

# ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, PROFITABILITAS DAN LIKUIDITAS TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN STRUKTUR MODAL SEBAGAI VARIABEL INTERVENING SERTA PENGARUH PAJAK TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

Frendy Akhmad Taufan, Sugeng Wahyudi<sup>1</sup>

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

## ABSTRACT

*The purpose of this research was to examine direct and indirect effect of Institutional Ownerships, Profitability and Liquidity on Dividend Policy with Capital Structure as an Intervening Variable and the effect of Tax on Dividend Policy. This research was taken as there are differences in the results of previous researches between researches with each other and there is a difference between the empirical data with existing theories.*

*Sampling technique used is purposive sampling. From four hundred and twenty-eight companies according ICMD which were taken twelve non financial companies. Because, it has the complete financial statements from the year 2008 up to 2010. The method of analysis used are multiple regression and path analysis.*

*Using multivariate regression analysis, it is known that Institutional Ownerships and Profitability have negative significant effect on the Dividend Policy. Capital Structure has positive significant effect on Dividend Policy. Profitability has positive significant impact on Capital Structure. Liquidity has negative significant impact on Capital Structure. According Path Analysis, Capital Structure isn't the Intervening Variable.*

*Keywords: Dividend Policy, Capital Structure, Path Analysis and ICMD*

## PENDAHULUAN

Dalam rangka penilaian dan investasi terhadap saham perusahaan untuk mendapatkan dividen, calon investor dan investor membutuhkan informasi yang berkaitan langsung dengan kebijakan perusahaan. Salah satu kebijakan yang perlu diperhatikan adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk pembiayaan investasi di masa datang (Sartono, 2001). Melalui kebijakan ini, perusahaan dapat memberikan sebagian dari keuntungan bersihnya kepada pemegang saham secara tunai (Brigham dan Houston, 2006). Sebagai salah satu cara untuk meningkatkan kemakmuran bagi pemegang saham, perusahaan perlu menetapkan kebijakan dividen secara optimal, yaitu suatu kebijakan yang menjaga keseimbangan antara peningkatan kemakmuran pemegang saham dengan pertumbuhan nilai perusahaan (Weston dan Brigham, 1993). Tetapi dalam praktiknya, sering terjadi rintangan untuk merealisasikan tujuan tersebut: seperti terjadinya penurunan profitabilitas, keharusan membayar bunga hutang dan atau terbukanya kesempatan investasi yang *profitable* menyebabkan pihak manajemen membatasi pembayaran dividen (Nuringsih, 2005). Bila dievaluasi secara mendasar (*fundamental*) berapakah proporsi dividen kas/tunai yang seharusnya menguntungkan bagi para pemegang saham sekaligus bagi perusahaan, hal ini masih membutuhkan penelitian lebih lanjut. Black (1976) menyatakan bahwa banyak *puzzel* dibalik kebijakan dividen.

Kebijakan dividen seringkali berkaitan dengan kebijakan lain didalam perusahaan, seperti kebijakan pendanaan/struktur modal. Keterkaitan ini terletak pada penggunaan sumber pendanaan (baik sumber internal dan atau sumber eksternal) serta kepentingan antara kreditor dan investor mengenai porsi keuntungan perusahaan. Struktur modal adalah perbandingan atau imbalanced pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang

---

<sup>1</sup>Penulis penanggung jawab

terhadap modal sendiri (Martono dan Harjito, 2008). Kebijakan mengenai struktur modal seringkali berkaitan dengan *trade off* yakni antara risiko dan tingkat pengembalian. Penambahan hutang akan memperbesar risiko perusahaan, tapi akan memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. Risiko yang semakin tinggi akibat besarnya hutang cenderung akan menurunkan harga saham, tapi meningkatnya *expected return* yang diharapkan akan meningkatkan harga saham. Dari sini muncul konsep struktur modal optimal (*optimal capital structure*) yaitu struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan pengembalian sehingga dapat memaksimumkan harga saham.

Berdasarkan Data Empiris Laporan ICMD 2011 mengenai perkembangan nilai mean faktor yang mempengaruhi *DPR* dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

TABEL 1

Nilai mean faktor-faktor yang mempengaruhi *DPR*

Variabel	2008	2009	2010
<i>Institutional Ownership</i>	0.7607	0.7904	0.7401
<i>ROE</i>	0.2361	0.4837	0.2847
<i>DER</i>	1.2325	1.5192	0.8517
<i>Current Ratio</i>	2.6792	2.4617	2.9983
<i>Tax</i>	0.3648	0.3442	0.2959
<i>DPR (%)</i>	55.74	30.84	27.82

Sumber: ICMD 2011

Berdasarkan tabel diatas, dapat dilihat bahwa fenomena perkembangan nilai variabel independen yang diprosikan dengan *return on equity*, *current ratio* dan *debt to equity ratio* mengalami fluktuasi naik-turun, kepemilikan institusional nilainya relatif stabil sedangkan nilai pajak mengalami penurunan. Variabel dependen *DPR* nilainya mengalami penurunan dari tahun ke tahun. Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menganalisis faktor-faktor yang diduga mempengaruhi kebijakan dividen tetapi hasilnya tidak konsisten (lihat: Widaningsih, 2005; Dewi, 2008; Sadalia dan Saragih, 2008; Deitiana, 2009; Mulyono, 2009; Dewi, 2011; Gill *et al.*, 2010; Widiyanti dan Indarto, 2012; Hadiwidjaja, 2009; Widjaja dan Kasenda, 2008; Indahningrum dan Handayani, 2009; Mas'ud, 2008; Rachmawardani, 2007; Wijaya dan Hadianto, 2008).

Atas dasar fenomena empiris serta perbedaan hasil penelitian, maka tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis faktor-faktor yang secara langsung dan tidak langsung mempengaruhi kebijakan dividen dengan struktur modal sebagai variabel intervening.

## KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

*Agency theory* menyatakan bahwa konflik keagenan disebabkan antara lain oleh pembuatan keputusan aktivitas pencarian dana (*financing decision*) dan pembuatan keputusan bagaimana dana tersebut diinvestasikan. Ada beberapa cara yang dapat dilakukan oleh pemegang saham untuk mengurangi kekhawatiran atas sumber daya perusahaan yang berada di bawah kendali manajemen. Salah satu cara yang lazim digunakan adalah melalui struktur kepemilikan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional adalah dua mekanisme *corporate governance* utama yang membantu mengendalikan masalah keagenan. Cara lain yang dapat digunakan oleh pemegang saham adalah dengan kebijakan untuk membagikan sejumlah laba yang diperoleh perusahaan dalam bentuk dividen.

*Pecking order theory* mengemukakan bahwa perusahaan cenderung menggunakan sumber pendanaan internal sebanyak mungkin untuk membiayai proyek-proyek di dalam perusahaan. Utang menjadi pilihan kedua setelah sumber pendanaan internal kemudian *convertible bond*, *preffered stock*, dan apabila masih memerlukan dana, perusahaan akan menerbitkan *common stock* (*external equity*). Hal ini terjadi karena adanya *transaction cost* didalam mendapatkan dana dari pihak eksternal.

### Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan institusional adalah proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi pada akhir tahun yang diukur dalam prosentase. Menurut *agency theory*, tingkat saham institusional yang

tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistic* manajer, yaitu manajer melaporkan laba secara *opportunis* untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya. Dewi (2008) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan dapat mengurangi biaya keagenan. Penelitian Dewi (2008) sejalan dengan hasil penelitian Crutchley *et al* (1999) dalam Widaningsih, (2005). Dengan demikian hipotesis yang diajukan:

*H1 : Terdapat Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen.*

### **Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen**

Profitabilitas merupakan faktor yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Jensen, Solberg dan Zorn (1992) menyatakan bahwa pada tingkat profitabilitas tinggi, perusahaan cenderung mengalokasikan dividen yang rendah. Hal ini karena perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungannya menjadi dana internal. Pada saat *ROE* tinggi, perusahaan cenderung membayar dividen rendah karena keuntungan tersebut akan digunakan untuk meningkatkan porsi laba ditahan. Dengan ini, sumber internal meningkat sehingga perusahaan dapat menunda penggunaan hutang atau emisi saham baru. Sebaliknya bila *ROE* rendah maka perusahaan cenderung membayar dividen tinggi. Hal ini dilakukan karena perusahaan mengalami penurunan profit sehingga untuk menjaga reputasi dipihak investor, perusahaan akan membagikan dividen tinggi (Nuringsih, 2005). Dengan demikian hipotesis yang diajukan:

*H2 : Terdapat Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen.*

### **Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen**

*Debt to Equity Ratio* digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* terhadap *total shareholder's equity* yang dimiliki perusahaan. Menurut Modigliani dan Miller (1968) dalam Mulyono (2009) menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya *DER*, hal ini karena efek *corporate tax shield*. Dengan memakai hutang, perusahaan akan membayar pajak penghasilan lebih kecil sehingga nilai perusahaan yang memakai hutang akan lebih besar. Semakin besar *DER* menandakan struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang-hutang relatif terhadap ekuitas. Pembayaran dividen yang lebih besar akan meningkatkan kesempatan untuk memperbesar modal dari sumber eksternal. Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan peningkatan kesejahteraan (Mulyono, 2009). Dengan demikian hipotesis yang diajukan:

*H3 : Terdapat Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen.*

### **Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen**

*Current ratio* menggambarkan kemampuan likuiditas perusahaan untuk membayar kewajiban *financial* jangka pendek tepat pada waktunya. Menurut Husnan (2004) *current ratio* adalah suatu rasio untuk mengukur seberapa jauh aktiva lancar perusahaan bisa dipakai untuk memenuhi kewajiban lancarnya. Keputusan suatu perusahaan untuk membagi dividen serta besarnya jumlah dividen yang dapat dibagikan sangat tergantung pada likuiditas perusahaan tersebut. Meskipun perusahaan memperoleh laba yang tinggi namun, apabila likuiditas menunjukkan keadaan yang tidak begitu baik, perusahaan cenderung tidak akan membayar dividen. Dengan demikian, likuiditas memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Widiyanti dan Indarto (2012) menyatakan bahwa likuiditas terhadap *dividend payout ratio* bersifat positif dan signifikan, artinya bahwa semakin tinggi likuiditas maka semakin tinggi *dividend payout ratio* ataupun sebaliknya. Dengan demikian hipotesis yang diajukan:

*H4 : Terdapat Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen.*

### **Pengaruh Pajak Terhadap Kebijakan Dividen**

Pajak yang dibayarkan oleh perusahaan atas pendapatan kena pajak adalah berdasarkan struktur tarif pajak perusahaan yang diatur didalam UU no 36 tahun 2008. Pajak dapat menunjukkan tingkat ekspektasi pemegang saham atas *return* dari saham yang dimiliki. Perusahaan yang memiliki pajak besar mengindikasikan bahwa penghasilan yang diperoleh perusahaan juga

besar. Perusahaan yang memiliki pajak besar cenderung membagikan dividen dengan porsi yang besar pula. Menurut Gill *et al* (2010) pajak berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Dengan demikian hipotesis yang diajukan:

*H5 : Terdapat Pengaruh Pajak terhadap Kebijakan Dividen.*

### **Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal**

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk seperti bank, perusahaan asuransi, dana pensiun dan institusi lainnya (Wahidahwati, 2002). Menurut *agency theory*, tingkat kepemilikan perusahaan yang tinggi oleh institusi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih ketat sehingga mampu mengontrol manajer untuk tidak melakukan perbuatan yang tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Kontrol efektif investor institusional telah mengambil alih peran hutang sebagai alat kontrol manajemen, sehingga menyebabkan penggunaan hutang menurun. Widjaja dan Kasenda (2008) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Hal ini karena keberadaan investor institusional dapat memantau lebih ketat kebijakan pendanaan, sehingga manajer tidak dapat menggunakan hutang dalam jumlah yang besar hanya untuk kepentingan manajer sendiri. Jadi semakin besar kepemilikan institusional di suatu perusahaan akan membuat pendanaan dengan hutang semakin kecil. Dengan demikian hipotesis yang diajukan:

*H6 : Terdapat Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal.*

### **Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal**

Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dan mengukur tingkat efisiensi operasional dengan menggunakan harta yang dimiliki. Perusahaan yang ekspansif dan mempunyai proyeksi investasi positif sekaligus keuntungan besar membutuhkan sumber modal yang tidak sedikit untuk menjalankan proyek tersebut, akan tetapi apabila perusahaan hanya memiliki sedikit modal internal maka perusahaan perlu menggunakan hutang sebagai modal investasi. Dengan keuntungan yang besar, perusahaan mampu membayar bunga sekaligus pokok pinjaman tepat waktu dan jumlahnya. Sehingga perusahaan yang ekspansif dan memiliki profitabilitas tinggi cenderung memanfaatkan hutang sebagai modal investasi. Mas'ud (2008) menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Dengan demikian hipotesis yang diajukan:

*H7 : Terdapat Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal.*

### **Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal**

Menurut *pecking order theory*, perusahaan yang mempunyai likuiditas tinggi, cenderung tidak menggunakan pembiayaan dari hutang. Hal ini disebabkan karena perusahaan dengan likuiditas tinggi mempunyai dana internal yang cukup besar, sehingga perusahaan tersebut akan cenderung menggunakan dana internalnya terlebih dahulu untuk membiayai investasi sebelum menggunakan pembiayaan eksternal. Penelitian Husein (2008) menyatakan bahwa tingkat likuiditas mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Dengan demikian hipotesis yang diajukan:

*H8 : Terdapat Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal.*

### **Pengaruh Tidak Langsung Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen**

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk seperti bank, perusahaan asuransi, dana pensiun atau institusi lainnya (Wahidahwati, 2002). Dalam penelitian ini, jumlah kepemilikan institusional dihitung dengan membandingkan proporsi kepemilikan saham oleh institusi dengan jumlah saham yang beredar di pasar modal. Menurut *agency teory*, tingkat kepemilikan yang tinggi oleh institusi di suatu perusahaan akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh investor institusional sehingga dapat mengontrol manajer untuk tidak melakukan perbuatan yang tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Kontrol yang efektif dari investor institusional telah mengambil alih peran hutang sebagai alat kontrol manajemen, sehingga menyebabkan penggunaan hutang semakin menurun. Widjaja dan Kasenda (2008) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Struktur modal berkaitan dengan penggunaan modal eksternal sebagai akibat keterbatasan modal internal. Penggunaan modal eksternal dalam bentuk hutang dapat mengakibatkan masalah *financial distress* dan kebangkrutan (Nuringsih, 2005). Berdasarkan dampak ini, bila perusahaan memiliki hutang yang tinggi, hal tersebut dapat mengurangi pembayaran dividen kepada para pemegang saham. Hasil penelitian Sutrisno (2001) menunjukkan struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian hipotesis yang diajukan:

*H9 : Terdapat Pengaruh Tidak Langsung Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen.*

### **Pengaruh Tidak Langsung Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen**

Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dan mengukur tingkat efisiensi operasional dengan menggunakan harta yang dimiliki. Perusahaan yang ekspansif dan mempunyai proyeksi investasi positif sekaligus keuntungan besar membutuhkan sumber modal yang tidak sedikit untuk menjalankan proyek tersebut, akan tetapi apabila perusahaan hanya memiliki sedikit modal internal maka perusahaan perlu menggunakan hutang sebagai modal investasi. Dengan keuntungan yang besar, perusahaan akan mampu membayar bunga sekaligus pokok pinjaman tepat waktu dan jumlahnya. Sehingga perusahaan yang ekspansif dan memiliki profitabilitas tinggi cenderung memanfaatkan hutang sebagai modal investasi. Mas'ud (2008) menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Menurut Modigliani dan Miller (1968) dalam Mulyono (2009) menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya *DER*, hal ini akibat adanya efek *corporate tax shield*. Dengan penggunaan hutang, perusahaan akan membayar pajak penghasilan lebih kecil sehingga nilai perusahaan yang menggunakan hutang menjadi lebih besar. Semakin besar *DER* mengindikasikan struktur permodalan lebih banyak memanfaatkan hutang-hutang relatif terhadap ekuitas. Pembayaran dividen yang lebih tinggi meningkatkan kesempatan untuk memperbesar modal dari sumber eksternal. Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan peningkatan kesejahteraan (Mulyono, 2009). Dengan demikian hipotesis yang diajukan:

*H10 : Terdapat Pengaruh Tidak Langsung Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen.*

### **Pengaruh Tidak Langsung Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen**

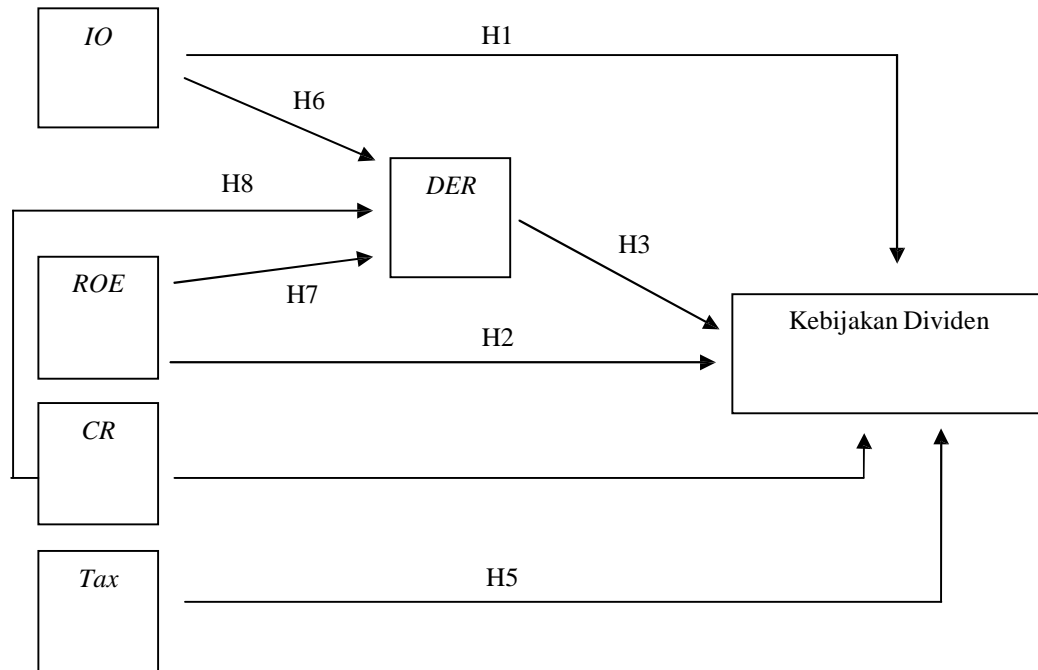
Menurut *pecking order theory*, perusahaan yang mempunyai likuiditas tinggi, cenderung tidak menggunakan pembiayaan dari hutang. Hal ini disebabkan karena perusahaan dengan likuiditas tinggi mempunyai dana internal yang besar, sehingga perusahaan tersebut akan lebih memilih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu untuk membiayai investasinya sebelum menggunakan pembiayaan eksternal. Penelitian Husein (2008) menyatakan bahwa tingkat likuiditas mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Struktur modal berkaitan dengan penggunaan modal eksternal sebagai akibat keterbatasan modal internal. Penggunaan modal eksternal dalam bentuk hutang dapat mengakibatkan masalah *financial distress* dan kebangkrutan (Nuringsih, 2005). Berdasarkan dampak ini, bila perusahaan memiliki hutang yang tinggi, hal tersebut dapat mengurangi pembayaran dividen kepada para pemegang saham. Hasil penelitian Sutrisno (2001) menunjukkan struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian hipotesis yang diajukan:

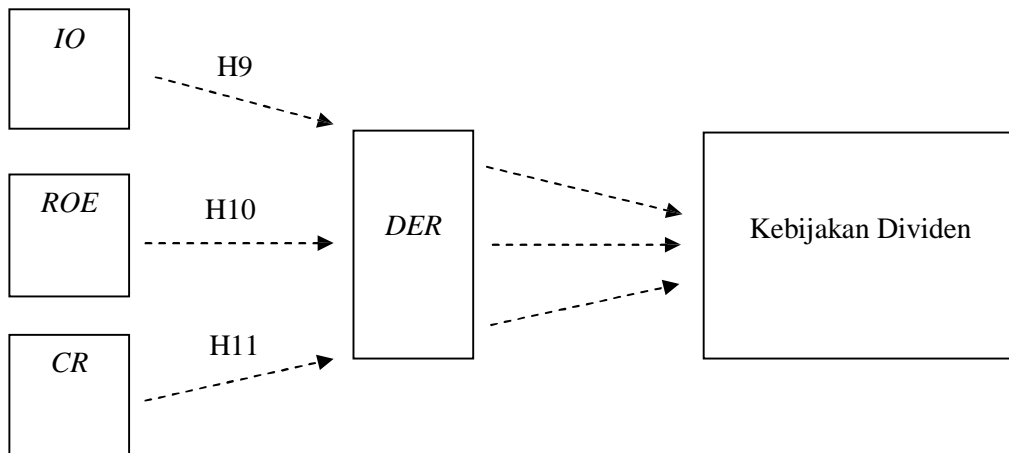
*H11 : Terdapat Pengaruh Tidak Langsung Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen.*

Berdasarkan hipotesis yang diajukan di atas maka dapat dirangkum menjadi kerangka pemikiran teoritis seperti berikut ini:

**Gambar 1**  
**Kerangka Pemikiran Teoritis**  
**Pengaruh Langsung Variabel Terikat Terhadap Variabel Bebas**



**Gambar 2**  
**Kerangka Pemikiran Teoritis**  
**Pengaruh Tidak Langsung Variabel Terikat Terhadap Variabel Bebas**



**Sumber Kerangka Pemikiran** adalah Dewi (2008), Sadalia dan Saragih (2008), Nuringsih (2005), Mulyono (2009), Widiyanti dan Indarto (2012), Gill *et al* (2010), Widjaja dan Kasenda (2008) serta Mas'ud (2008), Wijaya dan Hadianto (2008) dan Husein (2009).

## METODE PENELITIAN

### Variabel Penelitian

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen. Variabel kebijakan dividen diproksikan dengan *dividend payout ratio*. Kebijakan dividen merupakan keputusan untuk menentukan berapa besar bagian dari pendapatan perusahaan yang akan dibagikan kepada para

pemegang saham dan yang akan ditahan didalam perusahaan sehingga dicapai kebijakan dividen yang optimal (Brigham, 1997).

Variabel intervening dalam penelitian ini adalah struktur modal. Variabel struktur modal diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio (DER)*. *DER* mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya, yang ditunjukkan oleh berapa besar modal sendiri yang digunakan untuk membayar utang (Sutrisno, 2001).

Variabel independen dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional, profitabilitas, likuiditas dan pajak. Kepemilikan institusional menunjukkan prosentase saham yang dimiliki oleh pemilik institusi sedangkan blockholder, yaitu kepemilikan individu atau atas nama perseorangan diatas 5 persen tetapi tidak termasuk kedalam golongan kepemilikan insider (Dewi, 2008).

Profitabilitas diproksikan dengan *Return on Equity (ROE)*. *Return On Equity* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan profitabilitas dengan memanfaatkan ekuitas atau modal yang dimiliki.

Likuiditas merupakan faktor penting yang perlu dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk menetapkan besarnya dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Variabel likuiditas diproksikan dengan *current ratio*. *Current ratio* merupakan rasio likuiditas yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya seperti melunasi kewajiban jangka pendek yang telah jatuh tempo maupun dalam membayar dividen (Widiyanti dan Indarto, 2012).

Pajak mencerminkan kewajiban perusahaan untuk membayar sejumlah uang kepada pemerintah atas laba yang diperoleh. Menurut Hadiwidjaya (2008) *Tax rate* adalah rasio yang mengukur tingkat pajak penghasilan perusahaan yang dikenakan atas laba sebelum pajak. Pajak diproksikan dengan *tax rate*.

### Penentuan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *non financial* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) berdasarkan *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* tahun 2011 yang berjumlah 428. Sedangkan sampel penelitian yang digunakan berjumlah 12 perusahaan. Penentuan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling*, yaitu sampel dipilih berdasarkan pertimbangan subjektif peneliti, dimana persyaratan yang dibuat sebagai kriteria, harus dipenuhi.

### Metode Analisis Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk mendeskripsikan variabel-variabel dalam penelitian ini. Alat analisis yang digunakan adalah rata-rata (*mean*), standar deviasi, maksimum dan minimum (Ghozali, 2005). Statistik deskriptif menyajikan ukuran numerik bagi sampel penelitian.

### Uji Asumsi Klasik

Metode regresi OLS (*Ordinary Least Square*) atau metode kuadrat terkecil dapat dijadikan alat estimasi yang tidak bias jika telah memenuhi persyaratan *Best Linier Unbiased Estimation (BLUE)*. Selanjutnya diperlukan adanya uji asumsi klasik (uji multikolonieritas, uji autokorelasi, uji normalitas dan uji heteroskedastisitas) untuk mengetahui kelayakan suatu model penelitian.

### Analisis Regresi Berganda

Analisis untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen pada perusahaan *non financial* yang terdaftar di BEI tahun 2008-2010. Variabel independen yang digunakan adalah *institutional ownership*, *current ratio*, *return on equity*, *debt equity ratio*, dan *tax* sedangkan variabel dependen yang digunakan adalah kebijakan dividen. Persamaan regresi berganda dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$\text{Persamaan 1: } Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + e$$

$$\text{Persamaan 2: } Y_2 = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_4 X_4 + e$$

Dimana:

Y : Kebijakan dividen

$\alpha$	: Konstanta	X3/Y2	: Debt Equity Ratio
1,2,3,4,5	: Beta Koefisien Regresi	X4	: Current Ratio
X1	: Institutional Ownership	X5	: Tax
X2	: Return On Equity	e	: variabel residual

### Analisis Jalur

Analisis jalur menggunakan uji sobel (*Sobel Test*). Uji sobel dilakukan untuk menguji kekuatan pengaruh tidak langsung X ke Y melalui M. Pengaruh tidak langsung X ke Y melalui M dihitung dengan cara mengalikan jalur beta X ke M dengan jalur beta M ke Y atau **ab**. Jadi koefisien **ab** adalah koefisien pengaruh X terhadap Y setelah mengontrol M. Standard error koefisien **a** dan **b** ditulis dengan **Sa** dan **Sb** dan besarnya standard error pengaruh tidak langsung adalah sab yang dihitung dengan rumus di bawah ini:

$$s_{ab} = \sqrt{b^2 s_{a^2} + a^2 s_{b^2} + s_{a^2} s_{b^2}}$$

Untuk menguji signifikansi pengaruh tidak langsung, maka perlu menghitung nilai t dari koefisien ab dengan rumus sebagai berikut:

$$t = \frac{ab}{s_{ab}}$$

Nilai t hitung dibandingkan dengan nilai t tabel, jika nilai t hitung > nilai t tabel maka dapat disimpulkan terjadi pengaruh mediasi. Asumsi uji sobel memerlukan jumlah sampel yang besar, jika jumlah sampel kecil maka uji sobel menjadi kurang konservatif.

## HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

### Deskripsi Sampel Penelitian

Berdasarkan *purposive sampling*, diperoleh 12 perusahaan yang memenuhi syarat untuk dijadikan sampel penelitian. Perusahaan tersebut adalah sebagai berikut:

**Tabel 2**  
**Daftar Nama Perusahaan**

No	Nama Perusahaan	Kategori
1	PT. Daya Varia Laboratoria Tbk	Pharmaceuticals
2	PT. Gudang Garam Tbk	Tobacco Manufactured
3	PT. Intraco Penta Tbk	Automotive and Applied Products
4	PT. Mandom Indonesia Tbk	Consumer Goods
5	PT Medco Energi Internasional Tbk	Mining and Mining Service
6	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk	Food and Beverages
7	PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk	Mining and Mining Service
8	PT. Semen Gresik (Persero) Tbk	Cement
9	PT. Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	Telecommunication
10	PT. Tempo Scan Pasific Tbk	Pharmaceuticals
11	PT. Tunas Ridean Tbk	Automotive and Applied Products
12	PT. United Tractors Tbk	Automotive and Applied Products

Jumlah 12 Perusahaan.

Sumber: ICMD 2011

**Tabel 3**  
**Descriptive Statistics**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
IO	36	,5100	,9500	,748611	,1408576
CR	36	,5400	10,6800	2,713056	2,1232264
ROE	36	,0300	3,3300	,335000	,5422203
DER	36	,1000	8,4400	1,201111	1,4429172
TAX	36	,2200	,6200	,334444	,1129967
DPR	36	,0010	1,5218	,381311	,3487902
Valid N (listwise)	36				



Berdasarkan hasil perhitungan pada Tabel 3 di atas menunjukkan bahwa jumlah data yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 36 sampel data. Tabel 3 di atas juga menunjukkan bahwa rata-rata masing-masing variabel berada pada angka positif.

**Tabel 4**  
**Hasil Uji Hipotesis Kebijakan Dividen**

Variabel	B	Sig.	Keputusan
IO	-1,116	0,008	H1 = diterima
ROE	-0,590	0,025	H2 = diterima
DER	0,256	0,014	H3 = diterima
CR	0,025	0,382	H4 = ditolak
TAX	-0,850	0,237	H5 = ditolak

*Constant: 1.323; Adjusted R<sup>2</sup> 0,214; F value : 2,906 dan Sig 0,030.*

Berdasarkan Tabel 4 di atas menunjukkan bahwa:

$$\text{DPR} = 1,323 - 1,116 \text{ IO} - 0,590 \text{ ROE} + 0,256 \text{ DER} + 0,025 \text{ CR} - 0,850 \text{ TAX}$$

Dari tabel 4 di atas, dapat dijelaskan bahwa nilai konstanta sebesar 1.323. Hal ini mengindikasikan bahwa *DPR* mempunyai nilai sebesar 1.323 dengan tidak dipengaruhi oleh variabel independen (kepemilikan institusional, profitabilitas, struktur modal, likuiditas dan pajak).

Kepemilikan institusional menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Profitabilitas menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Struktur modal menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Likuiditas menunjukkan pengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Pajak menunjukkan pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Nilai *adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0,214 menunjukkan bahwa 0,214 variasi kebijakan dividen dapat dijelaskan dengan variasi kelima variabel bebas yaitu kepemilikan institusional, profitabilitas, struktur modal, likuiditas dan pajak sedangkan selebihnya yakni sebesar 0,786 dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

Nilai F sebesar 2.906 dan signifikan pada nilai 0.030. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05 maka hipotesis diterima dan terdapat pengaruh simultan signifikan variabel kepemilikan institusional, profitabilitas, struktur modal, likuiditas dan pajak terhadap kebijakan dividen.

**Tabel 5**  
**Hasil Uji Hipotesis Struktur Modal**

Variabel	B	Sig.	Keputusan
IO	0,049	0,958	H6 = ditolak
ROE	2,053	0,015	H7 = diterima
CR	-0,163	0,000	H8 = diterima

*Constant: 0,920; Adjusted R<sup>2</sup> 0,214; F 31,079 dan Sig 0,000.*

Berdasarkan Tabel 5 di atas menunjukkan bahwa:

$$\text{DER} = 0,920 + 0,049 \text{ IO} + 2,053 \text{ ROE} - 0,163 \text{ CR}$$

Dari tabel 5 di atas, dapat dijelaskan bahwa nilai konstanta sebesar 0.920. Hal ini mengindikasikan bahwa *DPR* mempunyai nilai sebesar 0.920 dengan tidak dipengaruhi oleh variabel-variabel independen (kepemilikan institusional, profitabilitas dan likuiditas).

Kepemilikan institusional menunjukkan pengaruh positif tidak signifikan terhadap struktur modal. Profitabilitas menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Likuiditas menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Nilai *adjusted R<sup>2</sup>* sebesar 0,721 menunjukkan bahwa 0,721 variasi struktur modal dapat dijelaskan dengan variasi ketiga variabel bebas yaitu kepemilikan institusional, profitabilitas dan likuiditas sedangkan selebihnya yakni sebesar 0,279 dijelaskan oleh variabel lain diluar model.

Nilai *F* sebesar 31.079 dan signifikan pada nilai 0.000. Karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0.05 maka hipotesis diterima dan terdapat pengaruh simultan signifikan variabel kepemilikan institusional, profitabilitas dan likuiditas terhadap struktur modal.

**Tabel 6**  
**Uji Sobel**

Variabel	B	Sig.	Keputusan
IO	0,01254	Tidak Sig	H9 = ditolak
ROE	0,52557	Sig	H10 = diterima
CR	-0,04173	Tidak Sig	H11= ditolak

Berdasarkan Tabel 6 di atas menunjukkan bahwa:

Kepemilikan institusional memiliki pengaruh tidak langsung bersifat positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Profitabilitas memiliki pengaruh tidak langsung bersifat positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Likuiditas memiliki pengaruh tidak langsung bersifat negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

### **Pembahasan Hasil Penelitian**

#### **Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen**

Kepemilikan institusional memiliki koefisien negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, hal ini menunjukkan semakin besar proporsi kepemilikan institusional maka jumlah dividen yang dibagikan semakin kecil. Weston dan Copeland (1996) menyatakan bahwa sebagian perusahaan dalam melakukan ekspansi hanya sampai pada tingkat penggunaan laba internal yang dimiliki. Kebijakan ini didukung *pecking order* bahwa menghimpun dana melalui penjualan tambahan saham biasa akan mengurangi kekuasaan dari kelompok dominan (pemegang saham institusional) dalam perusahaan tersebut. Pada saat yang sama, penggunaan hutang akan memperbesar risiko kebangkrutan. Pentingnya pembiayaan internal adalah untuk mempertahankan kendali perusahaan, walaupun akan memperkecil pembayaran dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Dewi (2008) menunjukkan kepemilikan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

#### **Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen**

Profitabilitas memiliki koefisien negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, hal ini berarti bila profitabilitas meningkat maka jumlah dividen yang dibagikan semakin kecil. Menurut *pecking order*, manajer cenderung menggunakan sumber internal sebanyak mungkin untuk membiayai proyek-proyek perusahaan. Jensen, Solberg dan Zorn (1992) menunjukkan bahwa pada tingkat profitabilitas yang tinggi, perusahaan cenderung menahan pembayaran dividen agar memiliki sumber dana internal yang tinggi dan untuk membiayai kesempatan investasi yang *profitable*. Dengan cara ini perusahaan dapat menunda penggunaan utang yang relatif lebih berisiko daripada sumber dana internal.

Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Nuringsih (2005) yang menyatakan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

### **Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen**

Struktur modal memiliki koefisien positif signifikan terhadap kebijakan dividen, hal ini berarti bila struktur modal meningkat maka jumlah dividen yang dibagikan juga meningkat. Van Horne dan Wachowicz (2005) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki kemampuan untuk meminjam dalam jangka waktu yang relatif singkat, dapat dikatakan perusahaan tersebut fleksibel secara keuangan. Kemampuan untuk meminjam dapat berbentuk perjanjian kredit bergulir maupun penerbitan obligasi langsung. Semakin besar kemampuan perusahaan untuk meminjam, maka semakin besar fleksibilitas untuk meminjam dan semakin besar pula kemampuannya untuk membayar dividen tunai. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Mulyono (2009) yang menyatakan *DER* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan investasi perusahaan yang dibiayai dari hutang, memperoleh laba besar sehingga pemegang saham meminta kenaikan dividen atas risiko kebangkrutan yang ditanggungnya.

### **Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen**

Likuiditas memiliki koefisien positif terhadap kebijakan dividen, hal ini berarti bila likuiditas meningkat maka jumlah dividen yang dibagikan juga meningkat. Menurut Smith dan Watts (1992) dalam Rosdini (2009) bahwa untuk menghindari *overinvestment*, maka manajer akan membagikan dividen dalam jumlah tinggi. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Deitiana (2009) yang menyatakan likuiditas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen kas. Hal ini terjadi karena likuiditas yang dimiliki perusahaan lebih banyak berbentuk *non cash* seperti piutang, piutang lain-lain serta persediaan dan untuk membuat likuiditas *non cash* tersebut menjadi kas memerlukan waktu yang tidak singkat dan biaya yang tidak sedikit.

### **Pengaruh Pajak terhadap Kebijakan Dividen**

Pajak memiliki koefisien negatif terhadap kebijakan dividen, ini berarti bila pajak meningkat maka jumlah dividen yang dibagikan semakin kecil. Litzenger dan Ramaswamy (1979) menyatakan bahwa investor memilih dividen rendah karena pajak atas dividen lebih mahal daripada pajak *capital gain*. Sehingga dapat disimpulkan bahwa pajak berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Penelitian yang dilakukan Anil dan Kapoor (2008) menunjukkan bahwa variabel *tax* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *DPR*. Hal ini disebabkan karena terjadi pajak kurang bayar periode fiskal tahun lalu sehingga pajak kurang bayar tersebut akan dibebankan di tahun fiskal mendatang. Pembebanan pajak kurang bayar ini menimbulkan pajak yang ditanggung perusahaan menjadi besar dan seolah-olah profitabilitas yang dimiliki perusahaan menjadi lebih kecil.

### **Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal**

Kepemilikan institusional memiliki koefisien positif tidak signifikan terhadap struktur modal. Menurut Husnan (1997) tanda koefisien positif ini dikarenakan pemilik perusahaan lebih memilih menggunakan hutang karena tidak ingin kehilangan kendali atas perusahaan. Sedangkan pengaruh tidak signifikan kepemilikan institusional terhadap struktur modal, menurut *pecking order theory* disebabkan pemegang saham institusional dalam membiayai investasinya sebagian besar dibiayai dari sumber internal sedangkan sedikit kekurangannya diperoleh dari pihak eksternal. Untuk menutupi kekurangan tersebut pemegang saham institusional lebih memilih menggunakan hutang. Hasil penelitian ini juga sejalan dengan hasil penelitian Indah dan Handayani (2008) dan Widaningsih (2005)

yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan hutang.

### **Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal**

Profitabilitas memiliki koefisien positif terhadap struktur modal, hal ini berarti bila profitabilitas meningkat maka jumlah hutang yang digunakan juga akan meningkat. Dalam keadaan ekonomi yang serba tidak pasti, para pemilik modal dalam memijamkan modalnya ke perusahaan membutuhkan kepastian bahwa dana tersebut akan kembali tepat waktu, tepat jumlah pokoknya serta bunga sesuai kontrak perjanjian. Maka semakin besar keuntungan atau *profitability* yang dimiliki perusahaan akan mempermudah perusahaan tersebut mendapatkan hutang dipasar modal. Menurut Rachmawardani (2007) profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

### **Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal**

Variabel likuiditas memiliki koefisien negatif terhadap struktur modal, hal ini menunjukkan bahwa semakin besar likuiditas maka semakin kecil hutang yang digunakan perusahaan. *Pecking order theory* yang menjelaskan bahwa perusahaan cenderung mempergunakan sumber pendanaan internal sebanyak mungkin untuk membiayai proyek-proyeknya. Hasil penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Nugroho (2006) yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

### **Pembahasan Pola Hubungan Analisis Jalur**

Pengaruh langsung variabel kepemilikan institusional, profitabilitas, dan likuiditas terhadap kebijakan dividen dapat dijelaskan sebagai berikut:

Nilai *unstandardized beta* kepemilikan institusional sebesar -1.116 dan signifikansi pada nilai 0.008. Hal ini berarti kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Nilai *unstandardized beta* profitabilitas sebesar -0.590 dan signifikansi pada nilai 0.025. Hal ini berarti profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Nilai *unstandardized beta* likuiditas sebesar 0.025 dan signifikansi pada nilai 0.382. Hal ini berarti likuiditas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pengaruh tidak langsung variabel kepemilikan institusional, profitabilitas, dan likuiditas terhadap kebijakan dividen sebagai berikut:

Nilai *unstandardized beta* tidak langsung kepemilikan institusional sebesar 0.01254 dan tidak signifikan. Hal ini berarti tidak terdapat pengaruh mediasi struktur modal untuk variabel kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. Nilai *unstandardized beta* tidak langsung profitabilitas sebesar 0.52557 dan signifikan. Hal ini berarti terdapat pengaruh mediasi struktur modal untuk variabel profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Nilai *unstandardized beta* tidak langsung likuiditas sebesar -0.04173 dan tidak signifikan. Hal ini berarti tidak terdapat pengaruh mediasi struktur modal untuk variabel likuiditas terhadap kebijakan dividen.

Dengan membandingkan nilai koefisien pengaruh langsung-tidak langsung serta tingkat signifikansi menunjukkan bahwa struktur modal bukan merupakan variabel intervening. Hal ini disebabkan karena pertama, kepemilikan institusional memiliki koefisien beta mediasi lebih kecil daripada koefisien beta langsung serta pengaruh langsung menunjukkan nilai signifikan sedangkan pengaruh mediasi struktur modal tidak signifikan. Kedua, profitabilitas memiliki koefisien beta mediasi lebih kecil daripada koefisien beta langsung walaupun pengaruh langsung dan pengaruh mediasi struktur modal sama-sama signifikan. Ketiga, likuiditas memiliki koefisien beta mediasi lebih besar daripada koefisien beta langsung tetapi pengaruh langsung serta mediasi struktur modal sama-sama tidak signifikan.

## KESIMPULAN DAN KETERBATASAN

Hasil analisis menunjukkan bahwa berdasarkan analisis regresi berganda terdapat tiga variabel yang secara statistik berpengaruh langsung terhadap kebijakan dividen (kepemilikan institusional, profitabilitas dan struktur modal) dan dua variabel yang secara statistik berpengaruh langsung terhadap struktur modal (profitabilitas dan likuiditas) sedangkan berdasarkan *sobel test* terdapat satu variabel yang secara statistik berpengaruh tidak langsung terhadap kebijakan dividen (profitabilitas). Berdasarkan perbandingan pengaruh langsung dan tidak langsung maka struktur modal bukan merupakan variabel intervening.

Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini adalah sampel penelitian hanya menggunakan perusahaan non financial tahun 2008-2010 berdasarkan ICMD sehingga diperoleh jumlah sampel yang tidak banyak, hal ini dikarenakan oleh objek pengamatan yang relatif pendek yakni tiga tahun, sektor yang diteliti terbatas pada sektor non financial serta hanya menggunakan satu sumber data yaitu ICMD. Disamping itu faktor fundamental perusahaan yang digunakan sebagai dasar untuk memprediksi kebijakan dividen baik langsung maupun tidak langsung hanya terbatas pada lima variabel independen yakni kepemilikan institusional, profitabilitas, struktur modal, likuiditas dan pajak.

Dalam penelitian mendatang perlu menambah variabel lain yang mempengaruhi kebijakan dividen. Variabel yang dapat ditambahkan dalam penelitian ini adalah *cash position* (Marlina dan Danica, 2009), *IOS* (Sadalia dan Saragih, 2008), *collateral assets* (Fauz dan Rosidi, 2007), ukuran perusahaan dan risiko bisnis (Seftianne dan Handayani, 2011), *non-debt tax shield* (Margaretha dan Ramadhan, 2010). Menambahkan jumlah sampel serta waktu pengamatan yang lebih panjang sehingga diharapkan hasil yang diperoleh lebih dapat digeneralisasikan. Tidak hanya menggunakan data yang berasal dari ICMD tetapi dapat menambahkan data dari laporan JSX sehingga sampel yang digunakan lebih bervariasi.

## REFERENSI

- Anil dan Kapoor. 2008. *Determinants of Dividend Payout Ratios-A Study of Indian Information Technology Sector*. International Research Journal of Finance and Economics. ISSN 1450-2887 Issue 15 (2008).
- Black, F. 1976. The Dividend Puzzle. The Journal of Portfolio Management (Winter): 5-8
- Brigham, Eugene F. Dan Joel F. Houston. 2006. Dasar-dasar Manajemen Keuangan. Jakarta: Salemba Empat
- Deitiana, Tita. 2009. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Pembayaran Dividen Kas. Jurnal Bisnis Dan Akuntansi. Vol. 11, No. 1, April 2009, Hlm, 57-64
- Dewi, Made Pratiwi. 2011. Pengaruh Struktur Modal Dan Struktur Kepemilikan Terhadap *Free Cash Flow* Dan Kebijakan Dividen Pada Perusahaan-Perusahaan Yang *Go Public* Di Bursa Efek Indonesia. *Thesis Dipublikasikan*. Program Magister Manajemen Universitas Udayana Denpasar.
- Dewi, S. C. 2008. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. Jurnal Bisnis Dan Akuntansi. Vol. 10, No. 1, April 2008, 47-58
- Fauz, Achmad dan Rosidi. 2007. Pengaruh Aliran Kas Bebas., Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang dan *Collateral Asset* terhadap Kebijakan Dividen. Jurnal Ekonomi dan Manajemen, Vol. 8, No. 2, Juni 2007
- Gill et all. 2010. "*Determinants of Dividend Payout Ratios: Evidence fro United States*". *The Open Business Journal*, 2010, 3, 8-14.
- Ghozali, Imam, 2005, Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS, BP Undip, Semarang.
- Hadiwidjaja, Rini Dwiyani. 2008. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* Pada Perusahaan Manufaktur Di Indonesia. *Thesis Dipublikasikan*. Program Magister Manajemen Universitas Sumatera Utara.



- Husnan, S. 2004. *Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. Edisi 4. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta.
- Indonesian Capital Market Directory 2011
- Indahningrum, R. P. Dan Ratih Handayani. 2009. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan. *Free Cash Flow* dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 11, No. 3, Desember 2009, Hlm 189-207
- Jensen, G.R, D.P. Solberg and T. S. Zorn. 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (27): 247-263
- Jensen M., and W. Meckling, 1976, "Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, pp.305-360.
- Margaretha, Farah dan A. R. Ramadhan. 2010. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Pada Industri Manufaktur Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Bisnis Dan Akuntansi* Vol. 12, No. 2, Agustus 2010, Hlm 119-130
- Marlina, Lisa dan Clara Danica. 2009. "Analisis Pengaruh *Cash Position, Debt to Equity Ratio*, dan *Return On Assets* Terhadap *Dividend Payout Ratio*". *Jurnal Manajemen Bisnis*, Vol 2, No 1, Januari 2009. Hal 1-6
- Martono dan D Agus Harjito. *Manajemen Keuangan*. Edisi pertama. Yogyakarta: Ekonesia.
- Mas'ud M. 2008. "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Dan Hubungannya Terhadap Niali Perusahaan". *Jurnal Manajemen Dan Bisnis*, Vol. 7, No 1, Maret 2008. Mulyono, Budi. 2009. Pengaruh *Debt To Equity Ratio, Insider Ownership, Size* Dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Pada Industri Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2005-2007). **Thesis Dipublikasikan**. Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Nuringsih, K. 2005. "Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA, dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*. Vol 2, No. 2 Hal 103-123
- Rachamawardani, Y. 2007. Analisis Pengaruh Aspek Likuiditas, Risiko Bisnis, Profitabilitas, Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Perusahaan (Studi empiris pada sektor keuangan dan perbankan di BEJ Tahun 2000-2005). **Thesis Dipublikasikan**. Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Rosdini, Dini. 2009. Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio. Working Paper In Accounting and Finance. Universitas Padjajaran Bandung.
- Sadalia, Isfenti dan Nurul Sari S Saragih. 2008. "Pengaruh *Profitability* Dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Dividen Tunai Pada Perusahaan terbuka Di Bursa Efek Indonesia". *Jurnal Manajemen Bisnis*, Vol 1, No 3, September 2008: 103-108.
- Sartono, Agus. 2001. Kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership), Utang, dan Kebijakan Dividen: Pengujian Empirik Teori Keagenan (Agency Theory). *Jurnal Siasat Bisnis*; Vol. 2 No. 6: 107-119
- Sutrisno. 2001. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* Pada Perusahaan Publik Di Indonesia. *TEMA*, Vol. II, No. 1, Maret 2001
- UU No. 36 Tahun 2008.
- Van Horne, James C dan John M Wachowics. 2007. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*. Edisi 12. Jakarta: Salemba Empat.
- Wahidahwati. 2002. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Utang Perusahaan: Studi perspektif Teori Agency". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 5, No.1, hal: 1-16.
- Weston J. Fred dan Eugene F Brigham. 1993. *Essentials of Managerial Finance*. Tenth Edition. United States: Harcourt Brace and Company
- Weston J. Fred dan Thomas E. Copeland. 1996. *Manajemen Keuangan*. Edisi 8, Jilid 2. Jakarta: Erlangga
- Widaningsih. 2005. Analisis Hubungan Interdependensi Antara Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, Kebijakan Dividen Dan Kepemilikan Institusional Pada Perusahaan



- Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta. *Thesis Dipublikasikan*. Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Widiyanti, D. S dan Indarto. 2012. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2010). Jurnal Q-MAN Vol. 1 No. 2. Hal 50-63
- Widjaja, Indra dan Faris Kasenda. 2008. "Pengaruh Kepemilikan Institusional, Aktiva Berwujud, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Dalam Industri Barang Konsumsi Di BEI". Jurnal Manajemen/Tahun XII, No. 02, Juni 2008: 139-150
- Wijaya, M. S dan Bram Hadianto. 2008. "Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran, Likuiditas, Dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Ritel Di Bursa Efek Indonesia: Sebuah Pengujian Hipotesis Pecking Order". Jurnal Ilmiah Akuntansi Vol. 7 No. 1 Mei 2008: 71-84