

ANALISIS PENGARUH TATA KELOLA PERUSAHAAN DAN KARAKTERISTIK PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DI INDONESIA (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2016-2018)

Arlissa Rizky Audityani, Etna Nur Afri Yuyetta ¹

Departemen Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the impact of corporate governance measured using transparency and disclosure index (TDI), and firm characteristics that are proxied using firm size, firm profitability, firm growth, and managerial ownership on dividend policy in Indonesia. The independent variable is corporate governance, firm size, firm profitability, firm growth and managerial ownership while the dependent variable is dividend policy. The data that was used in this research was secondary data from the financial statements and annual reports of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange in 2016-2018 and selected by using purposive sampling method. A linear-multiple regression analysis was used to test the hypothesis of this study..

The results showed that corporate governance, firm size, and managerial ownership not have significant effect to dividend. On the other hand, firm profitability has a positive and significant effect, while firm growth has a negative and significant effect on dividend policy.

Keywords: dividend policy, corporate governance, TDI, firm characteristics

PENDAHULUAN

Di dalam dunia bisnis, kebijakan dividen merupakan suatu kebijakan keuangan yang bisa tergolong sangat penting, dan merupakan faktor yang perlu diamati oleh manajemen suatu perusahaan dalam menata perusahaannya. Hal ini menjadi sangat penting lantaran dapat menentukan seberapa besar kewajiban perusahaan dalam memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (Ginting 2015). Terkadang, didalam pelaksanaannya pembagian dividen tidak selalu dapat terlaksana, hal bisa terjadi bila perusahaan mengalami kerugian yang berakibat perusahaan tidak bisa membayarkan dividen kepada pemegang saham. Permasalahan mengenai kebijakan dan pembayaran dividen juga bisa berdampak pada investor-investor ataupun perusahaan yang nantinya membagikan dividennya tersebut. Investor tentunya berharap pembagian dividen yang cenderung stabil dan meningkat setiap tahunnya. Hal ini diperjelas oleh Mitton (2004) bahwa di negara yang khususnya memiliki mekanisme CGnya rendah, akan memberikan masalah bagi investor. Permasalahan mengenai kebijakan dividen juga berhubungan dengan masalah keagenan. Berdasarkan *agency theory* yang dikemukakan Jensen dan Meckling (1976), terdapat bentrokan pemikiran antara *principal* dan *agent* hal tersebut lantaran mereka bertindak untuk kepentingan pribadi. Namun, hal tersebut berbeda di negara berkembang, menurut La Porta *et al* (2000) (dalam Setiawan dan Phua (2013)) konflik keagenan di pasar saham terjadi antara pemegang saham mayoritas dengan minoritas. *Majority shareholder* cenderung untuk mengambil alih *minority shareholder*. Oleh karena itu diperlukan suatu mekanisme untuk melindungi pemegang saham minoritas. Salah satu mekanismenya yaitu praktik *good corporate governance* (Setiawan dan Phua, 2013). Jika mekanisme *corporate governance* tidak jalankan atau tidak berfungsi dengan baik di dalam perusahaan, maka hal tersebut akan menurunkan tingkat kepercayaan pemegang saham dan nilai perusahaan (Krisnauli dan Hadiprajitno, 2014).

¹ Corresponding author

Menurut La Porta *et al.* (2000) (dalam Setiawan dan Phua (2013)) terdapat dua teori yang berkaitan dengan teori agensi, kebijakan dividen dan tata kelola perusahaan, yaitu teori hasil dan teori substitusi. Teori hasil berpendapat bahwa perusahaan yang CGnya baik, memberikan perlindungan lebih pada hak-hak investor lantaran perusahaan yang lebih baik tata kelolanya akan menyerahkan dividen lebih banyak daripada yang mekanisme CGnya buruk. Di sisi lain, teori substitusi menunjukkan argumen yang bertolak belakang, menurutnya dalam perusahaan yang tingkat CGnya buruk akan menyerahkan *dividend* yang lebih banyak untuk meningkatkan profil mereka di kalangan investor. Mereka mencoba menarik investor menggunakan dividen sebagai mekanisme.

Denis dan Osobov (2008) juga berargumen bahwasannya perusahaan dengan ukuran yang lebih besar menunjukkan kalau perusahaan tersebut lebih *mature*. Dalam awal siklus hidup sebuah perusahaan cenderung mendistribusikan pendapatan mereka untuk menginvestasikan kembali kegiatan untuk meningkatkan pertumbuhan. Di sisi lain, perusahaan yang sudah *mature* lebih memilih membayar penghasilan mereka dalam bentuk dividen kepada investor.

Selain itu, profitabilitas perusahaan juga membagikan dampak yang *positive* pada kebijakan dividen. Menurut Setiawan dan Phua (2013), perusahaan yang menikmati penghasilan lebih banyak akan membayarkan *dividend* lebih banyak juga kepada investor, begitu pula perusahaan yang mempunyai penghasilan lebih kecil, akan membayar *dividend* lebih rendah kepada investor.

Pada variable pertumbuhan perusahaan juga terdapat adanya *research gap*. Hasil penelitian yang didapat Setiawan dan Phua (2013) menunjukkan perusahaan yang memiliki suatu tingkat peluang pertumbuhan yang lebih tinggi membayar lebih banyak dividen. Namun berbeda pada penelitian Silaban dan Purnawati (2016), Setiawati dan Yesisca, (2018) yang menemukan keterkaitan yang *negative*, terhadap kebijakan dividen. Hal ini lantaran semakin tinggi tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, semakin tinggipula perusahaan membutuhkan dana untuk diinvestasikan kembali.

Selain itu, untuk mengawasi perilaku manajer agar tidak mementingkan diri sendiri, pemilik perusahaan harus bersedia mengeluarkan *agency cost*. Salah satu cara agar mengurangi hal tersebut ialah dengan meningkatkan kepemilikan manajerial di dalam sebuah perusahaan. Dengan adanya kepemilikan manajerial dapat mengurangi konflik agensi karena dapat menselaraskan kepentingan manajemen dan pemegang saham. Dewi (2008) mengatakan bahwa manajer dapat ikut serta untuk terlibat dalam kepemilikan saham, hal ini guna menselaraskan dengan tujuan pemegang saham. Oleh karena itu, secara tidak langsung manajer akan bersikap hati-hati dalam melakukan sesuatu, dikarenakan manajer akan ikut menanggung efek dari sebuah keputusan yang nantinya akan dipilih.

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan tersebut, maka penelitian ini akan menganalisa tentang tata kelola perusahaan dan karakteristik perusahaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2016-2018. Dari hasil penelitian tersebut, akan diungkapkan dalam pertanyaan sebagai berikut:

1. Apakah tata kelola perusahaan mempengaruhi kebijakan dividen?
2. Apakah ukuran perusahaan mempengaruhi kebijakan dividen?
3. Apakah profitabilitas perusahaan mempengaruhi kebijakan dividen?
4. Apakah pertumbuhan perusahaan mempengaruhi kebijakan dividen?
5. Apakah kepemilikan manajerial mempengaruhi kebijakan dividen?

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Teori Agensi

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan *agency theory* yaitu suatu hubungan yang terjadi ketika pihak pemilik perusahaan menyewa *agen* untuk melangsungkan suatu jasa. Hubungan agensi ini dapat memicu permasalahan agensi yang mana pihak agen lebih mementingkan keuntungan untuk dirinya sendiri sementara kepentingan prinsipal akan diabaikan. Pihak tersebut seringkali memicu terjadinya perbedaan kepentingan yang memicu terjadinya *agency problem* (masalah keagenan). Hal tersebut dikarenakan manajer berusaha untuk mengejar kepentingannya, dan berdampak pada kecenderungan manajer agar berfokus pada rencana dan penambahan modal perusahaan yang membuahkan laba yang tinggi dalam waktu yang singkat dan mengharapkan

kompensasi yang besar atas kinerja yang sudah dilakukan, daripada mengoptimalkan kesejahteraan pemilik modal melalui investasi terhadap rencana yang menguntungkan dimasa datang. Teori keagenan menjelaskan bagaimana meminimalisir akibat adanya perbedaan kepentingan diantara pihak yang berkepentingan dalam kegiatan bisnis yang berefek merugikan (Randy dan Juniarti, 2013). Menurut Firmada *et al.*, (2013), untuk mengawasi tingkah laku oportunistik manajer, *principal* harus menambah pengeluaran berupa *agency cost*. Beberapa pendekatan yang dapat dilakukan untuk mengurangi hal tersebut yaitu diantaranya dengan meningkatkan kepemilikan manajerial.

Teori Siklus Hidup

Senchak dan Lee (1980) (dalam Imayanti (2013)) merupakan peneliti pertama yang mengembangkan model hipotesis yang mengaitkan *life cycle theory* dengan kebijakan pembayaran dividen. Mereka membagi *life cycle* perusahaan menjadi tiga tahap. Pertama, pada saat perusahaan mengalami pertumbuhan pesat (*growth*). Kedua, saat pertumbuhan redah (*mature*). Ketiga, tahap pertumbuhan negatif (*decline*).

Menurut Pebrianti (2017) pada tahap pertumbuhan, penjualan dan aliran kas yang masuk ke perusahaan masih belum cukup banyak, sementara kebutuhan investasi relatif tinggi. Selanjutnya perusahaan yang berada pada tahap kedewasaan (*mature*) mempunyai dua ciri yaitu terjadinya peningkatan laba dan aliran kas yang cepat dan kebutuhan dana untuk investasi pada produk dan proyek baru akan mulai menurun (Pebrianti, 2017). Pada tahap *decline* atau penurunan. Pada tahap ini memiliki ciri yaitu terjadinya penurunan yang stabil terhadap pendapatan dan laba (Pebrianti, 2017). Ketika perusahaan memasuki tahap penurunan, beberapa mungkin mulai melakukan likuidasi aset atau pelepasan investasi (Lobo *et al.* 2018).

Dividen

Kebijakan dividen ialah kebijakan yang menetapkan apakah perusahaan akan mengalokasikan keuntungan yang didapatkannya pada pemilik perusahaan dalam wujud dividen *cash* atau mencandangkan penghasilan tersebut untuk diinvestasikan lagi sebagai *retained earnings* (Gitman dan Zutter, 2015). Menurut Levy (1990) (dalam Swabawani (2008)), kebijakan dividen adalah keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Penentuan yang tepat mengenai total *dividend* yang harus di bayarkan merupakan ketetapan manajemen keuangan yang tentunya tidaklah mudah karena, kebijakan tersebut dapat menagaitkan pihak yang memiliki keperluan yang berbeda, yaitu pihak pemilik dan yang menjalankan perusahaan.

Tata Kelola Perusahaan

Isu CG timbul lantaran terjadinya pemisahan antara kepemilikan dengan pengendalian perusahaan. Pada tahun 1998, Indonesia mengalami isu yang berkaitan tentang CG, tepatnya saat Indonesia diguncang krisis moneter. Menurut (FCGI 2004) salah satu faktor mutlak yang mengakibatkan terjadinya krisis yang melanda yaitu lantaran CG tak terlaksana dengan baik atau bahkan sama sekali tidak diimplementasikan. FCGI (dalam Randy dan Juniarti (2013)) mendefinisikan tata kelola perusahaan sebagai hubungan antara pihak berkepentingan seperti kreditur, pemerintah, pengelola, dan pihak lainnya yang diatur dalam seperangkat aturan. CG dimaksudkan untuk mengatur interaksi antara pengelola dan pemilik perusahaan untuk mencegah adanya kekeliruan yang akan berakibat fatal dalam pengelolaan perusahaan dan apabila terjadi kesalahan dapat segera diperbaiki.

Ukuran Perusahaan

Dalam melakukan kegiatan berinvestasi, besar kecilnya perusahaan adalah hal yang tentunya sangat dipertimbangkan oleh investor. Hal ini lantaran ukuran perusahaan bisa menggambarkan sekilas mengenai kekuatan dari unit bisnis yang dimiliki sebuah perusahaan. Menurut Prasetya, Tommy, dan Saerang (2014) *firm size* yang besar dan semakin bertumbuh sanggup menggambarkan keuntungan yang akan datang, kemudahan dalam pembiayaan dapat memengaruhi nilai perusahaan dan menjadi berita baik bagi investor.

Profitabilitas Perusahaan

Menurut Gumanti (dalam Sumanti dan Mangantar, 2015) profitabilitas yaitu merupakan kekuatan perusahaan dalam membuahkan laba. Laba dianggap sebagai indikator penting dalam kemampuan perusahaan membayar dividen. Profitabilitas yang semakin besar didapatkan perusahaan tentunya akan memengaruhi dividen yang dibayarkan pula terhadap pemegang saham. Tingkat kestabilan laba yang baik dalam suatu perusahaan, mengindikasikan adanya kecenderungan untuk berupaya mempertahankan atau pun menaikkan pembayaran *dividend*. Maka dari itu, profitabilitas mutlak diperlukan perusahaan bila hendak membayarkan dividen (Firmanda et al. 2013).

Pertumbuhan Perusahaan

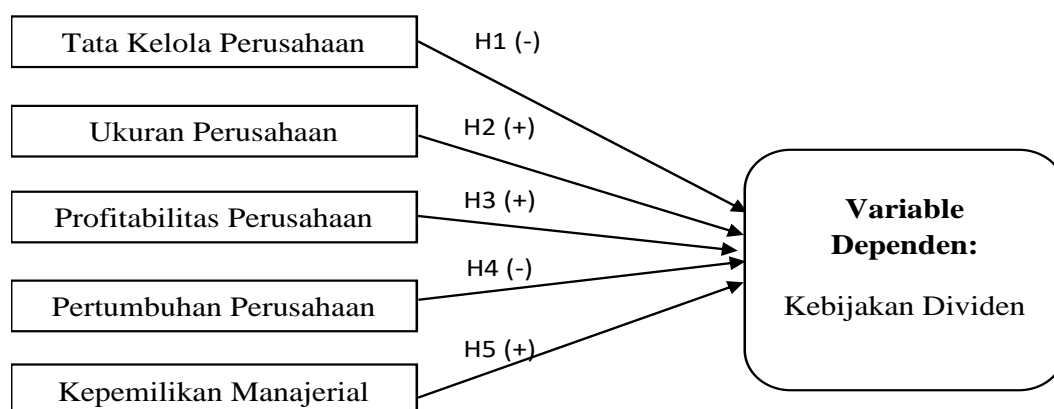
Menurut Fauzi dan Suhadak (dalam Maryanti dan Sidoarjo, 2016) setiap tahunnya perusahaan berusaha menggapai pertumbuhan yang tinggi dari sebelumnya, dikarenakan perusahaan memberikan sebuah ilustrasi yang berkaitan dengan perkembangan apa saja yang terjadi. Menurut Murni & Andriana (2007) salah satu komponen untuk menilai prospek perusahaan pada masa depan yaitu dengan melihat tingkat *firm growth*. Tidak hanya itu, *firm growth* merupakan salah satu faktor yang memengaruhi kebijakan *dividend*. Dengan tingkat pertumbuhan perusahaan yang makin pesat, dana yang dibutuhkan juga meningkat, hal itu terjadi lantaran untuk menyokong pertumbuhan perusahaan. Sejalan dengan keperluan pembiayaan perusahaan dalam waktu yang akan datang, maka perusahaan lebih senang untuk mencadangkan labanya dari pada membayarkannya sebagai dividen kepada pemilik saham (Sulistiyowati, Ratna, dan T, 2010).

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham yang dipunyai pihak manajemen yaitu komisaris dan direktur (Sumanti dan Mangantar, 2015). Kepemilikan manajer tersebut bisa menimbulkan munculnya manfaat ataupun biaya bagi perusahaan, lantaran *insider ownership* tersebut bisa memberi efek pada perilaku manajemen (Jensen, 1992 dalam Febriana, Djumahir, dan Achmad Helmy Djawahir, 2016). Konflik agensi dapat diminimalisir oleh adanya kepemilikan saham oleh manajer. Hal ini lantaran tindakan manajer sesuai dengan kemauan pemilik saham dan memberikan keleluasaan manajer untuk berpartisipasi dalam kepemilikan saham guna membuat manajer bertindak tak gegabah karena akan ikut menanggung konsekuensi atas ketetapanannya (Demsetz dan Lehn, 1985 dalam Putu, Devi, Made, dan Erawati, 2014).

Kerangka Pemikiran

Gambar 1
Kerangka Pemikiran Penelitian



Pengaruh Tata Kelola Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Hak pemilik modal dapat dilindungi salah satu caranya dengan dijalankannya mekanisme yang baik mengenai tata kelola perusahaan. Gugler (2003) menyebutkan bahwa CG bisa menjadi

sebuah penentu berapa jumlah kebijakan dividen yang dibayarkan. Mitton dan Sawicki (dalam Setiawan dan Phua, 2013) menyelidiki negara-negara berkembang dan hasil sampel mereka menunjukkan hasil yang konklusif, perusahaan dengan praktik CG yang lebih bagus akan memberikan dividen yang lebih bagus pula kepada pemilik modal. Disisi lain, menurut Knyazeva (2007) (dalam Setiawan dan Phua, 2013) yang juga mengobservasi efek dari *corporate governance* terhadap *dividend* perusahaan menunjukkan hasil kalau perusahaan dengan tingkat tata kelola yang lebih rendah akan berusaha lebih keras untuk membayar *dividend* pada pihak pemilik modal. Perusahaan yang indeks skor *corporate governance* yang lebih rendah menghasilkan pembayaran dividen yang lebih tinggi kepada investor. Oleh karena itu, berdasarkan pemaparan diatas disusun lah hipotesis berikut:

H1: Tata kelola perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Suatu perusahaan besar yang telah mapan tentunya lebih mempunyai jalan masuk yang lebih gampang menuju pasar modal, di sisi lain perusahaan yang masih tergolong baru dan kecil dapat menemukan berbagai kerumitan untuk memiliki jalan masuk ke pasar modal. Menurut Sari (2011), akses ke pasar modal yang mudah memiliki efek baik, hal ini lantaran berguna untuk fleksibilitas dan kekuatannya meraih dana yang besar, yang menyebabkan perusahaan dapat meningkatkan rasio pembiayaan *dividend*, dibandingkan perusahaan kecil. Maka, semakin besar suatu perusahaan, makin besar tingkat kepercayaan pemilik modal dalam melakukan investasi, dengan harapan perusahaan membayar dividen yang lebih besar pula. Mitton (2004) melakukan studinya di negara-negara maju. Hasilnya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan memiliki dampak positif pada pembayaran dividen. Ukuran perusahaan yang semakin besar, maka makin tinggi pembayaran dividennya. Oleh karena itu, berdasarkan pemaparan diatas disusun lah hipotesis berikut:

H2: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Profitabilitas Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Dari berbagai penelitian sebelumnya didapat hasil yang konklusif pada pengaruh profitabilitas perusahaan terhadap kebijakan dividen, yang merupakan dampak positif dari profitabilitas perusahaan pada kebijakan dividen. Menurut Sari (2011) perusahaan yang memiliki *profit* yang lebih, cenderung akan membayar proporsi keuntungan yang makin besar sebagai dividen. Semakin pesat keuntungan yang didapatkan, maka semakin meningkat kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Hal tersebut didukung oleh penelitian Setiawan dan Phua (2013) bahwa perusahaan yang menikmati penghasilan lebih tinggi akan membayar dividen yang lebih tinggi pula ke pemilik modal, sementara perusahaan dengan penghasilan yang lebih rendah akan membayar dividen lebih rendah kepada investor. Oleh karena itu, berdasarkan pemaparan diatas disusun lah hipotesis berikut:

H3: Profitabilitas perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Perusahaan dengan pertumbuhan yang lebih pesat lebih memutuskan pendapatan mereka akan diinvestasikan, ketimbang mendistribusikannya terhadap pemilik modal. Semakin pesat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, semakin tinggi perusahaan membutuhkan dana guna diinvestasikan kembali. Efek negatif dari pertumbuhan perusahaan pada kebijakan dividen juga di dukung oleh penelitian Gugler (2003) dan Latiefsari (2011) yang mengobservasi hal yang sama dan terbukti bahwa *firm growth* berpengaruh negative terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut lantaran perusahaan menetapkan untuk menahan laba yang didapat guna mendanai investasinya, daripada membagikan *dividend* (Puspita dan Nugroho, 2012). Oleh karena itu, berdasarkan pemaparan diatas disusun lah hipotesis berikut:

H4: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negative terhadap kebijakan dividen

Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen

Dengan adanya kepemilikan manajerial diharapkan sanggup melengkapi masing-masing kepentingan *principal* dan agen. Menurut Yuli (2008), manager dapat kesempatan untuk ikut serta dalam kepemilikan saham dengan harapan dapat menselaraskan dengan tujuan prinsipal. Dengan adanya hal ini, manager diharapkan membuahkan prestasi yang baik, serta mengarahkan dividend pada tingkat yang tinggi.

Namun pendapat tersebut berbeda dengan Nuringsih (2005), yang mengatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki keterkaitan yang negatif pada kebijakan dividen. Hal ini lantaran, tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi, manajer mengalokasikan laba dalam bentuk *retained earnings* ketimbang membayar *dividend*, dengan argumen bahwa sumber dana internal lebih praktis dibanding dana eksternal. Dari uraian tersebut, dapat dirumuskan hipotesis kelima yaitu:

H5: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

METODE PENELITIAN

Bagian ini akan menjelaskan mengenai variabel penelitian beserta indikator yang digunakan. Variabel penelitian ini terdiri dari variabel dependen, dan variabel independen.

Variabel Dependen

Variabel dependen yang ada dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen. Untuk mengukur kebijakan dividen tersebut, pada penelitian ini menggunakan *dividen yield*. Pada penelitian Gul (1999), kebijakan dividen dapat diukur menggunakan *dividend yield*. Menurut Hit (2006) (dalam Margaretha dan Irma Damayanti (2008)) *dividend yield* ialah hasil persentase dari keuntungan per lembar saham dibagi dengan harga pasar perlembar saham yang di terima perusahaan. Pengukuran mengenai *dividen yield* dapat dirumuskan secara ringkas sebagai berikut:

$$DIV = \frac{\text{Dividen per share}}{\text{Price Per Share}}$$

Variabel Independen

Tata Kelola Perusahaan

Untuk mengukur praktik tata kelola perusahaan, diukur menggunakan *Transparency and Disclosure Index* (TDI) yang dirumuskan oleh Kowalewski *et al.* (2008). Indeks TDI berisi 32 item yang dibagi menjadi tiga sub-indeks, yaitu:

1. 13 item untuk *TDI-Board*, yang mengungkapkan struktur dan prosedur dewan komisaris dan direksi.
2. 13 item untuk *TDI-Disclosure*, yang mengungkapkan hal-hal penting suatu perusahaan.
3. 6 item untuk *TDI-Shareholder*, mengenai kondisi pemegang saham di dalam perusahaan.

Sementara di Indonesia memakai sistem *two-tier*, yaitu dewan direksi dan dewan komisaris, maka dari itu penelitian ini menggunakan dewan komisaris sebagai acuan untuk *TDI-Board* (Setiawan and Phua 2013). Untuk mengukur variabel *CG*, peneliti melakukan *scoring* kriteria. Jika menemukan informasi yang relevan, akan diberikan skor 1 pada item tersebut dan jika tidak menemukan informasi yang relevan, maka diberikan skor 0 pada item tersebut.

Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan berhubungan dengan fleksibilitas dan kemampuan memperoleh dana dan laba dengan meninjau peningkatan asset perusahaan (Firmanda, Raharjo, dan Oemar, 2013). Menurut penelitian Setiawan dan Phua (2013) total asset digunakan sebagai proksi untuk ukuran perusahaan.

$$FS = \text{Ln}(\text{Total Aset})$$

Profitabilitas Perusahaan

Untuk mengukur profitabilitas perusahaan, peneliti menggunakan *return on aset* (ROA). Menurut penelitian Nuringsih (2005), ROA dirumuskan sebagai pebandingan laba bersih (setelah pajak) terhadap total asset. Untuk itu pengukuran profitabilitas dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Asset}}$$

Pertumbuhan Perusahaan

Pengukuran pertumbuhan perusahaan mengacu pada penelitian Setiawan dan Phua (2013) yang menggunakan *market value of equity/book value of equity*. Pengukuran tersebut dapat dirumuskan secara ringkas sebagai berikut:

$$\text{GROWTH} = \frac{\text{Shares Outstanding} \times \text{Share Closing Price}}{\text{nilai buku ekuitas}}$$

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan saham yang dimiliki oleh para eksekutif perusahaan, yaitu direksi dan komisaris. *Managerial ownership* dapat diukur dengan proporsi saham yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun dan dinyatakan dalam persentase. Pengukuran *managerial ownership* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \% \text{ saham yang dimiliki direksi dan komisaris}$$

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2016-2018. Pengambilan sampel perusahaan menggunakan metode *purposive sampling*. Berikut kriteria-kriteria pengambilan sampel dalam penelitian ini:

1. Perusahaan manufaktur yang tercatat di BEI periode 2016-2018.
2. Perusahaan manufaktur yang melaporkan laporan tahunannya secara menyeluruh periode 2016-2018.
3. Perusahaan manufaktur yang membagikan dividen secara runtut periode 2016-2018.
4. Perusahaan manufaktur yang mempunyai kelengkapan data laporan tahunan yang dibutuhkan pada periode 2016-2018 dalam penelitian.

Metode Analisis

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji statistik deskriptif, uji asumsi klasik, dan uji hipotesis. Uji asumsi klasik yang dilakukan pada penelitian ini adalah uji normalitas, uji multikolinearitas, uji heteroskedastisitas dan uji autokorelasi.

Penelitian ini menggunakan model untuk analisis regresi linear berganda sebagai berikut :

$$DIV = \alpha + \beta_1 TDI + \beta_2 FS + \beta_3 PROFIT + \beta_4 Growth + \beta_5 KM + e$$

Keterangan :

α	: Konstanta
DIV	: Kebijakan Dividen
TDI	: Total skor untuk TDI
FS	: Ukuran perusahaan
PROFIT	: Profitabilitas Perusahaan
Growth	: Pertumbuhan Perusahaan
KM	: Kepemilikan Manajerial
β_1 - β_5	: Koefisien regresi
e	: Error

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Objek Penelitian

Pada penelitian ini, objek penelitian yang digunakan adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2016-2018. Sampel pada penelitian ini diperoleh

melalui metode *purposive sampling*. Sampel yang terpilih ialah sampel yang memenuhi kriteria yang telah ditetapkan antara lain merupakan perusahaan manufaktur di Indonesia yang telah tercantum di BEI pada 2016-2018, perusahaan manufaktur yang melaporkan laporan tahunannya secara berturut-turut pada 2016-2018, perusahaan manufaktur yang membagikan dividen pada 2016-2018. Berikut disajikan pada table 1 hasil pemilihan sampel penelitian:

Tabel 1
Perolehan Sampel Data

NO.	KRITERIA	JUMLAH
1.	Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2016-2018	150
2.	Perusahaan yang tidak mengungkapkan laporan tahunannya secara menyeluruh periode 2016-2018	(15)
3.	Perusahaan manufaktur yang tidak membayarkan dividennya berturut-turut periode 2016-2018.	(95)
4	Jumlah sampel	40
5	Tahun penelitian	3
6	Data Outlier	(1)
7	Total observasi	119

Statistik Deskriptif

Tabel 2
Hasil Analisis Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Deviasi Standar
DIV	119	0.0017	0.1531	0.022063	0.0216382
TDI	119	0.4188	0.8675	0.673849	0.1108488
FS	119	26.7100	33.4700	29.538151	1.6398201
PROFIT	119	-0.0113	0.5266	0.086243	0.0863891
GROWTH	119	0.0270	82.4444	4.429172	10.7748637
KM	119	0.0000	0.3732	0.019599	0.0675933

Sumber: Output SPSS, data sekunder yang diolah, 2019

Keterangan: DIV = Kebijakan Dividen; TDI = *Corporate Governance*; FS = Ukuran Perusahaan; PROFIT = Profitabilitas Perusahaan; GROWTH = Pertumbuhan Perusahaan; KM = Kepemilikan Manajerial

Hasil analisis statistik deskriptif menunjukkan nilai minimum variable DIV sebesar 0,0017 yang merupakan nilai dari Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk, nilai maksimum 0,1531 yang merupakan nilai dari Selamat Sempurna Tbk. Rata-rata variable DIV yaitu 0,022063 hal ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur rata-rata membayarkan dividennya sebesar 2,2063%. Deviasi standar sebesar 0,0216382, angka tersebut lebih rendah dibandingkan dengan *mean* dari *dividen yield* yang berarti bahwa variasi data pada variabel *dividend yield* tidak terlalu menyebar atau bisa dikatakan data tersebut tidak terlalu bervariasi

Variabel TDI menunjukkan nilai minimal dari variabel TDI yaitu sebesar 0,4188 dan nilai maksimal sebesar 0,8675. Standar deviasi menunjukkan nilai 0,1108488 dan *mean* sebesar 0,673849. Nilai tersebut lebih rendah dibandingkan dengan nilai *mean*, yang berarti bahwa variasi data pada variabel *corporate governance* tidak terlalu menyebar atau bisa dikatakan data tersebut tidak terlalu bervariasi.

Variabel FS merupakan variabel independen ukuran perusahaan. Hasil analisis statistik deskriptif menunjukkan bahwa nilai minimum variabel FS yaitu 26,71 dan nilai maksimal senilai 33,47. Deviasi standar senilai 1,6398201, dan *mean* sebesar 29,52. Hasil ini memperlihatkan bahwa nilai deviasi standar lebih kecil dari nilai *mean*nya yang berarti bahwa variasi data pada variabel ukuran perusahaan tidak terlalu menyebar atau bisa dikatakan data tersebut tidak terlalu bervariasi.

Variabel PROFIT merupakan variabel independen profitabilitas perusahaan. Hasil analisis statistik deskriptif memperlihatkan bahwa nilai terkecil dari variabel PROFIT adalah -0,0113 sementara nilai maksimalnya sebesar 0,5266. Deviasi standar sebesar 0,0863891 dan *mean* sebesar 0,0862430. Deviasi standar yang lebih tinggi dari nilai *mean* menggambarkan bahwa variasi data variabel profitabilitas perusahaan cukup tinggi.

Variabel GROWTH merupakan variabel independen pertumbuhan perusahaan. Hasil dari uji statistik deskriptif untuk variabel ini menunjukkan nilai minimal sebesar 0,0270, nilai maximum sebesar 82,4444, dengan *mean* 4,429172 dan deviasi standar variabel ini yaitu 10,7748637. Deviasi standar yang lebih tinggi dari nilai *mean* menggambarkan bahwa variasi data variabel pertumbuhan perusahaan cukup tinggi.

Variabel KM merupakan variabel independen terakhir dalam penelitian yang menunjukkan kepemilikan saham manajerial. Hasil dari uji statistik deskriptif untuk variabel KM didalam tabel menunjukkan nilai *mean* yaitu senilai 0,0195996, deviasi standar variabel ini yaitu sebesar 0,0675933. Nilai minimum variabel KM yaitu 0% dan maksimumnya senilai 37,32%. Deviasi standar yang lebih tinggi dari nilai *mean* menggambarkan bahwa variasi data variabel kepemilikan manajerial cukup tinggi.

Pembahasan Hasil Penelitian

Model regresi penelitian ini dinyatakan normal karena memiliki nilai Asymp. Sig. (2-tailed) sebesar 0,200 yang artinya nilai sig lebih besar dari 10%. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa residual terdistribusi secara normal dalam uji *One Sample Kolmogorov-Smirnov* dan memiliki distribusi data yang mengikuti garis normal pada grafik *Normal Probability Plot*. Model regresi penelitian ini dinyatakan bebas dari multikolinearitas karena setiap variabel independen dalam model regresi memiliki nilai *tolerance* ≥ 0.10 dan nilai *VIF* ≤ 10 . Model regresi penelitian ini dinyatakan bebas dari heteroskedastisitas karena memiliki data yang menyebar secara acak tanpa membentuk pola tertentu pada grafik *Scatterplot* dan uji *glejser*. Model regresi penelitian ini dinyatakan bebas dari autokorelasi karena memiliki nilai *Durbin-Watson* sebesar 2,255.

Uji hipotesis penelitian ini dilakukan dengan metode menggunakan analisis regresi linear berganda. Hasil dari uji hipotesis akan dijelaskan pada tabel 3.

Tabel 3
Hasil Uji Hipotesis

	B	t	Sig.	Keterangan
(Constant)	-4.591	-3.261	0.001	
TDI	0.958	1.148	0.253	Tidak berpengaruh
FS	-0.016	-0.339	0.735	Tidak berpengaruh
PROFIT	5.135	4.325	0.000*	Berpengaruh positif
GROWTH	-0.316	-3.200	0.002**	Berpengaruh negatif
KM	1.740	1.480	0.142	Tidak berpengaruh

Sumber: Output SPSS, data sekunder yang diolah, 2019

Keterangan: *= Signifikan pada tingkat 1%; **= Signifikan pada tingkat 5%; DIV = Kebijakan Dividen; TDI = *Corporate Governance*; FS = Ukuran Perusahaan; PROFIT = Profitabilitas Perusahaan; GROWTH = Pertumbuhan Perusahaan; KM = Kepemilikan Manajerial

Hipotesis 1

Hipotesis yang pertama menyatakan tata kelola perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tidak didukung. Hasil analisis penelitian ini konsisten dengan penelitian Puspita

dan Nugroho (2012);Tahir *et al* (2016) dimana dalam penelitiannya menghasilkan adanya pengaruh positif antara *corporate governance* namun tak signifikan. Puspita dan Nugroho (2012) mengatakan skor pada GCG tak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen lantaran didalam pembagiannya, dividen yang nantinya akan dibayarkan telah ditentukan dalam RUPS. Perbedaan hasil analisis peneliti dengan penelitian sebelumnya dikarenakan perbedaan mengenai sampel dari perusahaan yang diobservasi, pada penelitian Setiawan dan Phua (2013) menggunakan total 248 sampel dalam 3 tahun observasi, sedangkan penelitian ini menggunakan 119 sampel dalam 3 tahun observasi. Perbedaan selanjutnya dapat dikarenakan terdapat perusahaan sampel yang mempunyai tingkat CG yang baik tapi pembayaran dividennya rendah, begitu juga sebaliknya. Dalam kaitannya tata kelola perusahaan dengan teori agensi yaitu didalam teori agensi menjelaskan interaksi antar principal dan agen. Seringkali mereka berbeda orientasi atau tujuan dan dapat menimbulkan konflik agensi. Menurut teori agensi, tata kelola perusahaan yang baik dapat mengurangi timbulnya konflik agensi.

Hipotesis 2

Hipotesis yang kedua menyatakan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen tak di dukung. Hal tersebut menunjukkan bahwa *firm size* tak memberi pengaruh terhadap kebijakan dividen. Berapapun jumlah besar aset yang dimiliki oleh perusahaan selama tahun pengamatan tidak menjamin besar kecilnya pembagian dividen kepada pemegang saham. Hasil analisis tersebut konsisten dengan penelitian Setiawan dan Phua (2013), dan Wira (2010). Dengan demikian ukuran perusahaan kurang menjadi pertimbangan dalam menentukan kebijakan dividen pada industri manufaktur. Kemungkinan hal bisa terjadi karena semakin besar perusahaan, beban yang dipikul akan semakin besar, dan perusahaan yang besar pasti memiliki biaya operasional yang tinggi, sehingga membuat perusahaan akan mengurangi proporsi dividen yang dibagikan kepada pemilik saham. Dalam kaitannya dengan teori siklus hidup, dimana dalam teori siklus hidup menyatakan pada tahap kedewasaan perusahaan (*mature*), memiliki ciri yaitu adanya peningkatan laba dan aliran kas yang cepat sebagai cermin dari keberhasilan investasi masa lalu. Selain itu, kebutuhan dana untuk investasi pada produk dan proyek baru akan mulai menurun (Pebrianti 2017).

Hipotesis 3

Hipotesis ketiga menyatakan profitabilitas perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen disimpulkan didukung. Hasil ini konsisten dengan penelitian Setiawan dan Phua (2013). Perusahaan manufaktur di Indonesia yang mendapatkan pendapatan yang lebih tinggi membagikan lebih banyak dividen dibandingkan perusahaan dengan yang pendapatannya kecil. Dalam kaitannya *agency theory* jika dikaitkan dengan profitabilitas, dividen sebagai bagian dari profit perusahaan akan menjadi tujuan dari aktivitas investasi yang dilakukan pemegang saham. Perusahaan yang melaporkan laba yang tinggi akan memancing keinginan pemegang saham untuk berinvestasi dalam perusahaan tersebut. Pemegang saham sebagai *principal* mengharap *return* yang besar atas investasi yang telah dikeluarkan. Manajemen sebagai agen lebih memilih menggunakan profit sebagai pendanaan internal yang berguna sebagai peningkatan kinerja yang telah dicapai oleh perusahaan. Perbedaan tersebutlah yang akan memicu timbulnya *agency conflict*.

Hipotesis 4

Hipotesis keempat yang menyatakan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen dinyatakan didukung. Hasilnya penelitian ini berlawanan dengan penelitian yang dilakukan Setiawan dan Phua (2013) yang menyatakan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Namun hasil penelitian ini menguatkan beberapa penelitian sebelumnya yang telah dilakukan oleh Silaban dan Purnawati (2016), Setiawati dan Yesisca, (2018) yang menemukan hasil bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi pasti makin membutuhkan dana untuk membelanjai ekspansi perusahaannya. Oleh karena itu perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang lebih pesat cenderung untuk menggunakan pendapatan mereka untuk mendanai kegiatan investasi daripada membagikan dividen ke pemegang saham, dan tentunya berdampak semakin rendah kemungkinan perusahaan membayarkan dividennya,

lantaran dana yang dipakai untuk membayar dividen dialokasikan pada penambahan aset dalam perusahaan. Hasil penelitian ini sesuai dengan teori siklus hidup yang dimana pembagian dividen cenderung mengikuti pola siklus hidup perusahaan sehingga keputusan pembagian dividen dipengaruhi oleh kebutuhan perusahaan dalam mendistribusikan aliran arus kas bebasnya.

Hipotesis 5

Berdasarkan hasil uji hipotesis terakhir, yang berbunyi bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen dinyatakan ditolak. Hal ini terbukti bahwasannya pada perusahaan manufaktur yang terdapat di BEI pada periode penelitian, presentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh para direksi dan komisaris masih dalam kategori rendah dibandingkan dengan pemegang saham yang lain sehingga menimbulkan kepemilikan manajerial tak ada pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini tak sejalan dengan penelitian Nuringasih (2005), namun menguatkan penelitian Firmanda *et al.* (2013) yang menyatakan jika keterlibatan manajer dalam *managjerial ownership* semakin besar, dapat menyebabkan asset yang dipunyai tak terdiversifikasi secara maksimal dan tentunya menimbulkan dividen yang dibagikan makin besar jumlahnya.

Dalam kaitannya teori agensi dengan kepemilikan manajerial yaitu manajemen sebagai *agent* cenderung untuk mengejar tujuan yang tidak selaras dengan pemegang saham (*principal*). Oleh karena itu, untuk mengurangi sikap oportunistik *agent*, *principal* harus bersedia mengeluarkan *cost agency* atau yang biasa disebut biaya keagenan. Dengan adanya kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan diharapkan akan mengurangi adanya *agency cost*.

KESIMPULAN

Objek yang ada dalam penelitian ini yaitu perusahaan manufaktur yang tercantum di BEI pada periode 2016-2018. Sample akhir penelitian ini adalah 119 yang diperoleh melalui metode *purposive sampling*. Hasil analisis yang diperoleh adalah sebagai berikut:

1. *Corporate governance* tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen
2. Ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen
3. Profitabilitas perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen
4. Pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen
5. Kepemilikan manajerial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen

Keterbatasan

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, terdapat beberapa keterbatasan yang terdapat dalam penelitian ini berupa kekurangan ataupun kelemahan, yaitu: pertama, banyaknya kriteria dari sampel penelitian yang tidak dapat dipenuhi oleh perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia, hal itu menyebabkan jumlah sampel menjadi terbatas; kedua, variabel independen *corporate governance* yang menggunakan *transparency disclosure index* menggunakan skoring kriteria, sehingga apabila penulis memberikan skor pada setiap item pengungkapan tersebut dapat mengandung unsur subjektivitas; ketiga, nilai Adjusted R Square dalam uji R yang dilakukan pada penelitian ini relatif rendah, hanya sebesar 16,7%. Nilai tersebut menunjukkan 83,3% variabilitas variabel dependen dipaparkan oleh variabel lain diluar penelitian ini.

Saran

Berdasarkan keterbatasan diatas terdapat beberapa saran yang dapat dijadikan masukan bagi penelitian selanjutnya agar memperluas sampel penelitian dengan menambahkan sektor perusahaan lain, mampu menggunakan kriteria penilaian *corporate governance* yang dikembangkan oleh peneliti lain, dan dapat menambah variabel lainnya yang masih berhubungan dengan penelitian ini.

REFERENSI

Denis, D. .. and I. Osobov. 2008. "Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on The Determinants of Dividend Policy." *Journal of Financial Economics* 89(1):62–82.

- Dewi, Sisca Christianty. 2008. "Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen." *Jurnal Keuangan Dan Perbankan* 10(1):47–58.
- FCGI. 2004. "Corporate Governance Self Assessment Corporate Governance Self Assessment Checklist. Penilaian Mandiri (Self Assessment) Praktik Corporate Governance Perusahaan."
- Febriana, Ella, Djumahir, and Achmad Helmy Djawahir. 2016. "Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, Kepemilikan Saham Manajerial Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI Pada 2011-2013)." *Jurnal Ekonomi Bisnis Tahun 21* 163–78.
- Firmanda, Ridho, Kharis Raharjo, and Abrar Oemar. 2013. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Dan Cash Position Terhadap Kebijakan Deviden."
- Ginting, Jollifi. 2015. "Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Praktik."
- Gitman, Lawrence J. and Chad J. Zutter. 2015. "Principles of Managerial Finance." Pearson.
- Gugler, Klaus. 2003. "Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment." *Journal of Banking and Finance* 27(7):1297–1321.
- Gul, Ferdinand A. 1999. "Growth Opportunities, Capital Structure and Dividend Policies in Japan." *Journal of Corporate Finance* 5(2):141–68.
- Imayanti, Meuthia Hapsari. 2013. "Keterkaitan Teori Siklus Hidup Keuangan Dalam Kebijakan Dividen: Studi Pada Sektor Ekonomi Yang Listing Di Bei." *Etikonomi* 12(1):33–44.
- Jensen, C. and H. Meckling. 1976. "Theory Of The Firm : Managerial Behavior , Agency Costs And Ownership Structure I . Introduction And Summary In This Paper Wc Draw On Recent Progress In The Theory Of (1) Property Rights , Firm . In Addition To Tying Together Elements Of The Theory Of E." 3(1976):305–60.
- Krisnauli and Basuki Hadiprajitno. 2014. "Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang." *Diponegoro Journal of Accounting* 3(2):1–13.
- Lobo, Gerald J., Mostafa Monzur Hasan, Abu Amin, and Jiri Tresl. 2018. *Firm Life Cycle and Loan Contract Terms*.
- Margaretha, Farah and Irma Damayanti. 2008. "Pengaruh Price Earnings Ratio, Dividend Yield Dan Market To Book Ratio Terhadap Stock Return Di Bursa Efek Indonesia." *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi* 10(3):149–60.
- Maryanti, Eny and Universitas Muhammadiyah Sidoarjo. 2016. "Analisis Profitabilitas , Pertumbuhan Perusahaan , Pertumbuhan Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014)." 1(2014):143–51.
- Mitton, Todd. 2004. "Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets." *Emerging Markets Review* 5(4):409–26.
- Murni, Sri and Andriana. 2007. "Pengaruh Insider Ownership, Intitutional Investor, Dividend Payment, Dan Firm Growth Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan (Studikasu Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta)." *Akuntansi Dan Bisnis* 15–24.
- Nuringsih, Kartika. 2005. "Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996." *Jurnal Akuntansi Dan Keuangan Indonesia, Juli–Desember* 2(2):103–23.
- Pebrianti, Yulia. 2017. "Siklus Hidup Perusahaan Dan Teori Pecking Order." 3(2):235–47.
- Prasetya, Ta'dir Eko, Parengkuan Tommy, and Ivone S. Saerang. 2014. "Struktur Modal, Ukuran Perusahaan Dan Risiko Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Otomotif Yang Terdaftar Di Bei." *Emba Vol.2 No.2(2):Hal* 879-889.
- Puspita, Helen and Paskah Ika Nugroho. 2012. "Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan Dan Good Corporate Governance Terhadap Kebijakan Dividen." (2).
- Putu, Ni, Yunita Devi, Ni Made, and Adi Erawati. 2014. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Leverage, Dan Ukuran Perusahaan Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur." *Jurnal Akuntansi Universitas Udayana* 93:2302–8556.
- Randy, Vincentius and Juniarti. 2013. "Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Kinerja

- Keuangan Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di BEI).” 1(2).
- Sari, Eka Sartika. 2011. “Pertumbuhan Perusahaan , Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividend Payout Ratio (DPR).” 231–42.
- Setiawan, Doddy and Lian Kee Phua. 2013. “Corporate Governance and Dividend Policy in Indonesia.” *Business Strategy Series* 14(5–6):135–43.
- Setiawati, Loh Wenny and Lusiana Yesisca. 2018. “Analisis Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Kebijakan Utang, Collateralizable Assets, Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2014.” *Jurnal Akuntansi* 10(1):52–82.
- Silaban, Dame Prawira and Ni Ketut Purnawati. 2016. “Pengaruh Profitabilitas, Struktur Kepemilikan, Pertumbuhan Perusahaan Dan Efektivitas Usaha Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur.” 5(2):1251–81.
- Sulistiyowati, Indah, Anggraini Ratna, and Utaminingtyas H. T. 2010. “Pengaruh Profitabilitas, Leverage, Dan Growth Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Good Corporate Governance Sebagai Variabel Intervening.” (Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto 2010).
- Sumanti, Jorenza Chiquita and Marjam Mangantar. 2015. “Analisa Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia.” *Emba* 3(1):1141–51.
- Swabawani, Sahilda. 2008. “Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Kebijakan Dividend Payout (Studi Empiris Terhadap Perusahaan Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2008).” \.
- Tahir, Safdar Husain, Sara Sohail, Irtaza Qayyam, and Komal Mumtaz. 2016. “Effect Of Corporate Governance Index On Dividend Policy: An Investigation Of Textile Industry Of Pakistan.” *Journal of Economic and Social Development* 3:139–46.
- Wira, Variyetmi. 2010. “Faktor Yang Mempengaruhi Pengembalian Investasi Pada Equity Securities Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia.” *Jurnal Akuntansi & Manajemen* 5:87–99.