

**PENGARUH PROFITABILITAS DAN KESEMPATAN INVESTASI TERHADAP
KEBIJAKAN DIVIDEN TUNAI DENGAN LIKUIDITAS SEBAGAI VARIABEL
MODERATING PADA EMITEN PEMBENTUK
INDEKS LQ 45 (PERIODA 2008-2010)**

Bidang: Akuntansi Keuangan dan Pasar Modal

Mariah

Mahasiswa Fakultas Ekonomi, Program Studi Akuntansi
Universitas Kristen Maranatha

Meythi

Dosen Program Pendidikan Profesi Akuntansi
Universitas Kristen Maranatha

Riki Martusa

Dosen Program Magister Akuntansi
Universitas Kristen Maranatha

Abstract

This study purposes to determine the effect of profitability and investment opportunities partially and simultaneously to the Dividend Payout Ratio and liquidity as a moderating variable on the issuer forming the LQ 45. The study was conducted on 15 companies whose shares are included in the index LQ 45 period December 2007 to December 2010 in Indonesian Stock Exchange. Dependent variable in this study is Dividend Payout Ratio (DPR), while the return on Equity (ROE) and Sales Growth (SG) as independent variables, and the Current Ratio (CR) as a moderating variable.

This study used Moderated Regression Analysis as a method of data analysis. Results of this study found that the profitability and investment opportunities do not affect the partial and simultaneous Dividend Payout Ratio on the liquidity as a moderating variable.

Keywords: Return on Equity, Sales Growth, Current Ratio, and Dividend Payout Ratio

1. Pendahuluan

Dalam UU No. 8 Tahun 1995 tentang pasar modal, dikatakan bahwa pasar modal Indonesia memiliki peran yang strategis dalam pembangunan nasional. Salah satu peranan pasar modal yaitu sebagai sumber pembiayaan eksternal bagi perusahaan (Marpaung, 2005) selain perbankan (Husnan, 2001). Pasar modal memungkinkan perusahaan memperoleh dana dari investor dalam bentuk kepemilikan saham, baik lewat kegiatan *Initial Public Offering* (IPO) atau penawaran umum untuk pertama kalinya sebelum saham dicatatkan di bursa (Sunariyah, 2004) maupun *seasoned new issues* atau penjualan saham pada masyarakat setelah perusahaan *going public* (Hartono, 2010).

Investor mengharapkan keuntungan (*return*) dari investasi yang telah dilakukan dan mempunyai hak dalam kepemilikan perusahaan tanpa harus terlibat langsung didalamnya, sebaliknya perusahaan memperoleh alternatif sumber dana tanpa menunggu tersedianya dana

dari hasil operasi perusahaan. Selain mengharapkan keuntungan dari investasinya, salah satu daya tarik berinvestasi bagi investor dalam pasar primer maupun pasar sekunder adalah dividen. Dividen merupakan balas jasa atas dana yang dihimpun oleh emiten dalam bentuk kepemilikan saham para pemegangnya. Dalam pembagian dividen sebuah perusahaan akan menerapkan salah satu dari empat jenis kebijakan dividen. Kebijakan dividen tersebut terdiri dari: 1. Kebijakan dividen yang stabil, 2. Kebijakan dividen dengan penetapan jumlah minimal dan ekstra dividen, 3. Kebijakan dividen dengan penetapan rasio pembayaran dividen yang konstan, dan 4. Kebijakan dividen yang fleksibel (Riyanto, 2001).

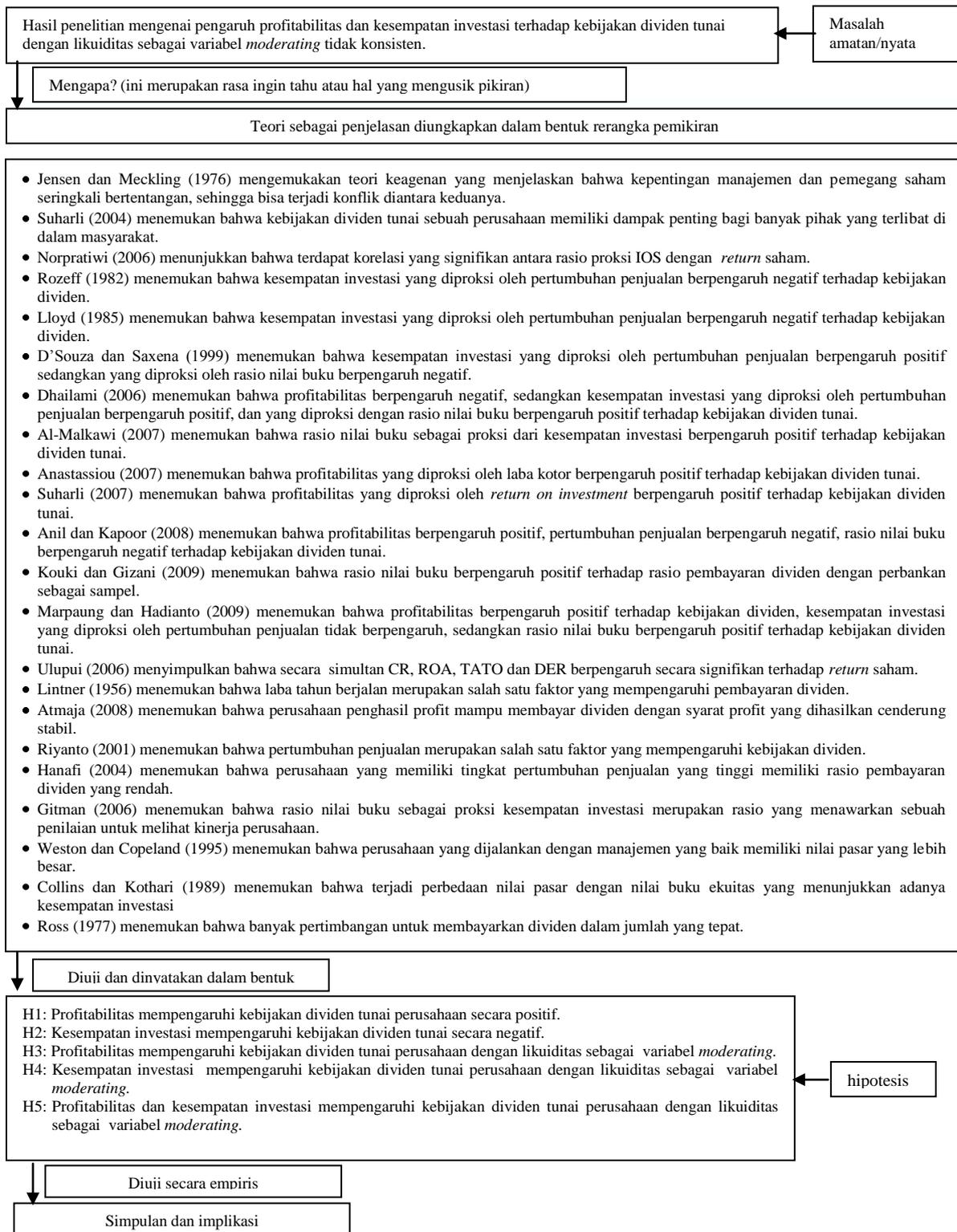
Kebijakan dividen kas sebuah perusahaan memiliki dampak penting bagi pihak yang terlibat di masyarakat (Suharli, 2004). Bagi para pemegang saham atau investor, dividen kas merupakan tingkat pengembalian investasi mereka. Bagi pihak manajemen, dividen kas merupakan arus kas keluar yang mengurangi kas perusahaan. Bagi kreditor, dividen kas dapat menjadi signal mengenai kecukupan kas perusahaan untuk membayar bunga atau bahkan melunasi pokok pinjaman.

Banyak sekali faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, di dalam penelitian ini hanya beberapa faktor saja yang diuji. Beberapa faktor yang dimaksud diantaranya yaitu profitabilitasnya (PROF), kesempatan investasi, dan likuiditas. Berbagai penelitian terdahulu telah dilakukan untuk mengkonfirmasi hubungan variabel tersebut dengan kebijakan dividen. Namun, ternyata hasilnya masih menunjukkan ketidakkonsistenan penelitian yang satu dengan yang lainnya. Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya, peneliti bermaksud untuk mendapatkan bukti secara empiris mengenai:

1. Apakah profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen tunai?
2. Apakah kesempatan investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tunai?
3. Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai dengan likuiditas sebagai variabel *moderating*?
4. Apakah kesempatan investasi berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai dengan likuiditas sebagai variabel *moderating*?
5. Apakah profitabilitas dan kesempatan investasi berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai dengan likuiditas sebagai variabel *moderating*?

2. Landasan Teoritis dan Pengembangan Hipotesis

2.1 Rerangka Pemikiran



2.2 Agency Theory

Agency theory adalah teori yang menjelaskan *agency relationship* dan masalah-masalah yang ditimbulkannya (Jensen dan Meckling, 1976). *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).

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 kos perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen yang akan diterima. Pemegang saham menginginkan agar kos 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 kos yang disebut *agency cost*. Penelitian ini menggunakan *agency theory* sebagai *grand theory* yang melandasi pengembangan hipotesis.

2.3 Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Tunai

Pengujian pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen diawali oleh penelitian (Lintner, 1956), yang menemukan bahwa laba tahun berjalan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi pembayaran dividen saat ini selain dividen tahun sebelumnya. Laba merupakan indikator utama yang menunjukkan kapasitas perusahaan dalam membayarkan dividen (Anil dan Kapoor, 2008). Perusahaan penghasil profit mampu membayar dividen

sekaligus menyimpan dana internal berupa laba ditahan untuk membiayai investasinya (Al-Makalwi, 2008) dengan syarat profit yang dihasilkannya cenderung stabil (Atmaja, 2008). Perusahaan dengan aliran uang tunai yang tidak stabil akan membayar dividen tunai dengan proporsi yang lebih besar dari perusahaan dengan arus kas yang stabil.

Menurut Gonedes (1978) dan Watts (1973, 1976), dividen yang tidak terduga tidak mempengaruhi pasar saham. Pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberi sinyal mengenai keberhasilan perusahaan membukukan profit (Wirjolukito, 2003). Sinyal tersebut menyimpulkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan. Dengan demikian profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayarkan dividen. Ukuran profitabilitas dapat berbagai macam seperti: laba operasi, laba bersih, tingkat pengembalian investasi/aktiva, dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik.

Kurniati (2007) melakukan pengujian mengenai pengaruh profitabilitas, likuiditas, *leverage*, *Free Cash Flow*, dan kesempatan investasi terhadap tingkat pengembalian investasi pada *equity securities*. Dari hasil uji asumsi klasik dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pelanggaran asumsi klasik sehingga hasil penelitian ini tidak menjadi bias, sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan regresi antara *Dividend Payout Ratio* dengan seperangkat variabel profitabilitas, likuiditas, *leverage*, *free cash flow*, dan kesempatan investasi. Hasil pengujian secara individual menunjukkan terdapat satu variabel yang memiliki pengaruh signifikan terhadap tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan dividen, yaitu variabel likuiditas yang diproksikan dengan *Current Ratio* (CR), sedangkan empat variabel lainnya yaitu profitabilitas yang diproksikan dengan ROE, *leverage* yang diukur dengan DER, *Free Cash Flow*, dan kesempatan investasi yang diproksikan dengan *Sales Growth* (SG) dan *Rasio Book to Market Value Equity* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap tingkat pengembalian investasi berupa pendapatan dividen.

Tingkat profitabilitas mempengaruhi dividen secara positif diungkapkan oleh (Wirjolukito, 2003), dan Suharli dan Oktorina (2005), penelitian dilakukan dengan sampel dan metoda yang sama, namun tidak satupun penelitian tersebut menggunakan ROE sebagai proksi profitabilitas. Oleh karena itu, hipotesis pertama penelitian ini adalah semakin tinggi profitabilitas maka semakin besar jumlah dividen tunai yang dibayarkan.

H1: Profitabilitas mempengaruhi kebijakan dividen tunai perusahaan secara positif.

2.4 Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Tunai

Apabila kondisi perusahaan sangat baik maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi. Sebaliknya, perusahaan yang mengalami pertumbuhan lambat cenderung membagikan dividen lebih tinggi untuk mengatasi masalah *overinvestment*. Menurut Jensen (1986), manajer cenderung untuk menginvestasikan arus kas bebas ke dalam peluang investasi dan memperbesar ukuran perusahaan meskipun tidak menguntungkan.

Penelitian Wirjolukito (2003) mengukur pemanfaatan kesempatan investasi dapat diukur dengan peningkatan aktiva tetap bersih. Hasil penelitian Wirjolukito (2003) menemukan hubungan parameter estimasi dan arah variabel peluang investasi kepada kebijakan dividen bernilai positif. Dengan demikian, hal itu dapat memberikan sinyal bagi perusahaan untuk melaksanakan kebijakan dividen.

Suhati dan Wiji (2008) meneliti pengaruh biaya keagenan, risiko perusahaan dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa: 1. Secara simultan, biaya keagenan (AGENCY), risiko perusahaan (BETA) dan kesempatan investasi (SG dan MVEBVE) berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. 2. Secara parsial, biaya keagenan (AGENCY) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Risiko perusahaan (BETA) berpengaruh signifikan dan negatif terhadap kebijakan dividen, kesempatan investasi (SALESG) berpengaruh signifikan dan negatif terhadap kebijakan dividen, sedangkan MVEBVE berpengaruh signifikan dan positif terhadap kebijakan dividen.

Faisal dan Muhamad (2004) meneliti pengaruh *Free Cash Flow*, set kesempatan investasi, kepemilikan manajerial, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan. Hasil penelitian ini adalah bahwa variabel-variabel bebas yang diteliti dalam penelitian ini seperti *Free Cash Flow*, PBV sebagai proksi set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set*), kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang yang diwakili oleh *Debt to Equity Ratio* baik secara simultan maupun secara parsial. *Free Cash Flow* dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap kebijakan hutang yang diwakili oleh *Debt to Equity Ratio* sementara PBV sebagai proksi set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set*) dan kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif yang signifikan terhadap kebijakan hutang yang diwakili oleh *Debt to Equity Ratio*.

H2: Kesempatan investasi mempengaruhi kebijakan jumlah dividen secara negatif

2.5 Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen tunai dengan likuiditas sebagai variabel moderating

Lisnawati (2011) melakukan pengujian mengenai pengaruh kesempatan investasi, likuiditas, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan *Dividend Payout Ratio*. Secara parsial variabel likuiditas dan ukuran perusahaan yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan *Dividend Payout Ratio* sedangkan kesempatan investasi dan profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Saragih (2008) melakukan pengujian mengenai pengaruh *profitability* dan *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap dividen tunai pada perusahaan terbuka di Bursa Efek Indonesia. Hasil uji secara parsial menunjukkan bahwa hanya variabel *Return on Equity* (ROE) dan NPM (*Net Profit Margin*) yang mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap dividen tunai sedangkan variabel bebas lain yaitu MVA/BVA (*Market to Book Value of Assets*) dan *Property, Plant & Equipment to Book Value of Assets* (PPE/BVA) tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap dividen tunai.

Kusumawati dan Sodiq (2008) melakukan penelitian mengenai hubungan kebijakan utang, kebijakan dividen, dan profitabilitas perusahaan terhadap set kesempatan investasi (IOS). Hasil penelitian menunjukkan tidak adanya hubungan yang signifikan antara kebijakan utang dengan kesempatan investasi, sedangkan kebijakan dividen yang diukur dengan *Dividend Yield* memiliki hubungan negatif terhadap kesempatan investasi, dan profitabilitas memiliki hubungan yang signifikan terhadap kesempatan investasi.

Suharli (2007) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen tunai. Kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set*) mempengaruhi jumlah kebijakan dividen tunai secara negatif, dan likuiditas sebagai variabel moderating mempengaruhi hubungan antara ROI dan kebijakan dividen tunai perusahaan. Likuiditas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara *Investment Opportunity* dan kebijakan dividen tunai perusahaan.

H3: Profitabilitas mempengaruhi kebijakan dividen tunai perusahaan dengan likuiditas sebagai variabel moderating.

2.6 Pengaruh kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen tunai dengan likuiditas sebagai variabel moderating.

Suharli (2007) menguji pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan jumlah dividen kas perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan likuiditas sebagai variabel penguat (variabel moderator). Hasil penelitiannya adalah kebijakan

jumlah dividen kas perusahaan dipengaruhi oleh profitabilitas dan diperkuat oleh likuiditas perusahaan. Kesempatan investasi tidak mempengaruhi kebijakan jumlah pembagian dividen pada perusahaan.

Mahadwarta dan Hartono (2002) menjelaskan adanya hubungan positif antara IOS dengan kebijakan dividen. Perusahaan dengan IOS yang rendah mencerminkan *growth* yang tinggi akan membagikan dividen yang rendah, karena IOS yang rendah mencerminkan *growth* yang tinggi. Dalam *Free Cash Flow Hypothesis* dijelaskan bahwa *growth* yang semakin tinggi akan menyebabkan perusahaan membayarkan dividen yang rendah karena sebagian besar *retained earnings* digunakan untuk investasi.

Fauzan (2002) dalam penelitiannya mengenai hubungan biaya keagenan, risiko pasar, dan kesempatan investasi, hanya menemukan satu variabel yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Penelitian Fauzan (2002) yang menyimpulkan tidak adanya hubungan antara *Dividend Payout* dengan kesempatan investasi dikonfirmasi oleh Suharli (2007).

Sari (2010) melakukan penelitian mengenai pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan utang, profitabilitas, ukuran perusahaan, kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan utang (*Debt to Asset Ratio*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (*Dividend Payout Ratio*). Akan tetapi kesempatan investasi berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen namun dengan arah positif. Pengaruh positif ini tidak sesuai dengan yang diharapkan dimana hipotesis yang diajukan yaitu adanya pengaruh negatif. Kepemilikan manajerial, profitabilitas dan ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen (*Dividend Payout Ratio*).

H4: Kesempatan investasi mempengaruhi kebijakan dividen tunai perusahaan dengan likuiditas sebagai variabel *moderating*.

2.7 Pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen tunai dengan likuiditas sebagai variabel *moderating*.

Beberapa teori telah dikembangkan oleh para pakar di bidang akuntansi dan manajemen keuangan mengenai pertanyaan yang sangat mendasar yakni apa yang mempengaruhi besarnya dividen. Untuk itu penelitian ini mencoba memaparkan beberapa teori yang relevan dalam kebijakan dividen pada umumnya dan telah teruji secara empiris, yaitu diawali dengan penelitian *Bird in the Hand Theory* oleh Gordon (1962). Teori ini menyebutkan bahwa dengan *Bird in the hand theory* mendapatkan dividen (*a bird in the hand*) adalah lebih baik daripada saldo laba (*a bird in the bush*) karena pada akhirnya saldo laba tersebut mungkin

tidak akan pernah terwujud sebagai dividen di masa depan (*it can fly away*), dan *Clientele Effect Theory* yang diungkapkan Black dan Scholes (1974) yang mengasumsikan jika perusahaan membayar dividen, investor seharusnya mendapatkan keuntungan dari dividen tersebut untuk menghilangkan konsekuensi negatif dari pajak.

Oktorina (2008) melakukan penelitian mengenai hubungan profitabilitas dan jumlah dividen tunai. Dari penelitian ini ditemukan bahwa profitabilitas dan kebijakan dividen tunai berpengaruh secara signifikan terhadap likuiditas.

Suharli (2004) melakukan penelitian mengenai pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan jumlah dividen kas perusahaan publik di Jakarta dengan menggunakan likuiditas sebagai variabel penguat (variabel moderator). Hasil penelitian ini adalah kebijakan jumlah pembagian dividen perusahaan dipengaruhi oleh profitabilitas dan diperkuat oleh likuiditas perusahaan.

Suharli (2007) melakukan penelitian mengenai pengaruh profitabilitas dan *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan dividen tunai dengan likuiditas sebagai variabel penguat. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas dapat digunakan sebagai variabel penguat (variabel moderator) karena memberikan hasil yang signifikan pada $\alpha = 0.10$ dalam mempengaruhi profitabilitas dan kesempatan investasi, tetapi dari kedua variabel independen hanya profitabilitas yang dapat mempengaruhi kebijakan jumlah pembagian dividen perusahaan. Profitabilitas berpengaruh secara positif sedangkan kesempatan investasi berpengaruh secara negatif.

H5: Profitabilitas dan kesempatan investasi mempengaruhi kebijakan dividen tunai perusahaan dengan likuiditas sebagai variabel *moderating*.

3. Metoda Penelitian

3.1 Populasi dan Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2008 sampai 2010 serta menerbitkan laporan keuangan per 31 Desember untuk tahun buku 2007 sampai 2010. Pemilihan sampel penelitian dilakukan dengan menggunakan metoda *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang *representative* sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut:

- a. Perusahaan yang sahamnya termasuk dalam indeks LQ 45 perioda Desember 2008 sampai dengan Desember 2010 di Bursa Efek Indonesia.

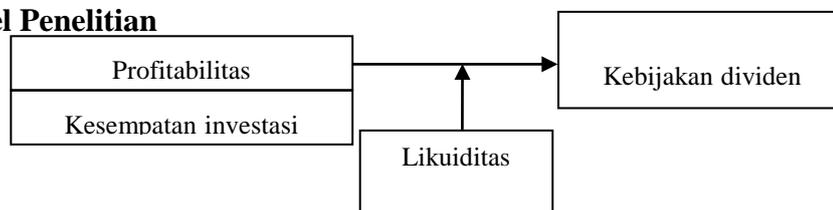
- b. Perusahaan menerbitkan laporan keuangan selama perioda pengamatan. Laporan keuangan yang digunakan sebagai sampel adalah laporan keuangan per 31 Desember, dengan alasan laporan tersebut telah diaudit sehingga informasi yang dilaporkan lebih dapat dipercaya.

3.2 Sumber dan Data yang Digunakan

Data yang digunakan dalam penelitian ini berupa data sekunder dengan perioda 2008-2010, yang dikumpulkan dari *website* IDX dan *Yahoo Finance* yang meliputi:

- a. Daftar saham yang masuk dalam perhitungan Indeks LQ 45 perioda Desember 2008 sampai dengan Desember 2010.
- b. Data perusahaan yang membagikan dividen.
- c. Harga penutupan saham/*closing price* tanggal 31 Desember 2007 sampai dengan 31 Desember 2010.

3.3 Model Penelitian



Gambar 1

Model Penelitian

3.4 Variabel Penelitian

a. Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan jumlah dividen tunai. Kebijakan dividen tunai diproksi dengan menggunakan rasio pembayaran dividen atau *Dividend Payout Ratio* (DPR).

b. Variabel Independen (X)

Ada dua buah variabel independen dalam penelitian ini, yaitu profitabilitas (ROE) sebagai X1, dan kesempatan investasi sebagai X2. Untuk mengukur profitabilitas menggunakan rasio, yaitu: *Return on Equity* (ROE). Perhitungan ROE sebuah perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$ROE = \frac{\text{laba bersih}}{\text{jumlah aktiva bersih perusahaan}}$$

Pertimbangan utama karena ROE merupakan turunan dari ROI sehingga hasilnya merupakan hasil yang dapat lebih menggambarkan profitabilitas. Untuk mengukur kesempatan

investasi/*Investment Opportunity Set* (IOS) diproksi dengan menggunakan *Sales Growth* (SG).

c. Variabel moderating

Variabel *moderating* dalam penelitian ini adalah likuiditas. Likuiditas di dalam penelitian ini diproksi oleh *Current Ratio* (CR). *Current Ratio* dapat diperoleh dengan menggunakan rumus:

$$CR = \frac{\text{current asset}}{\text{current liabilities}}$$

3.5 Metoda Analisis Data

Untuk melihat besarnya pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi sebagai variabel independen terhadap kebijakan jumlah dividen tunai sebagai variabel dependen, maka digunakan *Moderated Regression Analysis* (MRA). MRA atau uji interaksi merupakan aplikasi khusus regresi linier berganda di mana dalam persamaan regresinya mengandung unsur interaksi atau perkalian antara dua atau lebih variabel independen (Ghozali, 2005). Persamaan regresi untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y_{t+1} = a + b_1X_{1t} + b_2X_{2t} + b_3X_{1t}*X_{3t} + b_4X_{2t}*X_{3t} + b_5X_{1t}*X_{2t}*X_{3t} + \varepsilon$$

Keterangan:

Y_{t+1} = *Dividend Payout Ratio*, yaitu proksi dari kebijakan dividen tunai pada periode t+1

a= Konstanta

b_1, b_2, b_3, b_4, b_5 = Koefisien variabel-variabel independen

X_{1t} = *Return on Equity* (ROE), yaitu proksi dari profitabilitas pada periode t

X_{2t} = *Sales Growth* (SG), yaitu proksi dari kesempatan investasi pada periode t

X_{3t} = *Current Ratio* (CR), yaitu proksi dari likuiditas pada periode t

$X_{1t}*X_{3t}$ = Interaksi antara profitabilitas (PROF) dan *Current Ratio* (CR) pada periode t

$X_{2t}*X_{3t}$ = Interaksi antara *Sales Growth* (SG) dan *Current Ratio* (CR) pada periode t

$X_{1t}*X_{2t}*X_{3t}$ = Interaksi antara profitabilitas (PROF), *Sales Growth* (SG), dan *Current Ratio* (CR) pada periode t

ε = Kesalahan pengganggu

4. Hasil Penelitian

4.1 Model Regresi

Model regresi dengan menggunakan *Moderated Regression Analysis* diformulasikan sebagai berikut:

$$DPR = a + b_1ROE_t + b_2SG_t + b_3ROE_t*CR_t + b_4SG_t*CR_t + b_5ROE_t*SG_t* CR_t + \varepsilon$$

Berikut adalah tabel anova yang diperoleh dari hasil pengolahan data:

TABEL I
MODEL REGRESI

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	1163.183	5	232.637	.748	.596 ^a
	Residual	7463.673	24	310.986		
	Total	8626.856	29			

a. Predictors: (Constant), ROE_SG_CR, ROE, ROE_CR, SG_CR, SG

b. Dependent Variable: DPR

Sumber: Hasil Pengolahan SPSS

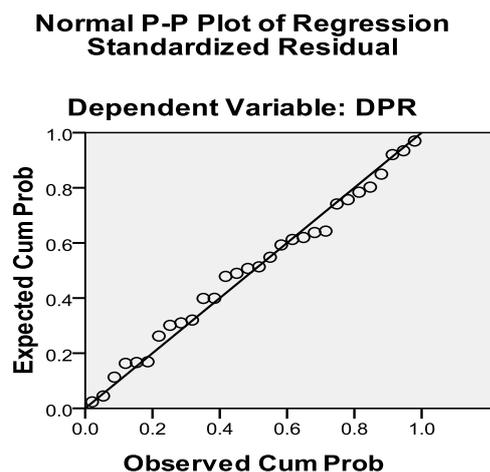
Model regresi ini dinyatakan baik apabila nilai sig. dalam tabel anova lebih kecil dari $\alpha = 5\%$. Melalui hasil pengujian model regresi di atas, dapat dilihat bahwa model regresi dalam penelitian ini tidak cukup baik karena nilai sig. melebihi nilai $\alpha = 5\%$, yaitu sebesar 0,596.

4.2 Pengujian Asumsi Klasik

Salah satu syarat untuk pengujian hipotesis dengan menggunakan model regresi adalah pengujian asumsi klasik. Jika asumsi-asumsi tersebut tidak semua terpenuhi maka hasilnya akan bias (Gujarati, 2003). Pengujian ini meliputi uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas.

4.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas dapat dilihat dengan memperhatikan penyebaran data (titik) pada *normal p-p plot of regression standardized residual*. Berikut adalah hasil pengujian normalitas data:



Grafik I

Grafik Normal P-P Plot

Grafik *normal p-p plot of regression standardized residual* menunjukkan titik-titik yang menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal. Hal ini menunjukkan bahwa data dalam penelitian ini berdistribusi normal.

4.2.2 Uji Multikolinieritas

Pengujian ini untuk menguji apakah ada hubungan linear antara variabel-variabel bebas dalam model regresi maupun untuk menunjukkan ada tidaknya derajat kolinieritas yang tinggi diantara variabel-variabel bebas. Berikut adalah hasil pengujian multikolinieritas:

TABEL II
Uji Multikolinieritas

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	33.765	9.442		3.576	.002		
	ROE	.378	.216	.373	1.751	.093	.793	1.262
	SG	-.041	.853	-.025	-.048	.962	.132	7.552
	ROE_CR	.000	.001	-.029	-.125	.901	.677	1.477
	SG_CR	-.002	.003	-.280	-.568	.576	.148	6.755
	ROE_SG_C R	5.732E-6	.000	.048	.099	.922	.153	6.540

a. Dependent Variable: DPR

Sumber: Hasil Pengolahan SPSS

Melalui hasil pengujian multikolinieritas tersebut, diketahui bahwa tidak ada satupun dari variabel bebas yang mempunyai nilai *tolerance* kurang dari 0,1 dan nilai VIF lebih besar

dari 10. Dapat disimpulkan bahwa tidak ada korelasi yang sempurna antara variabel bebas (*independent*), sehingga model regresi ini bebas dari multikolinearitas.

4.2.3 Uji Autokorelasi

Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Masalah ini timbul karena kesalahan pengganggu (*residual*) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Uji yang dilakukan untuk mendeteksi adanya autokorelasi ini adalah uji *Durbin-Watson*. Jika nilai *Durbin-Watson* berada di antara -2 sampai +2 berarti tidak ada autokorelasi (Santoso, 2003). Berikut adalah hasil pengujian autokorelasi:

TABEL III
Uji Autokorelasi

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.367 ^a	.135	-.045	17.63481	1.609

a. Predictors: (Constant), ROE_SG_CR, ROE, ROE_CR, SG_CR, SG

b. Dependent Variable: DPR

Sumber: Hasil Pengolahan SPSS

Melalui hasil pengujian autokorelasi tersebut, dapat dilihat bahwa nilai *Durbin-Watson* berada di antara -2 sampai +2, yaitu sebesar 1,609. Hal ini menunjukkan bahwa penelitian bebas dari autokorelasi.

4.2.4 Uji Heteroskedastisitas

Pengujian ini bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual suatu pengamatan ke pengamatan lain. Untuk mendeteksi terjadinya heteroskedastisitas dalam penelitian ini maka digunakan uji Glejser. Uji Glejser dilakukan dengan meregresikan variabel-variabel bebas terhadap nilai absolut residualnya (Gujarati, 2003). Apabila nilai sig. lebih besar dari $\alpha = 5\%$, maka tidak terjadi gejala heteroskedastisitas begitu juga sebaliknya apabila nilai sig. pada tabel koefisien lebih kecil dari $\alpha = 0,05$; maka terjadi gejala heteroskedastisitas. Berikut adalah hasil pengujian heteroskedastisitas:

Tabel IV
Uji Heteroskedastisitas

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	11.043	5.716		1.932	.065
	ROE	.028	.131	.049	.218	.830
	SG	.183	.517	.194	.355	.726
	ROE_CR	7.999E-5	.001	.037	.154	.879
	SG_CR	.001	.002	.314	.606	.550
	ROE_SG_CR	-3.523E-5	.000	-.512	-1.005	.325

a. Dependent Variable: ABSOLUT_RESIDUAL

Sumber: Hasil Pengolahan SPSS

Melalui pengujian heteroskedastisitas tersebut, dapat dilihat bahwa nilai sig. tidak ada yang bernilai lebih kecil dari $\alpha = 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa penelitian ini terbebas dari gejala heteroskedastisitas.

4.3 Pengujian Hipotesis

Setelah melakukan semua tahapan pengujian pra analisis dan pengujian asumsi klasik, maka model regresi ini dianggap layak sebagai dasar pengambilan keputusan pengujian hipotesis dalam penelitian ini. Berdasarkan hasil analisis data dengan menggunakan *Moderated Regression Analysis*, hipotesis akan diterima jika nilai sig. pada tabel koefisien lebih kecil dari nilai $\alpha = 5\%$. Apabila nilai sig. lebih besar daripada nilai $\alpha = 5\%$, maka hipotesis ditolak. Penolakan hipotesis ini menunjukkan bahwa variabel independen tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.

Model regresi menggunakan *Moderated Regression Analysis* dalam penelitian ini diformulasikan sebagai berikut:

$$DPR = a + b_1ROE_t + b_2SG_t + b_3ROE_t*CR_t + b_4SG_t*CR_t + b_5ROE_t*SG_t*CR_t + \epsilon$$

Berikut adalah hasil pengujian hipotesis dengan menggunakan *Moderated Regression Analysis*:

Tabel V
Model Regression Analysis

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	33.765	9.442		3.576	.002		
	ROE	.378	.216	.373	1.751	.093	.793	1.262
	SG	-.041	.853	-.025	-.048	.962	.132	7.552
	ROE_CR	.000	.001	-.029	-.125	.901	.677	1.477
	SG_CR	-.002	.003	-.280	-.568	.576	.148	6.755
	ROE_SG_C R	5.732E-6	.000	.048	.099	.922	.153	6.540

a. Dependent Variable: DPR

Sumber: Hasil Pengolahan SPSS

Hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini berdasarkan hasil pengolahan data adalah sebagai berikut:

1. Pengujian Hipotesis Pertama (H_1)

Hipotesis pertama penelitian menyatakan bahwa profitabilitas mempengaruhi kebijakan dividen tunai perusahaan secara positif. Melalui hasil pengujian dapat dilihat bahwa nilai sig. dari ROE sebesar 0,093. Nilai ini lebih besar daripada nilai $\alpha = 5\%$ sehingga dapat disimpulkan bahwa ROE tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan.

2. Pengujian Hipotesis Kedua (H_2)

Hipotesis kedua penelitian menyatakan bahwa kesempatan investasi mempengaruhi kebijakan dividen tunai secara negatif. Melalui hasil pengujian dapat dilihat bahwa nilai sig. dari SG sebesar 0,962. Nilai ini lebih besar daripada nilai $\alpha = 5\%$ sehingga dapat disimpulkan bahwa SG tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan.

3. Pengujian Hipotesis Ketiga (H_3)

Hipotesis ketiga penelitian menyatakan bahwa profitabilitas mempengaruhi kebijakan dividen tunai perusahaan dengan likuiditas sebagai variabel *moderating*. Melalui hasil pengujian dapat dilihat bahwa nilai sig. dari ROE dan CR secara simultan sebesar 0,901. Nilai ini lebih besar daripada nilai $\alpha = 5\%$ sehingga dapat disimpulkan bahwa ROE dan CR tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan.

4. Pengujian Hipotesis Keempat (H_4)

Hipotesis keempat penelitian menyatakan bahwa kesempatan investasi mempengaruhi kebijakan dividen tunai perusahaan dengan likuiditas sebagai variabel *moderating*.

Melalui hasil pengujian dapat dilihat bahwa nilai sig. dari SG dan CR secara simultan sebesar 0,576. Nilai ini lebih besar daripada nilai $\alpha = 5\%$ sehingga dapat disimpulkan bahwa SG dan CR tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan.

5. Pengujian Hipotesis Kelima (H_5)

Hipotesis kelima penelitian menyatakan bahwa profitabilitas dan kesempatan investasi mempengaruhi kebijakan dividen tunai perusahaan dengan likuiditas sebagai variabel *moderating*. Melalui hasil pengujian dapat dilihat bahwa nilai sig. dari ROE, SG dan CR secara simultan sebesar 0,922. Nilai ini lebih besar daripada nilai $\alpha = 5\%$ sehingga dapat disimpulkan bahwa ROE, SG dan CR tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan.

4.4 Pembahasan

Berdasarkan hasil pengujian dan analisis data mengenai pengaruh *Return on Equity* (ROE), *Sales Growth* (SG), dan *Current Ratio* (CR) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) dengan menggunakan *Moderated Regression Analysis*, ditemukan bahwa secara parsial ROE tidak berpengaruh terhadap DPR, SG tidak berpengaruh terhadap DPR, ROE dan CR tidak berpengaruh terhadap DPR, SG dan CR tidak berpengaruh terhadap DPR, dan secara simultan ROE, SG, dan CR tidak berpengaruh terhadap DPR.

Rasio ROE, SG, dan CR merupakan rasio ukuran pasar yang mampu menggambarkan prospek dan penilaian pasar terhadap perusahaan yang bersangkutan. Nilai ROE, SG, dan CR yang tinggi mencerminkan tingginya penilaian pasar terhadap perusahaan (*overvalued*), demikian juga sebaliknya nilai ROE, SG, dan CR yang rendah mencerminkan rendahnya penilaian pasar terhadap perusahaan (*undervalued*).

Nilai koefisien ROE tidak berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*, dengan nilai β 0,373 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,093 yang lebih besar dari nilai $\alpha = 5\%$. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Anastassiou (2007), Suharli (2007), Anil dan Kapoor (2008), Jensen *et al.* (1976), Wirjolukito (2003) dan Suharli dan Oktorina (2005). Namun hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Dhailami (2006). Hal ini disebabkan karena kebijakan dividen tunai yang diberikan oleh perusahaan tidak hanya mempertimbangkan ROE saja, tetapi masih banyak faktor yang mempengaruhinya diantaranya seperti posisi likuiditas perusahaan, kebutuhan dana untuk membayar utang perusahaan, dan kesempatan investasi.

Hasil pengujian menyatakan bahwa SG tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan. Hal ini ditunjukkan oleh nilai sig. sebesar 0,962 lebih besar dari nilai $\alpha =$

5%. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Riyanto (2001) dan Hanafi (2004). Namun hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian D'Souza dan Saxena (1999) dan Wirjolukito (2003). Hal ini disebabkan karena kebijakan dividen memberikan sinyal atas arus kas di masa yang akan datang dan perusahaan menggunakan arus kas tersebut untuk mendanai investasi yang menguntungkan di masa yang akan datang. Pertumbuhan perusahaan merupakan faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen tunai perusahaan, semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, maka semakin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang.

Secara simultan, hasil pengujian menemukan bahwa ROE tidak mempengaruhi DPR dengan CR sebagai variabel *moderating*. Hal ini dapat dilihat dari nilai sig. sebesar 0,901 lebih besar dari nilai $\alpha = 5\%$. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa selama periode penelitian (2007-2009) kebijakan dividen perusahaan tidak dipengaruhi oleh profitabilitas dengan likuiditas sebagai variabel *moderating*. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang memiliki likuiditas yang baik akan membagikan labanya kepada pemegang saham dalam bentuk tunai, namun pihak manajemen perusahaan akan menggunakan potensi likuiditas yang ada untuk melunasi kewajiban jangka pendek ataupun mendanai operasi perusahaannya. Penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan Hartono dan Atahau (2007); dan Suharli (2007) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan dengan likuiditas sebagai variabel *moderating*.

Secara simultan, hasil pengujian menemukan bahwa SG tidak mempengaruhi DPR dengan CR sebagai variabel *moderating*. Hal ini dapat dilihat dari nilai sig. sebesar 0,576 lebih besar dari nilai $\alpha = 5\%$. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa selama periode penelitian (2007-2009) kebijakan dividen perusahaan tidak dipengaruhi oleh kesempatan investasi dengan likuiditas sebagai variabel *moderating*. Penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan Suharli (2007).

Secara simultan, hasil pengujian menemukan bahwa ROE, SG tidak mempengaruhi DPR perusahaan dengan CR sebagai variabel *moderating*. Hal ini dapat dilihat dari nilai sig. sebesar 0,922 lebih besar dari nilai $\alpha = 5\%$. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa selama periode penelitian (2007-2009) kebijakan dividen perusahaan tidak dipengaruhi oleh profitabilitas dan kesempatan investasi dengan likuiditas sebagai variabel *moderating*. Penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan Suharli (2007). Namun hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Suharli (2007) dan Fauzan (2002). Hal ini disebabkan karena masih banyak perusahaan yang belum mempertimbangkan kesempatan investasi dan biaya keagenan dalam pembuatan kebijakan dividen tunai.

Perusahaan akan lebih memilih menginvestasikan profitnya untuk berinvestasi daripada untuk membagikan dividen didukung dengan tingkat likuiditas perusahaan.

5. Penutup

5.1 Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan, peneliti dapat mengambil simpulan sebagai berikut :

1. Profitabilitas (ROE) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan (DPR).
2. Kesempatan investasi (SG) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan (DPR).
3. Profitabilitas (ROE) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan (DPR) dengan likuiditas (CR) sebagai variabel *moderating*.
4. Kesempatan investasi (SG) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan (DPR) dengan likuiditas (CR) sebagai variabel *moderating*.
5. Profitabilitas (ROE) dan kesempatan investasi (SG) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan (DPR) dengan likuiditas (CR) sebagai variabel *moderating*.

Perbedaan hasil pengujian dengan hipotesis yang dinyatakan sebelumnya dapat disebabkan oleh:

1. Bentuk efisiensi pasar modal Indonesia masih lemah. Hal ini menyebabkan nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang (Hartono, 2008). Nilai-nilai yang dipergunakan dalam perhitungan ROE, SG, dan CR adalah nilai-nilai masa lalu yang tercantum dalam laporan keuangan perusahaan.
2. Terjadinya pengaruh positif atas kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan bertentangan dengan penelitian yang dilakukan hal ini disebabkan karena biaya akses untuk pendanaan eksternal relatif lebih murah terutama untuk perusahaan dengan skala yang besar seperti perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45. Perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ 45 tetap dapat membayar dividen dalam jumlah yang relatif tinggi karena pembiayaan investasi dapat didanai dengan sumber dana eksternal yang berasal dari investor. Investor lebih mempercayai prospek perusahaan dengan skala besar sehingga investor berani untuk menginvestasikan dananya.

3. Kegiatan *profit taking* yang dilakukan oleh para investor. *Profit taking* dilakukan dengan membeli (*buy*) ketika harga saham rendah atau menjual (*sell*) saham ketika harga saham tinggi. Hal ini akan mempengaruhi pergerakan *sales growth* perusahaan di pasar.
4. Kondisi ekonomi dan politik Indonesia yang tidak stabil. Secara khusus, kondisi perekonomian global mengalami gangguan pada tahun 2008. Hal ini tentunya mempengaruhi kinerja dan harga saham perusahaan.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Peneliti menyadari adanya beberapa keterbatasan dalam penelitian yang dilakukan. Keterbatasan-keterbatasan tersebut diharapkan dapat menjadi bahan untuk penelitian lebih lanjut. Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan metoda *purposive sampling* dengan menggunakan beberapa kriteria yang ditetapkan oleh penulis. Hal ini menyebabkan hasil penelitian tidak mencerminkan kondisi keseluruhan dari populasi yang diteliti.
2. Periode analisis relatif pendek yaitu hanya tiga tahun (tahun 2007 sampai dengan tahun 2009).
3. Variabel independen yang digunakan hanya tiga, yaitu ROE, SG dan CR.

5.3 Saran

Adapun saran yang dapat peneliti ajukan adalah sebagai berikut:

1. Penelitian lanjutan dapat menggunakan metoda acak, seperti *cluster sampling* untuk pengambilan sampel penelitian untuk memperoleh sampel yang mampu mencerminkan keseluruhan populasi dan lebih obyektif.
2. Peneliti selanjutnya dapat melakukan penelitian dengan jangka waktu yang lebih panjang untuk memperoleh simpulan yang lebih teruji.
3. Untuk penelitian lanjutan dapat menggunakan variabel-variabel lain, seperti EPS, DER, dan sebagainya untuk mendapatkan simpulan yang lebih komprehensif mengenai penggunaan informasi keuangan untuk pengambilan keputusan investasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Al-Malkawi, H. N. 2007. Determinant of Corporate Dividend Policy in Jordan: An Application of Tobit Model, *Journal of Economic and Administrative Sciences*, 23 (2), hal. 44-70.
- Anastassiou, T. A. 2007. A Dividend Function for Greek Manufacturing, *Managerial Finance*, 33 (5), hal. 344-347.

- Anil, K., dan S. Kapoor. 2008. Determinant of Dividend Payout Ratio-A Study of Indian Information Technology Sector, *International Research Journal of Finance and Economics*, 15, hal. 63-71.
- Atmaja, L. S. 2008. *Teori dan Praktek Manajemen Keuangan*, Edisi Pertama, ANDI, Yogyakarta.
- Collins, D. W., dan S. P. Kothari. 1989. An Analysis of Intertemporal and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coeficients, *Journal of Accounting and Economics*, 11, hal. 143-181.
- Dhailami, A. F. 2006. Pengaruh Insider Ownership dan Risiko Pasar Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2000-2003, *Skripsi* (tidak dipublikasikan), Univesitas Islam Indonesia Yogyakarta.
- D'Souza, J., dan A. K. Saxena. 1999. Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities, and Dividend Policy-An International Perspective, *Managerial Finance*, Vol. 25 (6), hal. 35-43.
- Faisal, dan Muhamad. 2004. Pengaruh Free Cash Flow, Set Kesempatan Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Tunai, *Thesis*, Program Pasca Sarjana, Universitas Udayana, Denpasar.
- Fauzan. 2002. Analisa Pengaruh Biaya Keagenan, Resiko Perusahaan dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta, *Skripsi*, Fakultas Ekonomi Program Studi Manajemen, Universitas Muhammadiyah Surakarta.
- Gitman, L. J. 2006. *Principles of Managerial Finance*, Eleventh Edition, Addison Wesley, New York.
- Ghozali, I. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*, Edisi 3, Cetakan 5, Universitas Diponegoro, Semarang.
- Gonedes. 1978. Corporate Signaling, External Accounting, and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends, Income, and Extraordinary Items, *Journal of Accounting Research*, Vol. 16 (1), Spring, hal. 26-79.
- Gordon. 1962. Dividends, Earnings and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics* (The MIT Press), Vol. 41 (2), hal. 99-105.
- Gujarati, D. 2003. *Basic Econometrics*. Fourth Edition, Mc-Graw Hill. International Edition.
- Hanafi, M. N. 2004. *Manajemen Keuangan*, Edisi 2004/2005, Cetakan Pertama, BPFE-UGM, Yogyakarta.
- Hartono, dan Atahau. 2007. Analisis Interdependensi Insider Ownership, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, Vol. 13, No. 1, hal. 1-19.
- Hartono, J. M. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi ketujuh, BPFE UGM, Yogyakarta.
- Husnan, S. 2001. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Edisi Ketiga, Cetakan Kedua, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Jensen. 1986. Agency Cost of free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *The American Economic Review*, Vol. 76 (2), hal. 323.
- Jensen, M. C., dan W. H. Meckling. 1976. The Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 (4), hal. 305-360.
- Kouki, M., dan Gizani. M. 2009. Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from Tunisian Stock Market, *European Journal of Scientific Research*, Vol. 25 (1), hal. 42-53.
- Kurniati. 2007. Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, Free Cash Flow, dan Kesempatan Investasi terhadap Tingkat Pengembalian Investasi pada Equity Securities, *Skripsi*, Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi, Surakarta.

- Kusumawati, dan Sodiq. 2008. Hubungan Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen, dan Profitabilitas Perusahaan terhadap Set Kesempatan Investasi (IOS), *Jurnal Manajemen dan Bisnis*, Vol. 12 (1), hal. 75-82.
- Lintner, J. 1956. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *American Economic Review*, 46 (3), hal.97-113.
- Lisnawati. 2011. Pengaruh Kesempatan Investasi, Likuiditas, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Payout Ratio, *Skripsi*, Fakultas Ekonomi. Universitas Yogyakarta.
- Lloyd, W. P. 1985. Agency Cost and Dividend Payout Ratio, *Quartely Journal of Business and Economics*, Vol. 24 (3), hal. 19-29.
- Mahadwarta, dan Hartono. 2002. Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Investasi Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan (Studi pada Perusahaan Go Public yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Tahun 1999-2004), *Skripsi*, Fakultas Ekonomi Jurusan Akuntansi, Universitas Diponegoro.
- Marpaung, E. I. 2005. Pengaruh Perubahan Earnings dan Perubahan Net Operating Cash Flows Terhadap Perubahan Dividend Payout Ratio (Studi Empiris Pada Perusahaan-Perusahaan Manufaktur yang go Public di Bursa Efek Indonesia), *Tesis Magister Sains* (tidak dipublikasikan), Program Pascasarjana Universitas Padjajaran Bandung.
- Marpaung, dan Hadianto. 2009. Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen: Studi Empirik pada Emiten Pembentuk Indeks LQ 45 di Bursa Efek Indonesia, *Jurnal Akuntansi*, 1 (1), hal. 70-84.
- Norpratiwi. 2006. Korelasi Investment Opportunity Set (IOS) Perusahaan Tumbuh dan Tidak Bertumbuh Terhadap Abnormal Return Perusahaan, *Skripsi*, Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta.
- Oktorina, M. 2008. Memprediksi Tingkat Pengembalian Investasi Pada Equity Securities Melalui Rasio Profitabilitas, Likuiditas, dan Hutang Pada Perusahaan Publik Di Jakarta, *Simposium Nasional Akuntansi 8*, Solo.
- Riyanto, B. 2001. *Dasar-Dasar Pembelajaran Perusahaan*, Edisi Keempat, Cetakan Ketujuh, BPFE-UGM, Yogyakarta.
- Ross, S. A. 1977. The Determination Offinancial Structure: The Incentive Signaling Approach, *Bell Journal of Economics*, 8, hal. 23-40.
- Rozeff, M. S. 1982. Growth, Beta, and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios, *Journal of Financial Research*, 5 (3), hal. 249-259.
- Santoso. 2003. Analisis Beberapa Variabel Fundamental yang Berpengaruh Terhadap Harga Saham (Studi kasus pada Perusahaan Perbankan yang Listing di BEJ), *Skripsi*, FE Universitas Brawijaya, Malang.
- Saragih. 2008. Pengaruh Profitabilitas dan Investment Opportunity Set (IOS) terhadap Dividen Tunai Pada Perusahaan Terbuka di Bursa Efek Indonesia, *Skripsi*, Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi, Universitas Sumatra Utara.
- Suharli, M. 2004. Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen, *Tesis Magister Akuntansi* (Tidak Dipublikasikan), Jakarta.
- Suharli, M. 2007. Pengaruh Profitability dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat (Studi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta Periode 2002-2003), *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 9 (1), hal. 9-17.
- Suharli dan Oktorina. 2005. Memprediksi Tingkat Pengembalian Investasi Pada Equity Securities Melalui Rasio Profitabilitas, Likuiditas, dan Hutang pada Perusahaan Publik di Jakarta, *Kumpulan Makalah Simposium Nasional Akuntansi 8*, Solo.
- Sunariyah. 2004. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, Edisi Keempat, UPP AMP YKPN, Yogyakarta.

- Suhati, dan I. Wiji. 2008. Analisa Pengaruh Biaya Keagenan, Risiko Perusahaan dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta, *Skripsi*, Universitas Muhammadiyah Surakarta.
- Suwaldiman, dan Aziz. 2006. Pengaruh Insider Ownership dan Risiko Pasar terhadap Kebijakan Dividen, *Jurnal Sinergi*, didownload dari: <http://repository.gunadarma.ac.id:8000/593/>
- Ulupui, I. G. K. A. 2006. Analisis Pengaruh Rasio Likuiditas, Leverage, Aktivitas, dan Profitabilitas terhadap Return saham (Studi pada Perusahaan Makanan dan Minuman dengan Kategori Industri Barang Konsumsi di Bursa Efek Jakarta), *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*, 2 (1), hal. 88-102.
- Watts. 1973. Discussion of a statistical model of earnings estimation, *Journal of Accounting Research* (Empirical Research in Accounting: Selected Studies), hal. 193-195.
- Watts. 1976. The Time Series Of Annual Accounting Earnings, *Journal of Accounting Research* (Autumn), hal. 253-271.
- Weston, J. F., dan T. E. Copeland. 1995. *Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Jilid Pertama, Binarupa Aksara, Jakarta.
- Wirjolukito, A. 2003. Faktor-Faktor Yang Merupakan Pertimbangan Dalam Keputusan Pembagian Dividen: Tinjauan Terhadap Teori Persinyalan Dividen Pada Perusahaan Go Public Di Indonesia, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*, 6 (1), hal. 78-89.