenderung membayar porsi keuntungannya lebih besar untuk pemyaran dividen. Semakin besar keuntungan yang diperoleh maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Dengan demikian profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayar dividen. Hal tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sugiarto (2008), Marpaung dan Hadianto (2009), dan Suharli (2007) yang terbukti bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen. Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah:

H₂ : *Return on equity* berpengaruh positif terhadap *dividend policy*.

Hasil penelitian tentang pengaruh *leverage* terhadap *dividen policy* sampai saat ini masih simpang siur. Penelitian Hidayat (2013) pada

perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011, menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan negatif terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian Pasadena (2013) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2012, menemukan *leverage* dan *firm size* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Penelitian Rahmanita (2013) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2012 membuktikan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Pembayaran dividen dapat memaksa manajer mencari sumber pendanaan baru yang bersifat eksternal, diantaranya adalah dengan menggunakan utang (Crutchley dan Hansen, 1989). Walaupun tidak menimbulkan utang baru, dividen dibayar melalui laba bersih yang ada di dalam perusahaan sehingga mengurangi laba ditahan dan akhirnya ekuitas perusahaan. Pembayaran dividen tinggi berarti perusahaan akan lebih banyak menggunakan *debt* untuk membiayai investasinya, untuk menjaga struktur modal optimalnya (Emery dan Finnerty, 1997). Hasil akhir yang diperoleh sama yaitu peningkatan proporsi utang dalam struktur modal perusahaan (Easterbrook, 1984). Dengan demikian hipotesis yang diajukan adalah:

H₃ : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *dividend policy*

Pengaruh *Institutional Ownership* terhadap *Dividend Policy*

Hasil studi Shleifer dan Vishny (1986) dan Allen et al. (2000) menunjukkan bahwa investor institusional lebih menyukai untuk memiliki saham-saham dari perusahaan yang membuat pembayaran dividen secara reguler. Sejalan dengan itu, hasil penelitian lainnya, seperti Han, Lee dan Suk (1999); Crutchley et al. (1999); Tandelilin dan Wilberforce (2002)

membuktikan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen. Temuan itu konsisten dengan Moh'd et al. (1995) yang membuktikan bahwa dividen tinggi adalah cara untuk menarik dan mengkompensasikan lembaga atas peran pengawasan mereka.

Hasil penelitian Imam dan Malik (2007) di Dhaka Stock Exchange menggunakan data tahun 2000-2003, menyimpulkan bahwa perusahaan-perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi dan perusahaan-perusahaan dengan kepemilikan yang terkonsentrasi, mereka membayar dividen (*dividend payout ratio*) yang tinggi pula. Dengan demikian, berdasarkan telaah pustaka yang telah diuraikan di atas, maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₄: *Institutional ownership* berpengaruh positif terhadap *dividend policy*

Penelitian Brunarski et al. (2004) membuktikan bahwa perusahaan yang meningkatkan dividen reguler secara signifikan adalah perusahaan yang memiliki proporsi anggota independen yang besar dalam dewan komisarisnya. Bukti lain yang ditemukan Brunarski et al. (2004) mendukung gagasan bahwa perusahaan dengan *agency costs* yang besar, lebih memungkinkan untuk membayar dividen khusus. Sedangkan perusahaan-perusahaan dengan *agency costs* yang lebih rendah adalah lebih memungkinkan untuk meningkatkan dividen reguler mereka.

Kowalewski et al. (2007) berpendapat bahwa *dividend* ditentukan oleh kekuatan *corporate governance*. Jiraporn dan Ning (2006) menemukan bukti yang konsisten dengan *substitution hypothesis* (La Porta et al., 2000) yang berpendapat bahwa perusahaan dengan hak-hak pemegang saham yang lemah membutuhkan suatu reputasi bukan untuk mengeksploitasi para pemegang saham. Jadi, perusahaan-perusahaan

itu membayar *dividends* lebih bermurah hati daripada yang dilakukan perusahaan-perusahaan dengan hak-hak pemegang saham yang kuat, atau, *dividends* merupakan substitusi untuk hak-hak pemegang saham.

Namun demikian, *firm life cycle theory* menjelaskan bahwa perusahaan pada tahap *growth* mempunyai kesempatan investasi yang tinggi, sehingga cenderung mempertahankan laba (*retained earnings*) daripada membayarkannya dalam bentuk dividen (Bulan dan Yan, 2009). Dengan demikian, ketika perusahaan sedang tumbuh dan mempunyai porsi anggota independen yang lebih besar dalam dewan komisaris-nya, maka cenderung menghentikan atau mengurangi pembayaran dividennya. Berdasarkan telaah pustaka tersebut hipotesis yang diajukan adalah:

H₅: *Board independent* berpengaruh negatif terhadap *dividend policy*.

Penelitian ini menurut tingkat eksplanasinya termasuk dalam penelitian kausalitas, karena dilakukan untuk menguji hipotesis tentang hubungan kausalitas antar satu atau beberapa variabel dengan satu atau beberapa variabel lainnya (Sugiono, 2006). Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang masuk dalam kategori *Jakarta Islamic Index* (JII) antara tahun 2004-2012. Daftar perusahaan JII yang digunakan adalah terbitan semester dua untuk setiap tahunnya, sehingga data yang digunakan merujuk pada laporan keuangan akhir tahun. Dengan demilian diperoleh sebanyak 270 pasang data perusahaan.

Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*, dengan kriteria bahwa perusahaan: (1) Menerbitkan laporan keuangan tahun 2004-2012; (2) Memiliki data laporan keuangan lengkap selama periode yang diamati; (3) Memiliki anggota independen

dalam dewan komisarisnya. Berdasarkan pada kriteria tersebut diperoleh sebesar 255 pasang data sampel perusahaan.

Teknik analisis data yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah *logistic regression*. Menurut Ghozali (2006) regresi logistik cocok digunakan untuk penelitian yang variabel dependennya bersifat kategorikal serta memiliki variabel kombinasi antara metrik dan non metrik seperti halnya dalam penelitian ini.

Regresi logistik mempunyai kelebihan dibanding regresi biasa, yaitu dapat memprediksi besarnya probabilitas atas suatu peristiwa. Teknik analisis ini tidak memerlukan lagi uji normalitas (Ghozali, 2006). Dengan demikian, persamaan *logistic regression* untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} & \text{Ln} \left(\frac{P}{P-1} \right) \\ & = \beta_0 + \beta_1 \text{LEV} + \beta_2 \text{ROE} \\ & + \beta_3 \text{SIZE} + \beta_4 \text{INWN} + \beta_5 \text{BIND} \\ & + \varepsilon \dots \dots \dots (1) \end{aligned}$$

Dimana:

$\text{Ln} (P/P-1)$
= P adalah probabilitas kejadian dari variabel dependen (DIV).

P=1: Dividen (DIV) dibagikan; P= 0: Dividen (DIV) tidak dibagikan.

β_0 = Nilai Konstanta

$\beta_1 - \beta_5$ = Koefisien Regresi

Variabel Independen

LEV = Leverage

ROE = Return On Equity

SIZE = Firm Size

INWN = Intitutional

Ownership

BIND = Board Independdent

Variabel dependen dalam penelitian ini merupakan variabel kualitatif, yaitu keputusan pembagian deviden. Menurut Suliyanto (2011) variabel kualitatif merupakan variabel yang dinyatakan dalam

bentuk pernyataan atau *judgement*. Untuk mengkuantitatifkan variabel ini dilakukan dengan membangun variabel buatan (*dummy/binary variable*) yang mengambil nilai 1 dan 0, dimana nilai 1 menunjukkan kehadiran (*presence*) variabel tersebut, yakni dividen dibagikan kepada pemegang saham. Sedangkan 0 menunjukkan ketidakhadiran (*absence*) variabel tersebut, yakni dividen tidak dibagikan kepada pemegang saham.

Variabel independen dalam penelitian ini merupakan variabel kuantitatif, yaitu suatu variabel yang diukur dengan angka-angka yang menunjukkan besarnya nilai variabel yang diteliti. Variabel independen dalam penelitian ini berupa faktor fundamental perusahaan yang terdiri dari ukuran perusahaan (*firm size*); struktur modal (*leverage*); dan profitabilitas (*return on equity*). Faktor non fundamental perusahaan yang terdiri dari kepemilikan saham oleh institusi lain (*institutional ownership*); dan anggota dewan komisaris independen (*board independent*).

Ukuran perusahaan (*firm size*) dalam penelitian ini diprediksi akan berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Ukuran perusahaan dalam penelitian ini diproksi dengan variabel *total asset* tepatnya $\ln Total Asset$. Beberapa penelitian seperti: Jiraporn dan Ning (2006), Denis dan Osobov (2007), Silveira (2007), Amidu (2007), Kowalewski *et al.* (2007) menggunakan proksi $\ln (Total Asset)$ untuk ukuran perusahaan.

Leverage merupakan ukuran (proporsi) dari penggunaan total utang untuk membiayai seluruh investasi perusahaan. Beberapa peneliti seperti: Zhou dan Ruland (2006), Faulkender *et al.* (2006), Kowalewski *et al.* (2007), Renneboog dan Szilagyi (2007), Li dan Zhao (2007) menggunakan *leverage* (LEV) sebagai proksi dari struktur modal perusahaan. Nilai variabel *leverage* (LEV) dihitung dengan menggunakan rumus, sebagai berikut:

$$LEV = \frac{Total\ Debt}{Total\ Asset} \times 100\% \dots \dots \dots (2)$$

Profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dengan menggunakan seluruh modal internal perusahaan. Proksi dari profitabilitas untuk penelitian ini adalah *return on equity*, sebagaimana telah digunakan oleh beberapa penelitian sebelumnya, yaitu: Amidu (2007), Denis dan Osobov (2007); Al-Malkawi (2007), Bhattacharya (2009), Widyanti (2014). Nilai variabel *return on equity* (ROE) dihitung menggunakan rumus:

$$ROE = \frac{Earnings\ After\ Tax}{Total\ Equity} \times 100\% \dots \dots (3)$$

Institutional ownership sering disebut sebagai investor yang canggih (*sophisticated*) dan diprediksi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kepemilikan institusional diukur menggunakan indikator persentase jumlah saham yang dimiliki institusi dari seluruh saham yang beredar, sebagaimana telah digunakan beberapa penelitian sebelumnya, yaitu: Li dan Zhao (2008); Lee (2008); Darwis (2009) dan Abbasi, *et al* (2012). Nilai variabel *Institutional Ownership* (INWN), dihitung menggunakan rumus :

$$INWN = \frac{Jumlah\ Lembar\ Saham\ Yang\ Dimiliki\ Institusi}{Jumlah\ Seluruh\ Saham\ Yang\ Beredar} \times 100\% \dots \dots (4)$$

Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG, 2004) menjelaskan bahwa komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali. Proporsi dewan komisaris independen diukur menggunakan indikator persentase anggota dewan komisaris dari luar perusahaan atas seluruh ukuran anggota dewan komisaris, sebagaimana digunakan oleh beberapa penelitian sebelumnya seperti: Garg

(2007); Pathan *et al.* (2007); Javed dan Iqbal (2007). Nilai variabel *boards independent* (BIND) dihitung menggunakan rumus:

$$BIND = \frac{\text{Jumlah Anggota Dewan Komisaris Independen}}{\text{Jumlah Seluruh Anggota Dewan Komisaris}} \times 100\% \dots (5)$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan pada hasil analisis statistik menggunakan *logistic regression*, berikut disajikan Tabel 1: Beginning Block -Iteration History dan Tabel 2: Block 1: Method = Enter Iteration History.

Tabel 1
Block 0: Beginning Block - Iteration History^{a,b,c}

Iteration		-2 Log likelihood	Coefficients Constant
Step 0	1	353,313	,055
	2	353,313	,055

Sumber: hasil analisis *logistic regression*.

Tabel 2
Block 1: Method = Enter - Iteration History^{a,b,c,d}

Iteration		-2 Log likelihood		Coefficients				
		likelihood	Constant	LEV	ROE	SIZE	INWN	BIND
Step 1	1	319,405	-4,210	-,664	,026	,621	,770	-2,049
	2	318,410	-4,731	-,653	,033	,688	,816	-2,358
	3	318,403	-4,764	-,648	,034	,692	,817	-2,384
	4	318,403	-4,765	-,648	,034	,692	,817	-2,385

Sumber: hasil analisis *logistic regression*

Tabel 1 dan Tabel 2 di atas menunjukkan bahwa adanya penurunan yang signifikan dari -2 Log likelihood Block 0: Beginning Block ke -2 Log likelihood Block 1: Method = Enter. Model *logistic regression* yang baik adalah model

logistic yang mengalami penurunan *likelihood ratio* yang signifikan dari *likelihood ratio* model regresi *logistic block 0* ke *likelihood ratio* model regresi *logistic block 1*. Hasil *omnibus tests of model coefficients* disajikan pada Tabel 3 berikut ini:

Tabel 3
Omnibus Tests of Model Coefficients

Omnibus Tests of Model Coefficients				
		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	34,850	5	,000
	Block	34,850	5	,000
	Model	34,850	5	,000

Sumber: hasil analisis *logistic regression*.

Berdasarkan Tabel *Omnibus Tests of Model Coefficients* terlihat bahwa

terjadi penurunan *likelihood ratio* sebesar 34,850 dari *likelihood ratio*

model regresi logistic block 0 ke *likelihood ratio* model regresi *logistic block 1*. Penurunan *likelihood ratio* tersebut sangat signifikan.

Selanjutnya, *model summary* dari hasil pengujian *regresi logistic block 1* disajikan pada Tabel 4 berikut.

Tabel 4
Model Summary

Model Summary			
Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	318,462 ^a	,178	,270

Sumber: hasil analisis *logistic regression*.

Tabel 4 di atas memperlihatkan bahwa nilai *Nagelkerke R Square model regresi logistic block 1* adalah sebesar 27%. Nilai *nagelkerke R square* tersebut menunjukkan bahwa variasi yang terjadi pada variabel dependen dapat dijelaskan sebesar 27% oleh variasi dari variabel independen. Sedangkan sisanya sebesar 73% dijelaskan oleh

variasi berbagai factor di luar model yang dianalisis.

Kemampuan prediksi dari model regresi logistik dalam penelitian ini dijelaskan dalam angka-angka yang disajikan pada *classification table*. Hasil analisis *Classification Table* model regresi logistic block 1 untuk penelitian ini disajikan pada Tabel 5.

Tabel 5
Classification Table

Observed	Predicted			Percentage Correct
	DIV			
	0,00	1,00		
Step 0 DIV 0,00	0	124		0,0
1,00	0	131		100,0
Overall Percentage				61,4

Sumber: hasil analisis *logistic regression*.

Output classification table menjelaskan bahwa persentase variabel yang diprediksi sebesar 61,4%. Berarti model dapat dikatakan baik dan dari perbandingan antara kedua nilai mengindikasikan tidak terdapat masalah *homoskedastisitas*.

Selanjutnya, Tabel 6 di bawah ini menyajikan *output variables in equation*, dan terlihat bahwa nilai signifikansi yang diperoleh adalah 0,661 ($P \geq 0,05$) berarti model signifikan. Dengan demikian menolak H_0 dan menerima H_1 .

Tabel 6
Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 0 Constant	,055	,125	,192	1	,661	1,056

Sumber: hasil analisis *logistic regression*.

Hasil regresi logistik yang akan digunakan untuk menolak atau menerima hipotesis penelitian adalah koefisien dan signifikansi yang ada pada *variables in the equation* pada

model regresi logistik bagian block 1. Selanjutnya Tabel 7 berikut menyajikan *variables in the equation* yang dimaksud.

Tabel 7
Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a LEV	-,618	,762	,657	1	,418	,539
ROE	,034	,009	13,099	1	,000	1,035
SIZE	,629	,286	4,829	1	,028	1,877
INWN	,786	1,031	,581	1	,446	2,195
BIND	-2,673	1,322	4,092	1	,043	,069
Constant	-4,217	2,138	3,890	1	,049	,015

Sumber: hasil analisis *logistic regression*.

Berdasarkan pada *variables in the equation* sebagaimana tercantum pada Tabel 7 di atas, selanjutnya dapat disusun persamaan (6) hasil analisis *logistic regression* untuk penelitian ini, sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \ln(P/P-1) = & -4,217 - 0,618 \\ & \text{LEV} + 0,034 \text{ ROE} + 0,629 \text{ SIZE} + \\ & 0,786 \text{ INWN} \\ & \text{Sig.} \quad (0,049) \\ (0,418) \quad & (0,000) \quad (0,028) \\ (0,446) & \\ & - 2,673 \text{ BIND} \\ \dots\dots\dots & \\ \dots\dots\dots (6) & \\ & \text{Sig.} \quad (0,043) \end{aligned}$$

Pembahasan. Persamaan (6) menunjukkan nilai konstanta yang diperoleh -4,217 dan signifikan, karena mempunyai nilai *sig.* 0,049. Dengan demikian, apabila seluruh koefisien variabel independen adalah nol maka pembayaran dividen adalah -4,217. Persamaan (6) juga

memperlihatkan bahwa pengaruh *firm size* terhadap *dividend policy* mempunyai nilai koefisien regresi logistik sebesar +0,629 dengan nilai *sig.* 0,028 atau signifikan. Hasil analisis ini menunjukkan bahwa semakin besar *firm size* maka akan semakin besar pula probabilitas perusahaan untuk membayar dividen kepada pemegang saham. Dengan demikian H₁ yang menyatakan bahwa *firm size* berpengaruh positif terhadap *dividend policy*, **dapat diterima**. Temuan penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Al-Najjar (2009); Huang *et al.* (2012); dan Imran (2011). Namun, temuan penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian Jeong (2011); dan Arif dan Akbar (2013) yang membuktikan bahwa *firm size* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *dividend policy*.

Berdasarkan pada persamaan (6) dapat diketahui bahwa pengaruh *return on equity* terhadap *dividend policy* mempunyai nilai koefisien regresi logistik sebesar +0,034 dengan nilai *sig.* 0,000 atau

sangat signifikan. Hasil analisis ini menunjukkan bahwa semakin besar *return on equity* maka akan semakin besar pula probabilitas perusahaan untuk membayar dividen kepada pemegang saham. Dengan demikian H_2 yang menyatakan bahwa *return on equity* berpengaruh positif terhadap *dividend policy*, **dapat diterima**. Temuan penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Abdelsalam (2008); Al Najjar (2009); Al Kuwari (2009); serta Yudhanto dan Aisjah (2013). Namun, temuan penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian Prihantoro (2003) yang membuktikan bahwa profitabilitas tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan pada persamaan (6) dapat diketahui bahwa pengaruh *leverage* terhadap *dividend policy* mempunyai nilai koefisien regresi logistik sebesar $-0,618$ dengan nilai *sig.* $0,418$ atau tidak signifikan. Hasil analisis ini menunjukkan bahwa ada kecenderungan semakin besar *leverage* perusahaan maka akan semakin kecil probabilitas perusahaan untuk membayar dividen kepada pemegang saham. Dengan demikian H_3 yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap *dividend policy*, **ditolak**. Temuan penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Pasadena (2013) yang menemukan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap *dividend policy*. Namun, temuan penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian Hidayat (2013) dan Rahmanita (2013) yang membuktikan bahwa *leverage* tidak mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

Persamaan (6) menunjukkan bahwa pengaruh *institutional ownership* terhadap *dividend policy* mempunyai nilai koefisien regresi logistik sebesar $+0,786$ dengan nilai *sig.* $0,446$ atau tidak signifikan. Hasil analisis ini menunjukkan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan saham institusional maka cenderung semakin besar probabilitas

perusahaan untuk membayar dividen, tetapi kecenderungan ini tidak representatif terhadap populasinya. Dengan demikian H_4 yang menyatakan bahwa *institutional ownership* berpengaruh positif terhadap *dividend policy*, **tidak dapat diterima atau ditolak**. Temuan penelitian ini tidak cukup menemukan bukti untuk mendukung hasil penelitian Crutchley *et al.* (1999); Imam dan Malik (2007); serta Tandelilin dan Wilberforce (2002) yang membuktikan bahwa *institutional ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend policy*.

Berdasarkan pada persamaan (6) dapat diketahui bahwa pengaruh *board independent* terhadap *dividend policy* mempunyai nilai koefisien regresi logistik sebesar $-2,673$ dengan nilai *sig.* $0,043$ atau signifikan pada $\alpha = 0,05$. Hasil analisis ini menunjukkan bahwa ada kecenderungan semakin besar proporsi anggota dewan komisaris independen maka akan semakin kecil probabilitas perusahaan untuk membayar dividen kepada pemegang saham. Dengan demikian H_5 yang menyatakan bahwa *board independent* berpengaruh negatif terhadap *dividend policy*, **dapat diterima**. Temuan penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Brunarski *et al.* (2004); Jiraporn dan Ning (2006); dan Kowalewski *et al.* (2007) yang membuktikan bahwa bahwa perusahaan yang meningkatkan dividen reguler secara signifikan adalah perusahaan yang memiliki proporsi anggota independen yang besar dalam dewan komisarisnya.

Justifikasi terhadap hasil penelitian ini dapat dilakukan dengan merujuk pada penjelasan teori siklus hidup perusahaan. *Firm life cycle theory* menjelaskan bahwa perusahaan yang tumbuh belum atau tidak membayar dividen kepada pemegang saham. DeAngelo *et al.* (2006) menjelaskan bahwa perusahaan pada tahapan *growth* mempunyai kesempatan investasi

yang tinggi, sehingga cenderung mempertahankan laba daripada membayarkannya dalam bentuk dividen. Bulan dan Yan (2009) membuktikan bahwa perusahaan yang tumbuh memiliki kebutuhan yang besar terhadap pendanaan eksternal dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan pada tahap *maturity*. Dengan demikian dapat dijelaskan bahwa perusahaan pada tahapan *growth* dan mempunyai proporsi anggota independen dalam dewan komisarisnya tidak atau belum membayar dividen kepada pemegang sahamnya.

SIMPULAN

Hasil penelitian membuktikan bahwa kebijakan pembayaran dividen secara positif sangat dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan dalam mencapai profitabilitas yang diproksi dengan *return on equity*. Kebijakan pembayaran dividen juga secara positif sangat ditentukan oleh ukuran perusahaan (*firm size*) yang diproksi dengan *total asset*, karena *firm size* yang besar dimiliki oleh perusahaan-perusahaan yang telah mencapai tahapan *maturity*, dan menunjukkan kekayaannya serta aset-aset yang dimilikinya itu digunakan secara produktif.

Temuan yang berbeda dari penelitian ini adalah terbuktinya bahwa kebijakan pembayaran dividen dipengaruhi secara negatif dan signifikan oleh besarnya proporsi anggota dewan komisaris independen. Justifikasi logis untuk hasil penelitian ini adalah dengan merujuk pada penjelasan *firm life cycle theory*. *Firm life cycle theory* menjelaskan bahwa perusahaan pada tahapan *growth* dan memiliki proporsi *board independent* yang relatif besar mempunyai kesempatan investasi yang tinggi, sehingga cenderung mempertahankan laba daripada membayarkannya dalam bentuk dividen.

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa pengaruh *leverage* dan *institutional ownership* terhadap *dividend policy* mempunyai

arah yang sesuai dengan pernyataan hipotesis. Yaitu *leverage* mempunyai koefisien regresi logistik negatif, dan *institutional ownership* mempunyai koefisien regresi logistik positif. Namun demikian tidak cukup bukti untuk menerima kedua hipotesis itu, karena pengaruhnya tidak signifikan.

Hasil penelitian ini disarankan kepada manajer bahwa kebijakan pembayaran dividen hendaknya dijalankan ketika perusahaan telah mencapai tingkat profitabilitas yang tinggi, baik untuk saat ini maupun prediksinya ke depan. Biasanya kondisi ini dicapai ketika perusahaan telah mencapai tahapan *maturity* dalam siklus kehidupannya, yang ditunjukkan dengan besarnya aset yang dimiliki dan peluang investasi yang sudah rendah atau kecil.

Hasil penelitian ini juga disarankan kepada investor atau calon investor yang membutuhkan *return* dari investasinya dalam bentuk dividen tunai. Para investor atau calon investor tersebut hendaknya menginvestasikan dananya pada perusahaan-perusahaan yang *profitable* dan perusahaan-perusahaan yang telah mencapai tahapan *maturity* dalam siklus kehidupannya, yang ditunjukkan dengan besarnya kekayaan atau aset yang dimiliki.

DAFTAR PUSTAKA

- Abbasi, M., E. Kalantari, dan H. Abbasi. 2012. Impact of Corporate Governance Mechanism on Firm Value: Evidence From The Food Industry in Iran. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2(5): 4712-4721.
- Abdelsalam, Omneya; Ahmed El-Masry dan Sabri Elsegini. 2008. Board composition, ownership structure, and dividends policies in emerging

- market. *Managerial Finance*. 34(12): 953-964.
- Ahmed, H. dan Javid, A. Y. 2008. Dynamic And Determinants Of Dividend Policy In Pakistan (evidence from Karachi Stock Exchange non-financial listed firm). *Munich Personal Repec Archive*. 37342.
- Aivazian, V., L. Booth, dan S. Cleary. 2003. Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From U.S. Firms?. *The Journal Of Financial Research*. 26(3): 371-387.
- Al-Kuwari, D. 2009. Determinants Of The Dividend Policy in Emerging Stock Exchanges: The Case Of GCC Countries. *Global Economy and Finance Journal*. 2(2): 38-63.
- Allen F., A. Bernardo, dan I. Welch. 2000. A theory of dividends based on tax clienteles. *Journal of Finance*. 55. (3): 2499-2536.
- Allen, F., dan D. Gale. 2000. Diversity of Opinion and Financing of New Technologies. *Journal of Financial Intermediation*. 8 (3): 68-89.
- Al-Najjar, B. 2012. The inter-relationship between capital structure and dividend policy: empirical evidence from Jordanian data. *International Review of Applied Economics*. 25 (2): 209-224.
- Alzomaia. S. F., T. Al-Khadhiri, Ahmed. 2013. Determination of Dividend Policy: The Evidence from Saudi Arabia. *International Journal of Business and Social Science*. 4 (1): 181-192.
- Amihud, Y. dan K. Li. 2006. The Declining Information Content of Dividend Announcements and the Effect of Institutional Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 41 (2): 637-660.
- Arif, A. dan F. Akbar. 2013. Determinants Of Dividend Policy: A Sektoral Analysis From Pakistan. *International Journal Of Business and Behavioral Sciences*. 3(9): 16-33.
- Arshad, Z., A. Yasir, A. Maryam, dan M. Usman. 2013. Ownership structure and dividend policy. *Interdisciplinary Journal Of Contemporary Research In Business*. 5 (3): 48-61 .
- Bali, R. 2003. An Empirical Analysis of Stock Returns Around Dividend Changes. *Applied Economics*. 35 (2): 51-61.
- Barclay, M. J., dan C. W. Smith, Jr. 1988. Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases. *Journal of Financial Economics*. 22 (3): 61-82.
- Bhattacharya, S. 2009. Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy. *The Bell Journal of Economics*. 10 (1): 259-270.
- Black F. dan M. Scholes. 1974. The effects of dividend-yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*. 1 (1): 1-22.
- Brennan, M. 1970. Taxes, Market Valuation dan Corporate Financial Policy. *National Tax Journal*. 3 (5): 417-427.
- Borokhovich, K., A. R. Brunaski, Y. Harman, dan J. B. Kehr. 2005. Dividend, Corporate Monitor and Agency Cost. *The*

- Financial Review* . 40 (2): 37-65.
- Bulan, L.T dan Z. Yan. 2009. *The Pecking Order Theory and the Firm's Life Cycle*. Forthcoming, Banking and Finance Letters. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1347430> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1347430>.
- Chen, C.R., W. Guo, dan V. Mande. 2006. Corporate Value, Manajerial Stockholdings and Invesment of Japanese Firms. *Journal of International Financial Management and Accounting*. 17 (1): 29-51.
- Conroy, R. M., Eades, K. M. and Harris, R. S. 2000. "A Test of the Relative Pricing Effects of Dividends and Earnings: Evidence from Simultaneous Announcements in Japan". *Journal of Finance*, Vol. 55 No. 3, pp. 1199-1227.
- Crutchley, C., dan R. Hansen. 1989. A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends. *Financial Management*. 18 (winter): 36-46.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons.
- Darwis. 2009. Corporate Governance Terhadap Kinerja Keuangan. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*. 13 (3): 418-430.
- Denis, D. dan A. Sarin. 1994. The information content of dividend changes: Cash flow signaling, overinvestment, and dividend clientele. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 29 (2): 567-587.
- Denis, D. J., dan E. Osobov. 2007. Why Do Firm's Pay Dividends ? International Evidence on The Determinants of Dividend Policy. *Electronic copy available at: http://ssrn.com/abstract=887643*.
- Deitiana, T. 2009. Faktor-Faktor yang mempengaruhi Kebijakan Pembayaran Dividen Kas, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. 1(1): 57-64.
- Easterbrook, F. H. 1984. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review*. 74 (2): 650-659.
- Emery, D. R., dan J. D. Finnerty. 1997. *Corporate Financial Management*, International Edition, New Jersey: Prentice Hall.
- Faulkender, M., dan M. A. Petersen. 2006. Does the source of capital affect capital structure? *Review of Financial Studies*. 19 (1): 45-79.
- Garg, A. K. 2007. Influence of Board Size and Independence on Firm Performance: A Study of Indian Companies. *Vikalpa: The Journal for Decision Makers*. 32 (2): 39-60.
- Ghozali, I. 2006. *Model Persamaan Struktural, Konsep dan Aplikasi dengan Program Amos Ver.5.0*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gordon, M.J. 1963. *Optimal Investment and Financing Policy*. *Journal of Finance*. 43 (2): 264-272.
- Han, K. C., S. H. Lee, dan D.Y. Suk. 1999. Institutional

- Shareholders and Dividends. *Journal of Financial and Strategic Decision*. 12 (Spring): 53-62.
- Hermuningsih, S. 2007. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan yang Go Public di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Pendidikan*. 4(2): 47-62.
- Hidayat, A. H. 2013. Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Growth dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011, Skripsi, Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya. Palembang.
- Holder, E. M., Langrehr, W. F., dan L. J. Hexter. 1998. Dividend Policy Determinants: An Investigations of Influence of stakeholder Theory. *Financial Management*. 27 (3): 73-82.
- Huang, Y., C. Anlin, dan K. Lanfeng. 2012. Corporate governance in Taiwan: The nonmonotonic relationship between family ownership and dividend policy. *Asia Pac J Manag*. 29 (2): 39-58.
- Imam, M. O., dan M. Mahfuja . 2007. Firm Performance and Corporate Governance Through Ownership Structure: Evidence from Bangladesh Stock Market. *International Review of Business Research Papers*. 3 (4): 88-110.
- Imran, K. 2011. Determinants Of Dividend Policy: A Case Of Engineering Sektor. *The Romanian Economic Journal*. 14(41): 47-60.
- Islam, T., M. Aamir, A. Ahmad dan M. Saeed. 2012. Determinants and Motivators Of Dividend Policy: A Study Of Cement Industry Of Pakistan. *Mediterranean Journal Of Social Sciences*. 3(2): 103-108.
- Javed, A. Y., dan R. Iqbal. 2007. Relationship between Corporate Governance Indicators and Firm Value: A Case Study of Karachi Stock Exchange. *MPRA Paper*. No. 2225, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/2225>.
- Jensen, M. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*. 76 (1): 23-329.
- Jensen, G. R., D. P. Solberg, dan T. S. Zorn. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 27 (1): 274-263.
- Jeong, J. 2011. An Investigation of Dynamic Dividend Behaviour In Korea. *International Business & Economic Research Journal*. 10 (6): 21-31.
- Jiraporn, P., dan Y. Ning. 2006. Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance. *Journal of Applied Finance – Fall/winter 2006*.
- La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, dan R. Vishny. 2000. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*. 58 (1-2): 3-27.
- Lee, S. 2008. Ownership Structure and Financial Performance: Evidence from Panel Data of South Korea. *Working Paper*,

- No: 2008-17. University of Utah.
- Lie, E. 2000. Excess Funds and Agency Problems: An Empirical Study of Incremental Cash Disbursements. *Review of Financial Studies*. 13 (1): 219-248.
- Li, K. dan X. Zhao. 2008. Asymmetric Information and Dividend Policy. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=960974>.
- Litzenberger, R., dan K. Ramaswamy. 1979. The effects of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence. *Journal of Financial Economics*. 7 (1): 163-195.
- Long, J. B., Jr. 1978. The Market Valuation of Cash Dividends: Case to Consider. *Journal of Financial Economics*. 6 (1): 235-264.
- Kowalewski, O., I. Stetsyuk, dan O. Talavera. 2007. Corporate Governance and Dividend Policy in Poland. *Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=986111>. *JEL Classification Codes: G30, G32, G35*.*
- Marpaung, E. I. dan B. Hadianto. 2009. Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen: Studi Empirik pada Emiten Pembentuk Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Akuntansi*. 1 (1): 70-84.
- Miller, M. H., dan F. Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*. 34 (1): 411-433.
- Miller, M., dan M. Scholes. 1978. Dividends And Taxes. *Journal of Financial Economics*. 6 (1): 333-264.
- Miller, M., dan M. Scholes. 1982. Dividends and taxes: empirical evidence. *Journal of Political Economy* 90 (1): 1118-1141.
- Miller, M., dan K. Rock. 1985. Dividend Policy under Asymmetric Information". *Journal of Finance*. 40 (1): 1031-1051.
- Moh'd, M. A., L. G. Perry, dan J. N. Rimbey. 1995. An Investigation of the Dynamic Association between Agency Theory and Dividend Policy. *The Financial Review*. 30 (2): 367-385.
- Morgan, G., dan S. Thomas. 1998. Taxes, Dividend Yields and Returns in the UK Equity Market. *Journal of Banking and Finance*. 22 (1): 405-423.
- Naceur, S. B., M. Goaid, dan A. Belanes. 2006. On The Determinants And Dynamics Of Dividend Policy. *International Review of Finance*. 6 (1-2): 1-23.
- Nissim, D., dan A. Ziv. 2001. Dividend changes and future profitability. *Journal of Finance*. 56 (1): 2111-2133.
- Nizar, Al-Malkawi, Husam-Aldin. 2007. Determinants of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of the Tobit Model. *Journal of Economic & Administrative Sciences*. 23 (2): 44-70.
- Ooi, J. T. L. 2001. Dividen Payout Characteristic of U.K. Property Companies. *Journal of Real Estate Portofolio Management*. 7(2): 133-142.

- Pathan, S., M. Skully, dan J. Wickramanayake. 2007. Board Size, Independence and Performance: An Analysis of Thai Banks. *Asia-Pacific Financial Markets*. 14 (3): 211-227.
- Pao, H. T., dan Y. Y. Chih. 2005. Comparison of Linear and Nonlinear Models for Panel Data Forecasting: Debt Policy in Taiwan. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*. 8 (3): 525-541.
- Renneboog, L., dan P. G. Szilagyi. 2007. How relevant is dividend policy under low shareholder protection? *Discussion Paper No. 2006-73, ISSN : 0924-7815. Tilburg University*.
- Pasadena, P. R. 2013. Pengaruh Likuiditas, Leverage, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah, Jakarta.
- Poterba, J., dan S. Lawrence. 1985. The economic effects of dividend taxation, in Edward Altman and Marti Subramanyam. eds.: *Recent Advances in Corporate Finance* (Homewood, IL: Richard D. Irwin Publishers).
- Prihantoro. 2003. Estimasi Pengaruh Dividen *Payout Ratio* Pada Perusahaan Publik Di Indonesia. *Jurnal Ekonomi & Bisnis*. 8 (1): 7-14.
- Rahmanita, A. 2012. Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2012. *Skripsi*. Fakultas Ekonomi Universitas Pandanaran. Semarang.
- Ratnadi, D. N. M., T. Sutrisno, A. M. Mulawarman, dan A. Dedi. 2013. The Effect of Shareholders' Conflict over Dividend Policy on Accounting Conservatism: Evidence from Public Firms in Indonesia. *Research Journal of Finance and Accounting*. 4 (6): 43-58..
- Rozeff, M.S. 1982. Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*. 5 (1): 249-259.
- Shleifer, A., dan R.W. Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*. 52 (2): 737-783.
- Silveira, A. M. D., dan L. A. B. Barros. 2007. Corporate Governance Quality and Firm Value in Brazil. *Working Paper*, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=923310.
- Sterk, W. E., dan P. A. Vandenberg. 1990. The market valuation of cash dividends and the tax differential theory of dividend policy: a case revisited. *Financial Review*. 25 (1): 441-445.
- Sugiarto. 2008. Kebijakan Dividend Perusahaan-Perusahaan Terbuka Non Keuangan Yang Dikontrol Keluarga. *Akuntabilitas*. 7 (2): 135-149.
- Sugiyono. 2006. *Metode Penelitian Bisnis, Edisi Kesembilan*. Penerbit ALFABETA, Bandung.
- Suharli, M. 2007. Pengaruh Profitability dan Investment

- Oppurtunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*. 9 (1): 9-17.
- Suliyanto. 2011. *Ekonometrika Terapan: Teori dan Aplikasi dengan SPSS*. Yogyakarta: Andi.
- Tandelilin, E., dan T. Wilberforce. 2002. Can Debt and Dividend Policies Substitute Insider Ownership in Controlling Equity Agency Conflict?. *Gadjah Mada International Journal of Business*, January. 1 (1): 31-43.
- Tong, G., dan C. J. Green. 2005. Pecking Order or Trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies. *Applied Economics* 37 (1): 2179-2189.
- Uwuigbe, U., J. Jimoh, dan A. Anijesushola. 2012. Dividend Policy And Firm Performance: A Study Of Listed Firms In Nigeria. *Accounting and Management Information Systems*. 11 (3): 442-454.
- Weston dan Copeland, 2002, *Manajemen Keuangan, jilid 1, alih bahasa Jaka Wasana, Kirbrandoko, cetakan ketujuh*. Penerbit Erlangga. Jakarta.
- Widyanti, R. A. 2014. Pengaruh Profitabilitas, *Dividend Payout Ratio*, Dan *Corporate Social Responsibility* Terhadap Nilai Perusahaan Sektor Manufaktur. *Jurnal Ilmu Manajemen*. 2 (3): 1048-1057.
- Yoon, P., dan L. Starks. 1995. Signaling, investment opportunities, and dividend announcements. *Review of Financial Studies*. 8 (4): 995-1018.
- Yudhanto, S., dan S. Aisjah. 2013. Pengaruh Net Profit Margin, Return On Asset, Return On Equity, Earning Per Share Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB*.
- Zare, R., M., Javad, dan V. Hashem. 2013. Dividend Policy And Information Asymmetry From The Signaling Perspective. *Journal Homepage: [Http://Aessweb.Com/Journal-Detail.php?id=5002](http://Aessweb.Com/Journal-Detail.php?id=5002)*. Asian Economic And Financial Review. 3(4):445-463.
- Zhou, P. dan Ruland, W. 2006. Dividend payout and future earnings growth. *Financial Analysts Journal*. 62 (3): 58-69.
- Zhou, H., Y. Chuanhou, W. Mulong, dan Z. Minglai. 2008. Dividend decision in the property and liability insurance industry: reksa versus stock companies, *Rev Quant Finan Acc*. 33 (1): 113-119.