

**ANALISIS FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP
KEBIJAKAN DIVIDEN DI INDONESIA
(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di
Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2016)**

SKRIPSI

**Untuk Memenuhi Sebagian Persyaratan
Mencapai Derajat Sarjana S-1**



Disusun Oleh:
Imam Wahyudi
NIM 13.0102.0088

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH MAGELANG
TAHUN 2018**

**ANALISIS FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP
KEBIJAKAN DIVIDEN DI INDONESIA
(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di
Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2016)**

SKRIPSI

**Diajukan Guna Memenuhi Salah Satu Syarat Memperoleh Gelar
Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Muhammadiyah Magelang**



Disusun Oleh:
Imam Wahyudi
NIM. 13.0102.0088

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS MUHAMMADIYAH MAGELANG
TAHUN 2018**

SKRIPSI

ANALISIS FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DI INDONESIA

(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di
Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2016)

Dipersiapkan dan disusun oleh:

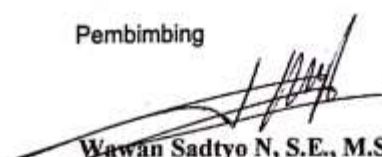
Imam Wahyudi

NPM 13.0102.0088

Telah dipertahankan di depan Tim Penguji
Pada tanggal **23 Februari 2018**.....

Susunan Tim Penguji

Pembimbing


Wawan Sadtyo N, S.E., M.Si., Ak., CA.

Pembimbing I

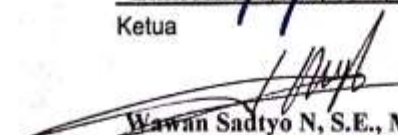

Veni Soraya Dewi, S.E., M.Si.

Pembimbing II

Tim Penguji


Lilik Andriyanti, S.E., M.Si.

Ketua


Wawan Sadtyo N, S.E., M.Si., Ak., CA.

Sekretaris


Yulinda Devi Pramita, S.E., M.Sc.

Anggota

Skripsi ini telah diterima sebagai salah satu persyaratan
Untuk memperoleh gelar Sarjana S1

Tanggal **20 MAR 2018**.....


Dra. Marlina Kusnita, M.M.

Dekan Fakultas Ekonomi Dan Bisnis

SURAT PERNYATAAN KEASLIAN

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Imam Wahyudi

NIM : 13.0102.0088

Fakultas : Ekonomi dan Bisnis

Program Studi : Akuntansi

Dengan ini menyatakan bahwa skripsi yang saya susun dengan judul:

ANALISIS FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DI INDONESIA

**(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek
Indonesia Tahun 2012-2016)**

adalah benar-benar hasil karya saya sendiri dan bukan merupakan plagiat dari skripsi orang lain. Apabila kemudian hari pernyataan saya tidak benar, maka saya bersedia menerima sanksi akademis yang berlaku (dicabut predikat kelulusan dan gelar kesarjanaannya).

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya, untuk dapat dipergunakan bilamana diperlukan.

Magelang, 16 Maret 2018

Pembuat Pernyataan,



Imam Wahyudi

NIM 13.0102.0088

RIWAYAT HIDUP

Nama : Imam Wahyudi
Jenis Kelamin : Laki-laki
Tempat, Tanggal Lahir : Magelang, 26 Januari 1995
Agama : Islam
Status : Belum Menikah
Alamat Rumah : Meteseh Utara RT 03 RW 13, Kel. Magelang
Kec. Magelang Tengah, Kota Magelang
Alamat Email : imamways26@gmail.com

Pendidikan Formal:

Sekolah Dasar (2001-2007) : SD Negeri 5 Kota Magelang
SMP (2007-2010) : SMP Negeri 4 Kota Magelang
SMA (2010-2013) : SMA Negeri 5 Kota Magelang
Perguruan Tinggi (2013-2018) : Universitas Muhammadiyah Magelang

Pengalaman Organisasi:

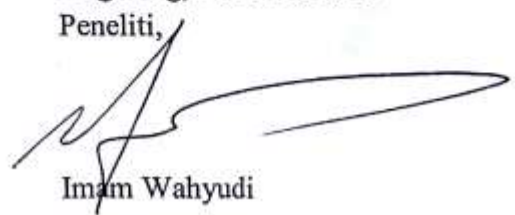
- Anggota Ikatan Mahasiswa Muhammadiyah Komisariat Ekonomi Universitas Muhammadiyah Magelang 2013-2014.
- Kepala Bidang Kaderisasi Ikatan Mahasiswa Muhammadiyah Komisariat Ekonomi Universitas Muhammadiyah Magelang 2014-2015.
- Sekretaris Bidang Ekonomi dan Kewirausahaan Pimpinan Cabang Ikatan Mahasiswa Muhammadiyah Kota dan Kabupaten Magelang 2015-2016.
- Anggota Kementrian Luar Negeri Badan Eksekutif Mahasiswa Keluarga Besar Mahasiswa Universitas Muhammadiyah Magelang 2015-2016.

Penghargaan:

- Penerima dana hibah Direktorat Jenderal Pendidikan Tinggi Kementrian Pendidikan dan Kebudayaan dalam bidang Program Kreativitas Mahasiswa-Kewirausahaan (PKM-K) dengan judul "NEW I-TAB pada tahun 2015.

Magelang, 16 Maret 2018

Peneliti,



Imam Wahyudi
NIM 13.0102.0088

MOTTO

اللَّهُمَّ إِنِّي أَعُوذُ بِكَ مِنَ الْعَجْزِ وَالْكَسَلِ وَالْجُبْنِ وَالْهَرَمِ وَالْبُخْلِ وَأَعُوذُ بِكَ
مِنْ عَذَابِ الْقَبْرِ وَمِنْ فِتْنَةِ الْمَحْيَا وَالْمَمَاتِ

“Allahumma inni a’udzu bika minal ‘ajzi, wal kasali, wal jubni, wal haromi, wal bukhli. Wa a’udzu bika min ‘adzabil qabri wa min fitnatil mahyaa wal mamaat”

Artinya : Ya Allah, aku berlindung kepada-Mu dari kelemahan, rasa malas, rasa takut, kejelekan di waktu tua, dan sifat kikir Dan aku juga berlindung kepada-Mu dari siksa kubur serta bencana kehidupan dan kematian.

(HR. Bukhari no. 6367 dan Muslim no. 2706)

“Terlambat lulus atau lulus tidak tepat waktu bukanlah sebuah kejahatan, bukan juga sebuah aib. Alangkah kerdilnya jika mengukur kepintaran seseorang hanya dari siapa yang paling cepat lulus. Bukankah sebaik-baiknya skripsi adalah skripsi yang selesai ??? Baik itu selesai tepat waktu maupun tidak tepat waktu”

“Satu yang saya pahami bahwa Allah SWT selalu memiliki rencana teramat baik dibalik apa yang kita alami, jadi tetaplah berpikir positif. Kewajiban dan tugas kita sebagai manusia hanya berusaha dan berdo’a, selanjutnya biar Allah yang menentukan nasib terbaik untuk kita”

(Imam Wahyudi)

KATA PENGANTAR

Assalamu'alaikum wa rahmatullahi wa barakatuh

Alhamdulillah robbil'alamin, puji syukur penulis panjatkan kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan berkat dan rahmat-Nya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul “**Analisis Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen di Indonesia (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2016)**”. Skripsi ini disusun sebagai salah satu syarat dalam menyelesaikan Pendidikan Program Sarjana (S1) pada Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Muhammadiyah Magelang.

Penyusunan skripsi ini tidak terlepas dari bimbingan, pengarahan dan dukungan serta bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, penyusun menyampaikan terimakasih kepada :

1. Bapak Wawan Sadtyo Nugroho, S.E., M.Si., Ak., CA. dan Ibu Veni Soraya, S.E., M.Si., selaku dosen pembimbing yang telah mengorbankan waktu, tenaga, pikiran serta memberikan saran dalam menyelesaikan laporan skripsi ini.
2. Ibu Nur Laila Yuliani, S.E., M.Sc. selaku Ketua Program Studi Akuntansi Universitas Muhammadiyah Magelang.
3. Ibu Lilik Andriyani, S.E., M.Si. dan Ibu Yulinda Devi Pramita, S.E., M.Sc. yang sudah banyak membantu memberikan kritik dan saran serta banyak membantu memberikan masukan di dalam perbaikan skripsi saya.
4. Seluruh dosen pengajar Fakultas Ekonomi dan Bisnis yang telah menuntun saya selama studi di Universitas Muhammadiyah Magelang.
5. Keluarga besar Fakultas Ekonomi dan Bisnis program studi Akuntansi Universitas Muhammadiyah Magelang angkatan tahun 2013.
6. Ibu Sugiyati, Ibu tercinta yang selalu memberi dukungan, motivasi, serta do'anya sehingga saya bisa menyelesaikan studi ini dan semoga bisa menjadi anak yang berbakti.
7. Bapak Warsono, Ayah tercinta yang selalu bekerja keras untuk membiayai dan memfasilitasi semua kebutuhan saya, semoga bisa menjadi kebanggaan keluarga.
8. Kakak perempuan saya Ida Warsida yang selalu ada untuk saya dan mendukung sehingga bisa terselesaikan studi ini.
9. Novi Ariyani yang selalu menyayangi dan mengasihi serta memberikan dorongan demi keberhasilanku.
10. Teman-teman Akuntansi B 2013 yang telah menjadi teman diskusi dan memotivasi dalam hal akademik.
11. Semua pihak yang tidak dapat penyusun sebutkan satu per satu yang telah memberikan bantuan serta dukungan.

DAFTAR ISI

Halaman Judul	i
Halaman Pengesahan.....	ii
Halaman Pernyataan Keaslian Skripsi	iii
Halaman Riwayat Hidup	iv
Motto	v
Kata Pengantar	vi
Daftar Isi	vii
Daftar Tabel	ix
Daftar Gambar	x
Daftar Lampiran	xi
Abstrak	xii

BAB I PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah	1
B. Rumusan Masalah	17
C. Tujuan Penelitian	17
D. Kontribusi Penelitian.....	18
E. Sistematika Pembahasan	18

BAB II TINJAUAN PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

A. Telaah Teori	20
1. <i>Signalling Theory</i>	20
2. <i>Agency Theory</i>	23
3. <i>Pecking Order Theory</i>	25
4. Kebijakan Dividen	28
5. Kepemilikan Manajerial	30
6. Kepemilikan Institusional	31
7. <i>Free Cash Flow</i>	31
8. Profitabilitas	32
9. <i>Firm Size</i>	33
10. <i>Investment Opportunity Set</i>	34
B. Telaah Penelitian Terdahulu	35
C. Perumusan Hipotesis	38
D. Model Penelitian	48

BAB III METODA PENELITIAN

A. Populasi dan Sampel	49
B. Data Penelitian	50

1. Jenis dan Sumber Data ...	50
2. Teknik Pengumpulan Data	50
C. Variabel Penelitian dan Pengukuran Variabel	51
D. Metoda Analisis Data	55
1. Analisis Statistik Deskriptif ...	56
2. Uji Asumsi Klasik	56
3. Analisis Regresi Linear Berganda	60
E. Pengujian Hipotesis	61
1. Koefisien Determinasi (R^2)	62
2. <i>Goodnes of Fit</i> (Uji F)	62
3. Uji t	63

BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN

A. Sampel Penelitian	66
B. Statistik Diskriptif Variabel Penelitian	67
C. Hasil Pengujian Asumsi Klasik	71
1. Uji Normalitas	71
2. Uji Multikolonieritas.....	72
3. Uji Autokorelasi	73
4. Uji Heteroskedastisitas	75
D. Analisis Regresi Berganda	76
E. Uji Hipotesis	79
1. Uji Koefisien Determinasi (R^2).....	79
2. <i>Goodnes of Fit</i> (Uji F).....	79
3. Uji t.....	81
F. Pembahasan	87
G. Pembahasan Keseluruhan	102

BAB V KESIMPULAN

A. Kesimpulan	106
B. Keterbatasan Penelitian	107
C. Saran	107

DAFTAR PUSTAKA	109
-----------------------------	-----

LAMPIRAN	114
-----------------------	-----

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Data Dividen yang dibagikan di BEI 2012-2016	2
Tabel 1.2 Data Perbandingan Nilai EPS dan DPS Perusahaan Manufaktur	5
Tabel 2.1 Telaah Penelitian Terdahulu	35
Tabel 3.1 Tabel Autokorelasi.....	59
Tabel 4.1 Metode Pengambilan Sampel Penelitian	66
Tabel 4.2 Statistik Diskriptif	67
Tabel 4.3 Hasil Uji Normalitas	71
Tabel 4.4 Hasil Uji Multikolonieritas	73
Tabel 4.5 Tabel Autokorelasi	74
Tabel 4.6 Nilai Uji Autokorelasi	74
Tabel 4.7 <i>Durbin Watson Test Bound</i>	74
Tabel 4.8 Hasil Uji Heteroskedastisitas	76
Tabel 4.9 Hasil Koefisien Regresi	77
Tabel 4.10 Hasil Uji Koefisien Determinasi (R^2)	79
Tabel 4.11 Hasil Uji Statistik F	80
Tabel 4.12 Hasil Uji Statistik t	81
Tabel 4.13 Hasil Hipotesis	102

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Model Penelitian	48
Gambar 3.1 Penerimaan Uji F	63
Gambar 3.2 Penerimaan Uji t Positif	64
Gambar 3.2 Penerimaan Uji t Negatif	65
Gambar 4.1 Nilai Uji F	80
Gambar 4.2 Nilai Uji t Kepemilikan Manajerial	82
Gambar 4.3 Nilai Uji t Kepemilikan Institusional	83
Gambar 4.4 Nilai Uji t <i>Free Cash Flow</i>	84
Gambar 4.5 Nilai Uji t Profitabilitas	85
Gambar 4.6 Nilai Uji t <i>Firm Size</i>	86
Gambar 4.7 Nilai Uji t <i>Investment Opportunity Set</i>	87

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Daftar Sampel Perusahaan	115
Lampiran 2 Data Perhitungan Variabel Kebijakan Dividen	116
Lampiran 3 Data Perhitungan Variabel <i>Free Cash Flow</i>	120
Lampiran 4 Data Perhitungan Variabel Profitabilitas	124
Lampiran 5 Data Perhitungan Variabel <i>Firm Size</i>	128
Lampiran 6 Data Perhitungan Variabel <i>Investment Opportunity Set</i>	132
Lampiran 7 Data Perhitungan Variabel Kepemilikan Manajerial	136
Lampiran 8 Data Perhitungan Variabel Kepemilikan Institusional	140
Lampiran 9 Tabel Data Mentah	144
Lampiran 10 Tabel Distribusi t	148
Lampiran 11 Tabel Distribusi F	153
Lampiran 12 Tabel Durbin Watson (DW)	158
Lampiran 13 <i>Output</i> SPSS	163

ABSTRAK

ANALISIS FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DI INDONESIA

**(Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek
Indonesia Tahun 2012-2016)**

**Oleh :
Imam Wahyudi**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow*, Profitabilitas, *Firm Size* dan *Investment Opportunity Set* dalam laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012-2016. Data dalam penelitian ini adalah data sekunder. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012 sampai dengan tahun 2016. Jumlah populasi penelitian ini adalah 124 perusahaan dan jumlah sampel sebanyak 27 perusahaan. Penentuan sampel diperoleh dengan menggunakan *purposive sampling*. Uji hipotesis dilakukan dengan menggunakan analisis regresi linear berganda. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan kepemilikan institusional dan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, kemudian *free cash flow* dan *firm size* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.

Kata Kunci : Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow*, Profitabilitas, *Firm Size*, *Investment Opportunity Set*

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Aktivitas investasi merupakan aktivitas yang dihadapkan pada berbagai macam resiko dan ketidakpastian yang sering kali sulit diprediksikan oleh para investor. Terlebih mengenai *return* akan investasi yang ditanamkan, baik dalam bentuk *capital gain* ataupun dividen. Tidak dapat dipungkiri dibandingkan *capital gain*, dividen merupakan ekspektasi terbesar dari investor dan calon investor dalam berinvestasi. Seperti yang dinyatakan oleh Gordon dan Lintner dalam (Ano *et al.*, 2014) menyatakan bahwa, “dividen yang diterima merupakan sesuatu yang sudah pasti ditangan sehingga memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan *capital gains*,” sehingga seringkali dividen dijadikan salah satu indikator utama dalam penentuan investasi.

Dividen merupakan implikasi kebijakan manajemen yang dituangkan dalam kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak terpisahkan dalam keputusan pendanaan dan merupakan hal yang sangat vital khususnya di perusahaan-perusahaan yang *go public*. Setiap perusahaan menetapkan kebijakan dividen pada tingkat yang berbeda. Hal tersebut dikarenakan berbagai aspek yang menjadi pertimbangan perusahaan. Di bawah ini merupakan data dividen yang dibagikan setiap sektor yang terdaftar

di BEI dari tahun 2012 sampai dengan tahun 2016 yang sebelumnya telah diolah oleh Komang dan Gusti (2016).

Tabel 1.1
Data Dividen yang Dibagikan Setiap Sektor yang Terdapat di BEI
Tahun 2012 – 2016

(dalam jutaan rupiah)

Sektor	Jumlah Dividen yang dibagikan tahun					Rata-rata Tahun	Rata-rata/ Perusahaan
	2012	2013	2014	2015	2016		
<i>Agriculture</i>	986	1.960	2.781	1.876	1.924	1.905	1.170
<i>Farm</i>	1.915	1.617	835	4.041	3.589	2.399	1.629
<i>Minning</i>	6.994	16.042	2.869	2.086	5.611	6.720	2.736
<i>Construction</i>	665	3.752	6.034	8.232	8.019	5.340	3.148
<i>Manufacture</i>	9.432	8.542	12.459	10.212	12.878	10.705	1.430
<i>Transportation</i>	1.527	1.749	1.874	1.966	1.135	1.650	926
<i>Telecommunication</i>	855	730	895	852	588	784	588
<i>Wholesale</i>	965	797	830	841	981	883	303
<i>Hotel</i>	120	136	188	205	275	185	35
<i>Holding</i>	261	191	342	106	102	200	291
<i>Other</i>	670	1.037	515	565	744	706	200

Sumber : Laporan Keuangan IDX 2012-2016 (diolah oleh : Komang dan Gusti, 2016)

Dari data di atas terlihat bahwa setiap perusahaan memberikan dividen pada tingkat yang berbeda-beda pada setiap tahunnya. Rata-rata pembayaran dividen per tahun terbesar ditempati oleh perusahaan manufaktur, namun pada rata-rata pembayaran dividen menurut jumlah perusahaan yang bergabung, perusahaan manufaktur menduduki urutan keempat setelah industri *construction*, *minning* dan *farm*. Hal ini mengindikasikan bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak pernah sama.

Selain itu bila dilihat dari rata-rata terbesar, perusahaan manufaktur merupakan pembagi dividen rata-rata terbesar dibandingkan dengan sektor lainnya. Namun jika dilihat dari *trend* setiap tahunnya, fluktuasi pembayaran dividen cenderung meningkat namun tidak menunjukkan fluktuasi yang stabil.

Dari tabel bagian manufaktur terlihat bahwa dari tahun 2012 hingga tahun 2013 terjadi penurunan sebesar 9,44% sedangkan peningkatan pada tahun 2013 ke 2014 sebesar 45,85%, namun setelah peningkatan, terjadi penurunan lagi sebesar 18,03% pada tahun 2015, baru setelah itu meningkat lagi sebesar 26,10 % pada tahun 2016. Hal tersebut mengindikasikan bahwa dividen yang dibagikan pada perusahaan manufaktur meskipun rata-rata pembayaran dividen per tahunnya tinggi namun *trendnya* tidak menunjukkan peningkatan secara berkelanjutan ataupun kestabilan.

Informasi mengenai pembayaran dividen ini menjadi penting karena dividen merupakan sinyal bagi para investor yang merupakan informasi utama dalam pengambilan keputusan investasi. Semakin besar laba yang dibagikan dalam bentuk dividen akan semakin menarik bagi calon investor. Ini karena para calon investor menilai bahwa perusahaan dalam kondisi yang sehat dan memiliki prospek yang baik dimasa mendatang.

Selain dividen yang besar, umumnya para investor menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil, karena dengan stabilitas dividen dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan. Selain itu pembagian yang stabil juga mengurangi tingkat ketidakpastian investor dalam memperoleh *return* dari investasinya. Hal tersebut sejalan dengan pernyataan Saxeena (1999:3) dalam Komang dan Gusti (2016) yang berpendapat bahwa pada praktiknya perusahaan cenderung membayar dividen dengan jumlah yang relatif stabil atau meningkat secara teratur. Karena ada beberapa

investor yang memiliki sifat menghindari resiko, sehingga kestabilan pembayaran dividen akan lebih menjanjikan bagi investor tipe ini.

Penetapan kebijakan dividen tidak berfokus hanya kepada pemberian dividen yang tinggi dan stabil untuk memuaskan investor saja. Terlebih dari hal tersebut kebijakan dividen merupakan hal yang bermasalah dan kontroversial karena menyangkut dua aspek kepentingan yang berlawanan, berdasarkan teori agensi (*Agency Theory*) menyatakan bahwa pemegang saham (*principal*) dan manajemen (*agent*) akan mengakibatkan biaya keagenan (Jensen, 1993). Konflik kepentingan ini terjadi akibat adanya perbedaan pandangan antara kedua belah pihak. Pemegang saham berusaha menjaga agar pihak manajemen tidak terlalu banyak memegang kas, karena kas yang banyak akan menstimulus pihak manajemen untuk menikmati kas tersebut bagi kepentingan sendiri, sedangkan disisi lain pihak manajemen akan membatasi arus kas keluar berupa dividen yang berjumlah terlalu besar dengan alasan untuk mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan, menambah investasi untuk pertumbuhan atau melunasi hutang (Suharli, 2007).

Konflik kepentingan ini akan menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*) dan biaya tersebut akan diminimalisasi dengan suatu pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan kedua belah pihak. Komang dan Gusti (2016) menyatakan bahwa salah satu keuntungan dari pembayaran dividen dapat mengurangi biaya keagenan antara pengelola sekaligus pemilik perusahaan sehingga dapat mengurangi konflik kepentingan diantara

keduanya. Oleh karena itu maka diperlukan kebijakan dividen yang tepat sehingga dapat memenuhi harapan investor akan dividen dan tidak menghambat pertumbuhan perusahaan.

Penentuan kebijakan dividen merupakan hal yang sangat kontroversial. Di bawah ini merupakan tabel 10 perusahaan sektor manufaktur dengan DPS (*Dividen Per Share*) dan EPS (*Earning Per Share*) tertinggi sekaligus yang membayarkan 5 tahun secara berturut-turut pada tahun 2012 – 2016, mengenai perbandingan jumlah laba yang diperoleh dengan dividen yang dibagikan menurut per lembar saham atau yang lebih dikenal dengan EPS (*Earning Per Share*) dan DPS (*Dividen Per Share*) dari beberapa perusahaan manufaktur yang tercatat dalam berbagai sektor.

Tabel 1.2
Data Perbandingan Nilai EPS dan DPS Perusahaan Manufaktur yang
Terdaftar di BEI Tahun 2012 – 2016

No	Kode Saham	2012		2013		2014		2015		2016	
		EPS	DPS	EPS	DPS	EPS	DPS	EPS	DPS	EPS	DPS
1	INTP	813	80	789	80	754	80	763	80	776	80
2	CPIN	236	84	231	84	248	84	251	90	290	90
3	KLBF	484	75	456	75	479	70	454	70	298	78
4	ICBP	823	116	809	116	839	116	844	116	839	169
5	JPFA	364	100	397	105	439	105	463	105	398	95
6	MYOR	148	70	159	70	163	70	137	70	158	82
7	MERK	278	80	285	80	256	84	230	84	320	90
8	SMGR	597	130	613	130	629	130	631	130	614	130
9	GGRM	489	89	430	88	382	88	396	90	533	170
10	UNVR	976	444	933	444	928	444	918	444	989	546

Sumber : Data Annual Report Perusahaan yang diolah, 2017

Dari tabel di atas terlihat berbagai macam fenomena dalam penentuan dividen jika hanya dipandang dari sudut pandang laba. Misalnya besaran

dividen yang dibagikan oleh perusahaan yang memiliki kode saham MYOR, MERK dan GGRM, peningkatan jumlah laba yang diperoleh perusahaan berpengaruh pada peningkatan jumlah dividen yang dibagikan dan besarnya presentase dari DPR ketiga perusahaan tersebut dalam dua tahun. Hal tersebut sejalan dengan perusahaan berkode saham JPFA, pada kasus yang berbeda yaitu besarnya dividen turun ketika jumlah laba yang diperoleh perusahaan pun turun, hal tersebut juga berpengaruh pada penurunan presentase DPR pada perusahaan tersebut, pada perusahaan JPFA penurunan dividen yang terjadi lebih dari dua kali lipat. Berbeda dengan keadaan di perusahaan KLBF meskipun perusahaan mengalami penurunan laba pada tahun 2016, namun perusahaan malah meningkatkan dividen yang dibagikan kepada investor.

Berbeda halnya dengan perusahaan yang memiliki kode saham INTP, CPIN, dan SMGR, besarnya laba yang diperoleh perusahaan tersebut tidak berpengaruh pada jumlah dividen yang dibagikan. Buktinya dalam tahun 2015 dan 2016 meskipun laba yang diperoleh berubah namun hal tersebut tidak mempengaruhi jumlah dividen yang dibagikan. Jika dari ketiga perusahaan tersebut, kestabilan pembayaran dividen terlihat dari jumlah DPS, berbeda halnya dengan perusahaan dengan kode saham UNVR kestabilan yang terjadi adalah pada tingkat DPR, terlihat bahwa berapapun jumlah laba yang diperoleh perusahaan dan dividen yang dibagikan sebesar 444. Hal tersebut menunjukkan kematangan ekonomi perusahaan UNVR dalam menjalankan kegiatan operasionalnya.

Selanjutnya fenomena harga saham di pasar modal berkembang secara dinamis yang ditunjukkan oleh tren pergerakan IHSG di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama 5 tahun, periode mulai tahun 2011 hingga tahun 2015, jumlah perusahaan terdaftar rata-rata 544 perusahaan didalamnya termasuk perusahaan sektor manufaktur menunjukkan bahwa IHSG seluruh emiten di BEI dari tahun 2011 sampai 2015 mengalami kenaikan rata-rata 33% dan perkembangan perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar rata-rata 136 perusahaan saat ini mengalami kemajuan yang cukup signifikan, perkembangan tersebut terlihat dari Indeks Harga Saham Sektor Manufaktur mulai tahun 2011 sampai tahun 2015 rata-rata mengalami kenaikan 24,10%, namun kenaikan rata-rata IHSG manufaktur ini masih dibawah rata-rata IHSG seluruh emiten sebesar 33.00% (Sumber: ICMD tahun 2017 diolah/www.idx.co.id).

Perkembangan kenaikan IHSG seluruh emiten yang terdaftar di BEI belum seimbang dengan perkembangan kemampuan membayar dividen baik seluruh emiten maupun sektor manufaktur. Kemampuan rata-rata membayar dividen seluruh emiten sebesar 39,49% sedangkan 60,51% tidak membayar dividen. Demikian halnya dengan kemampuan membayar dividen perusahaan sektor manufaktur rata-rata sebesar 33,51% sedangkan 66,49% tidak membayar dividen (Sumber: ICMD tahun 2017 diolah/www.idx.co.id).

Berbagai macam fenomena di atas menunjukan bahwa besarnya laba yang diperoleh perusahaan tidak selalu sejalan dengan besarnya jumlah dividen yang dibagikan. Namun yang menjadi masalah inti dari fenomena di

atas adalah seberapa besar pengaruh laba terhadap jumlah pembagian dividen yang dilakukan perusahaan dalam pengambilan kebijakan manajemen mengenai dividen ini. Hal tersebut mengindikasikan bahwa dari sisi pertumbuhan perusahaan tercatat meningkat dan kemampuan perusahaan membayar dividen secara umum meningkat namun tidak seluruhnya perusahaan melakukan pembayaran dividen, padahal kebijakan dividen merupakan aspek penting. Pemegang saham selalu berharap untuk mendapat dividen dalam jumlah besar atau minimal relatif stabil dari tahun ke tahun. Sebagian lagi dari laba bersih perusahaan merupakan laba ditahan yang akan disiapkan oleh perusahaan untuk melakukan investasi kembali (*reinvestment*). Hal inilah yang merupakan inti dari kebijakan dividen, khususnya dalam menentukan *dividend payout ratio*.

Kenaikan harga saham dan pembayaran dividen sangat diharapkan oleh para pemegang saham karena keduanya merupakan hasil *return* atas investasi yang dilakukannya, karena jika *return* tinggi maka investasi pada saham sektor manufaktur tinggi. Hal ini akan memotivasi investor untuk berinvestasi di sektor tersebut. Namun melihat data bahwa IHSG dan emiten yang membayar dividen sektor manufaktur lebih rendah dari emiten seluruh perusahaan merupakan kesenjangan, padahal disisi lain perusahaan sektor manufaktur diharapkan sebagai produsen bernilai tinggi memiliki kinerja keuangan yang kuat, karena sektor manufaktur memberikan kontribusi terbesar terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia, demikian juga menghasilkan nilai yang tinggi untuk perusahaan, kepada pemegang saham

dan negara. Fenomena belum optimalnya IHSG dan emiten yang membayar dividen dari perusahaan sektor manufaktur merupakan fokus kajian dalam penelitian ini.

Dalam pembayaran dividen, perusahaan dapat memilih salah satu dari keempat kebijakan dividen yaitu kebijakan dividen yang stabil, kebijakan dividen dengan penetapan jumlah minimal dan ekstra dividen, kebijakan dividen dengan penetapan rasio pembayaran dividen yang tetap, dan kebijakan dividen yang fleksibel (Riyanto, 2001:269). Besar kecilnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tergantung pada kebijakan dividen masing-masing perusahaan dan dilakukan berdasarkan pertimbangan berbagai faktor. Berdasarkan faktor-faktor yang dipertimbangkan oleh manajemen dan keputusan investor yang didasarkan pada kinerja keuangan maka penelitian ini mengidentifikasi variabel-variabel yang diduga berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Kepemilikan manajerial berdasarkan *Agency Theory* (1976) dapat menjadi solusi untuk mengurangi biaya pengawasan yang disebut *agency cost*, biaya yang timbul untuk mengurangi asimetri informasi yang terjadi antara manajemen dan pemegang saham. Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan presentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen. Penelitian terkait kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen telah dilakukan Komang dan Gusti (2016). Menurut Komang dan Gusti (2016) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif pada kebijakan dividen. Hal ini

berarti manajer yang juga terlibat dalam kepemilikan saham akan menginginkan *return* dalam bentuk dividen sama seperti investor pada umumnya. Oleh karena itu, semakin besar kepemilikan manajerial maka kebijakan dividen semakin tinggi. Berbeda dengan Penelitian Febrianto Frans Deni *et al.* (2016) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada kebijakan dividen. Sedangkan hasil penelitian lain yang dilakukan oleh Gede dan Ketut (2016) menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada kebijakan dividen.

Kepemilikan institusional berdasarkan *Agency Theory* (1976) dapat mempengaruhi jumlah alokasi dividen tunai karena tingkat kepemilikan oleh investor institusi yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku oportunistik manajer. Pengawasan terhadap manajer dapat menurunkan konflik keagenan yang dapat terjadi. Kepemilikan saham institusional adalah proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi. Penelitian terkait kepemilikan institusional dengan kebijakan dividen telah dilakukan Febrianto Frans Deni *et al.* (2016), Helmina dan Hidayah (2017) menyimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti bahwa pengawasan intensif yang dilakukan investor institusional menyebabkan manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan investor yaitu mendapatkan profit dari perusahaan dalam bentuk dividen. Oleh karena itu, semakin besar kepemilikan institusional maka kebijakan dividen semakin tinggi. Berbeda hasil penelitian Komang dan

Gusti (2016) menemukan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh pada kebijakan dividen.

Free cash flow adalah keuntungan bersih operasional perusahaan, setelah diperhitungkan investasi modal kerja dan aktiva tetap selama periode berjalan. Berdasarkan *Signalling Theory* (Ross, 1977) Informasi dalam laporan keuangan terkait dengan *free cash flow* merupakan suatu bentuk sinyal positif yang dapat mempengaruhi opini investor. *Free Cash Flow* dinilai dapat memengaruhi kebijakan dividen perusahaan karena adanya aliran kas bebas yang tinggi akan cenderung meningkatkan pembayaran dividen. Hal ini disebabkan karena apabila perusahaan memiliki aliran kas bebas yang tinggi, akan lebih baik jika kas tersebut digunakan untuk pembayaran dividen kepada pemegang saham daripada digunakan oleh manajer untuk investasi yang tidak perlu. Penelitian terkait *free cash flow* dengan kebijakan dividen telah dilakukan Komang dan Gusti (2016), Suartawan dan Yasa (2016) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa *free cash flow* terdapat pengaruh positif terhadap di kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa ketika *free cash flow* suatu perusahaan tinggi akan mempengaruhi tingkat pembayaran dividen tunai kepada pihak investor. Berbeda dengan penelitian Pradana dan Sanjaya (2014) variabel *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap dividend payout ratio pada perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI.

Profitabilitas juga merupakan tujuan utama perusahaan. Profitabilitas dapat didefinisikan sebagai kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan sangat mempengaruhi pembayaran dividen bagi investor (Suharli, 2007). Sujoko dan Soebiantoro, (2007) menjelaskan bahwa profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan yang baik, terutama dalam memberikan dividen kepada para pemegang saham. Semakin *profitable* suatu perusahaan maka kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba bersih akan semakin tinggi dan pembayaran dividen perusahaan akan meningkat. Sebaliknya semakin rendah profitabilitas perusahaan maka akan semakin rendah laba bersih yang dihasilkan dan pembayaran dividen akan menurun.

Profitabilitas merupakan salah satu pengukuran bagi kinerja suatu perusahaan, profitabilitas suatu perusahaan menunjukkan kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu pada tingkat penjualan, asset dan modal saham tertentu (Komang dan Gusti, 2016). Penelitian terkait profitabilitas telah dilakukan Ano *et al.* (2014), Hanif dan Bustamam (2017), Gede dan Ketut (2016) menyebutkan bahwa besarnya dividen yang dibayarkan dipengaruhi oleh profitabilitas, dimana pengaruh profitabilitas bersifat positif terhadap dividen yang dibayarkan perusahaan. Berbeda dengan Komang dan Gusti (2016) menyatakan bahwa dividen dipengaruhi secara signifikan oleh profitabilitas namun bersifat negatif. Sedangkan penelitian Febrianto Frans Deni *et al.* (2016) dan Laim *et al.* (2015) menyimpulkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Firm size berdasarkan *Signalling Theory* (Ross, 1977) merupakan suatu bentuk sinyal positif yang dapat mempengaruhi opini investor. Ukuran perusahaan (*firm size*) dapat dilihat dari jumlah total aset yang dimiliki oleh perusahaan pada tahun tersebut. Perusahaan yang memiliki ukuran perusahaan yang besar akan mudah memasuki pasar modal sehingga mengurangi ketergantungan perusahaan terhadap sumber dana internal. Oleh karenanya, perusahaan yang memiliki ukuran perusahaan yang besar cenderung membayar dividen besar kepada pemegang saham. Sedangkan perusahaan yang memiliki aset sedikit akan cenderung membagikan dividen yang rendah karena laba dialokasikan pada laba ditahan untuk menambah aset perusahaan (Priyo 2013). Penelitian terkait *firm size* telah dilakukan Febrianto Frans Deni *et al.* (2016) menyimpulkan bahwa *firm size* memiliki pengaruh yang positif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Berbeda dengan penelitian Hanif dan Bustamam (2017), Laim *et al.* (2015) dan Helmina dan Hidayah (2017) menyatakan bahwa *firm size* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Investment opportunity set adalah set kesempatan investasi yang merupakan pilihan investasi di masa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aset dan ekuitas. Berdasarkan *Pecking order theory* perusahaan membiayai investasinya dengan dana internalnya terlebih dahulu dan kemudian menggunakan dana eksternalnya jika diperlukan. Perusahaan yang memiliki peluang investasi cenderung akan menggunakan seluruh dananya untuk investasi tersebut. *Investment opportunity* yang tinggi di masa

depan membuat perusahaan dikatakan memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi pula. Tingkat pertumbuhan yang tinggi diasosiasikan dengan penurunan dividen (Suharli, 2007). Penurunan dividen tersebut tentu tidak sejalan dengan tujuan perusahaan yakni memaksimalkan kemakmuran pemegang saham.

Dengan demikian, nilai kesempatan investasi merupakan nilai sekarang dari pilihan-pilihan perusahaan untuk membuat investasi di masa mendatang. Penelitian terkait *investment opportunity set* telah dilakukan Gede dan Ketut (2016) menyebutkan bahwa *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti Perusahaan menggunakan arus kas untuk mendanai investasi yang menguntungkan dimasa depan. Perusahaan yang menggunakan dananya untuk mendanai investasi dalam jumlah yang besar akan diikuti dengan pembayaran dividen dalam jumlah yang kecil. Berbeda dengan penelitian Febrianto Frans Deni *et al.* (2016) yang menyebutkan bahwa *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Suartawan dan Yasa (2016) yang menyebutkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh oleh *investment opportunity set*.

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menemukan pandangan validitas yang berbeda tentang faktor-faktor penentu kebijakan dividen dan bukti empiris yang signifikan. Dalam penelitian ini menggunakan pemodelan regresi linear berganda. Karena setiap negara memiliki dasar lingkungan bisnis yang berbeda, terutama negara-negara yang sedang berkembang seperti

Indonesia, mungkin ada kejutan dalam hal kebijakan dividen yang diterapkan oleh perusahaan-perusahaan Indonesia.

Penelitian ini termotivasi dari penelitian yang dilakukan Komang dan Gusti (2016) yaitu Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow* dan Profitabilitas pada Kebijakan Dividen. Populasi yang digunakan sebanyak 8 perusahaan dan menjadi 32 pengamatan yang diteliti pada suatu lembaga usaha/ perusahaan *go public* yang masuk ke kategori manufaktur dan terdata pada bursa efek Indonesia. Variabel yang digunakan dalam penelitian mereka adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow* dan profitabilitas. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah **pertama** pada penelitian ini menambahkan variabel independen *firm size* dan *investment opportunity set*. **Kedua**, sampel penelitian ini pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2012-2016.

Alasan menambahkan variabel independen *firm size* adalah bahwa disini para investor menjadikan *firm size* sebagai aspek dasar yang sangat dicermati dalam keputusan melakukan investasi. Umur dan besaran perusahaan tergantung dari kemampuan seorang manajer dan kemudahan aksesnya yang mudah menuju pasar modal, karena kemudahan tersebut fleksibilitas serta kemampuannya untuk memperoleh dana yang lebih besar dianggap lebih aman dari pada perusahaan yang masih baru sehingga perusahaan mampu memiliki *ratio* pembayaran dividen yang lebih tinggi dari pada perusahaan kecil (Priyo, 2013).

Alasan menambahkan variabel independen *investment opportunity set* (IOS) adalah dengan memiliki *investment opportunity* yang tinggi akan cenderung menggunakan dananya untuk investasi tersebut. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi cenderung akan memberikan dividen yang rendah karena pihak manajemen beranggapan bahwa dana tersebut lebih baik diinvestasikan kedalam laba ditahan demi kelangsungan hidup perusahaan. Hal ini akan berdampak pada tingkat pembayaran dividen perusahaan.

Peneliti tertarik menggunakan perusahaan manufaktur sebagai objek penelitian karena perusahaan tersebut merupakan bidang usaha yang memiliki jenis usaha yang paling besar di BEI. Dalam <http://investasi.kontan.co.id/> (2016), ada tiga dari sepuluh sektor yang menopang IHSG salah satunya adalah sektor manufaktur dimana saham-saham dari grup manufaktur menguat sebesar 0,49%. Hal tersebut menunjukkan bahwa sektor manufaktur memberikan kontribusi yang tinggi dalam menopang penguatan IHSG (Tiga Sektor Kuat Menopang IHSG). Selain itu perusahaan sektor manufaktur juga hampir tidak terpengaruh oleh fluktuasi perekonomian dan kegiatan industri sektor manufaktur mempunyai peran penting di perekonomian Indonesia. Sektor ini diharapkan akan mampu menjadi penyelamat dalam persaingan ekonomi. Pertumbuhan sektor manufaktur pada tahun 2015 di Indonesia mencapai 5.2%, angka ini dinilai menurun dari tahun 2014 namun dinilai masih lebih tinggi dari pertumbuhan ekonomi yang hanya mencapai 4.7% (www.cnindonesia.com).

B. Rumusan Masalah

1. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan?
2. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan?
3. Apakah *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan?
4. Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan?
5. Apakah *firm size* berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan?
6. Apakah *investment opportunity set* berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan?

C. Tujuan Penelitian

1. Menguji secara empiris pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan deviden perusahaan.
2. Menguji secara empiris pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan deviden perusahaan.
3. Menguji secara empiris pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan deviden perusahaan.
4. Menguji secara empiris pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan deviden perusahaan.
5. Menguji secara empiris pengaruh *firm size* terhadap kebijakan deviden perusahaan.

6. Menguji secara empiris pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen perusahaan.

D. Kontribusi Penelitian

1. Secara Teoritis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah khasanah ilmu pengetahuan serta menjadi referensi bagi penelitian sejenis. Selain itu hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan bukti empiris terkait pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, profitabilitas, *firm size*, *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen di Indonesia.

2. Secara Praktis

Penelitian ini diharapkan dapat membantu untuk menganalisis keputusan investasi, untuk menentukan keputusan apakah investor tersebut akan berinvestasi di perusahaan dengan mempertimbangkan kebijakan dividen perusahaan serta faktor-faktor yang berpengaruh. memberikan informasi dan kontribusi serta menambah literature mengenai apa saja yang dapat memengaruhi efektivitas penggunaan sistem informasi akuntansi.

E. Sistematika Pembahasan

Secara garis besar sistematika penulisan skripsi ini terdiri dari lima bab, yang masing-masing bab dapat diuraikan sebagai berikut :

- BAB I Pendahuluan, bab ini meliputi uraian mengenai latar belakang (permasalahan), rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian ini dilakukan, serta sistematika pembahasan.
- BAB II Tinjauan Pustaka dan Perumusan Hipotesis, bab ini berisi uraian tentang pembahasan dari permasalahan secara teoritis yang didasarkan pada literatur, bahan pustaka, sumber ilmiah yang berguna sebagai acuan perbandingan hasil penelitian, pengembangan hipotesis serta model penelitian.
- BAB III Metode Penelitian, bab ini bertujuan untuk menerangkan dan menguraikan tentang populasi dan sampel, jenis dan sumber data, teknik pengumpulan data, definisi operasional variabel dan pengukuran variabel, metode analisis data serta pengujian hipotesis.
- BAB IV Hasil dan Pembahasan, bab ini bertujuan untuk membahas dan menguraikan pengujian yang telah dilakukan meliputi statistik deskriptif variabel penelitian, hasil pengujian asumsi klasik, hasil pengujian hipotesis, dan pembahasan.
- BAB V Kesimpulan, bab ini berisikan kesimpulan hasil penelitian, keterbatasan penelitian serta rekomendasi. Dibagian akhir akan diisi dengan lampiran yang dapat mendukung skripsi ini.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

A. Telaah Teori

1. *Signalling Theory*

Signalling Theory diperkenalkan oleh (Ross, 1977) kemudian dikembangkan oleh (Bhattacharya, 1979). (Ross, 1977) menyatakan bahwa pihak eksekutif perusahaan sebagai orang dalam, memiliki informasi yang lebih baik mengenai perusahaan sehingga terdorong untuk menyampaikan informasi tersebut kepada investor agar harga saham perusahaan meningkat. Informasi yang lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu sangat dibutuhkan karena digunakan sebagai alat analisis dalam pengambilan keputusan. Ross (1977) membuktikan bahwa kenaikan pada dividen yang dibayarkan dapat menimbulkan isyarat yang jelas kepada pasar bahwa prospek perusahaan telah mengalami kemajuan.

Menurut Jogiyanto (2003:392) informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan sinyal bagi investor yang bermanfaat dalam pengambilan keputusan investasi. Dengan pengumuman tersebut, manajer ingin menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik dimasa depan agar investor tertarik berinvestasi. Brigham dan Houston (2011:186) mendefinisikan sinyal sebagai suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan dan memberi petunjuk pada investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan.

Pemberian sinyal dilatarbelakangi oleh adanya asimetri informasi antara perusahaan dan investor. Perusahaan mengetahui lebih banyak informasi sehingga investor berusaha melindungi diri dengan cara memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Informasi laporan keuangan merupakan suatu bentuk sinyal positif yang dapat mempengaruhi opini investor. Perusahaan dapat meningkatkan terkait pendanaan internal perusahaan dengan cara mengurangi asimetri informasi yang muncul yaitu dengan memberikan sinyal pada pihak investor berupa informasi keuangan yang dapat dipercaya dan mengurangi ketidakpastian terkait prospek perusahaan dimasa depan.

Dikatakan oleh (Ross, 1977), agar suatu isyarat bermanfaat harus memenuhi empat hal. Pertama, manajemen harus selalu mempunyai dorongan yang tepat untuk mengirimkan isyarat yang jujur, walaupun beritanya buruk. Kedua, isyarat dari suatu perusahaan yang sukses tidak mudah diterima oleh pesaingnya yang kurang sukses. Ketiga, isyarat itu harus mempunyai hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang dapat diamati (misalnya dividen yang lebih tinggi saat ini akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi di masa yang akan datang). Keempat, tidak ada cara menekan biaya yang lebih efektif dari pada pengiriman isyarat yang sama.

Selanjutnya *Signalling Theory* dikembangkan oleh (Bhatta charya, 1979) yaitu model yang dapat digunakan untuk menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan menggunakan dividen untuk memberikan isyarat

walaupun menanggung kerugian saat melaksanakannya. Membagikan kas untuk pembayaran dividen merupakan hal yang mahal, karena perusahaan harus mampu menghasilkan kas yang cukup untuk mendukung pembayaran dividen secara tetap, dan karena kas dibayarkan untuk dividen maka akan mengurangi kesempatan berinvestasi dengan *net present value* (NPV) positif. Namun demikian bagi perusahaan yang prospeknya bagus dapat mengganti biaya ini (pembayaran dividen) melalui pengeluaran saham secara bertahap dengan harga yang semakin meningkat. Tetapi bagi perusahaan yang kurang sukses tidak dapat melakukan hal yang sama. Dengan demikian, memberikan isyarat melalui nilai dividen memberikan hasil yang positif.

Dengan kata lain, bahwa dengan adanya kenaikan dividen yang dibayarkan perusahaan kepada pemegang saham, merupakan sinyal bagi pemegang saham bahwa manajemen perusahaan telah memprediksikan suatu prospek yang baik di masa yang akan datang. Begitu juga sebaliknya, apabila terjadi penurunan pembayaran dividen, dapat dikatakan bahwa pihak manajemen telah memberikan sinyal kepada pemegang saham bahwa perusahaan akan mengalami masa sulit pada periode selanjutnya. Oleh karena itu, manajemen akan membayarkan dividen kepada pemegang saham sebagai sinyal bahwa perusahaan berhasil dalam menghasilkan profit (Laksono, 2006).

2. *Agency Theory*

Agency theory atau teori keagenan menjelaskan mengenai sebuah kontrak kerjasama dari yang memberikan tugas (prinsipal) kepada pihak yang menjalankan tugas (agen), dan selanjutnya setelah agen menyelesaikan tugasnya maka prinsipal akan memberikan agen sebuah penghargaan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa teori keagenan menerangkan hubungan yang terjadi akibat adanya interaksi antara pihak manajemen selaku agen, yang diberikan tanggung jawab oleh pemegang saham selaku prinsipal untuk mengelola perusahaan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) hubungan keagenan ini mengakibatkan dua permasalahan yaitu :

- a. Terjadinya informasi asimetris (*information asymmetry*), dimana manajemen secara umum memiliki lebih banyak informasi mengenai posisi keuangan yang sebenarnya dan posisi operasi entitas dari pemilik, dan
- b. Terjadinya konflik kepentingan (*conflict of interest*) akibat ketidaksamaan tujuan, dimana manajemen tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik.

Hendriksen dan Breda (1992) menyatakan bahwa pemilik perusahaan harus membuat pilihan supaya manajemen selaku pembuat keputusan mengambil keputusan terbaik demi kepentingan pemilik perusahaan meskipun pemilik perusahaan memiliki informasi yang sedikit. Berdasarkan pernyataan Hendriksen dan Breda (1992) tersebut, dapat

diambil kesimpulan bahwa terjadi ketidaksamaan kepemilikan informasi antara pemilik perusahaan selaku prinsipal dan manajemen selaku agen. Hal ini dikarenakan pihak prinsipal tidak dapat mengawasi kegiatan serta pilihan keputusan yang dihadapi agen sehari-hari, sehingga menimbulkan sebuah asimetri informasi. Dari asimetri informasi inilah memicu timbulnya *moral hazard*. Dari sinilah timbul konflik kepentingan, karena manajemen akan mencoba untuk memberikan informasi yang tidak sebenarnya kepada pemegang saham demi memperoleh penghargaan atau keuntungan yang mungkin didapat sesuai dengan kontrak kerjasama antara manajemen dan pemilik yang telah disepakati sebelumnya. Sedangkan pemilik perusahaan selaku prinsipal menginginkan tujuan mereka dapat tercapai yaitu menginginkan pengembalian yang sebesar-besarnya dan secepatnya atas investasi yang salah satunya dicerminkan dengan kenaikan porsi dividen dari tiap saham yang dimiliki.

Dalam upaya mengatasi atau mengurangi masalah keagenan ini menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*) yang akan ditanggung baik oleh prinsipal maupun agen. Jensen dan Meckling (1976) membagi biaya keagenan ini menjadi *monitoring cost*, *bonding cost*. *Monitoring cost* adalah biaya yang timbul dan ditanggung oleh prinsipal untuk memonitor perilaku agen, yaitu untuk mengukur, mengamati, dan mengontrol perilaku agent. *Bonding cost* merupakan biaya yang ditanggung oleh agen untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa agen akan bertindak untuk kepentingan prinsipal.

Aplikasi *agency theory* dapat terwujud dalam kontrak kerja yang akan mengatur proporsi hak dan kewajiban masing-masing pihak dengan tetap memperhitungkan kemanfaatan secara keseluruhan. Kontrak kerja merupakan seperangkat aturan yang mengatur mengenai mekanisme bagi hasil, baik yang berupa keuntungan, *return* maupun risiko-risiko yang disetujui oleh prinsipal dan agen. Kontrak kerja akan menjadi optimal bila kontrak dapat *fairness* yaitu mampu menyeimbangkan antara prinsipal dan agen yang secara matematis memperlihatkan pelaksanaan kewajiban yang optimal oleh agen dan pemberian insentif/imbalan khusus yang memuaskan dari prinsipal ke agen. Inti dari *Agency Theory* atau teori keagenan adalah pendesainan kontrak yang tepat untuk menyelaraskan kepentingan prinsipal dan agen dalam hal terjadi konflik kepentingan (Scott, 1997). Holder *et al.* (1998) menemukan bahwa dividen menjadi faktor utama dalam mengurangi *agency problem* antara pemegang saham dan manajer. Pembayaran dividen dapat mengurangi arus kas di bawah kontrol manajemen, sehingga membantu untuk menghilangkan masalah keagenan. *Agency problem* biasanya terjadi antara manajer dan pemegang saham atau antara *debtholders* dan *stockholders*.

3. *Pecking Order Theory*

Pecking order theory yang dikemukakan Myers (1984) menjelaskan bagaimana suatu perusahaan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai. *Pecking order theory* dimulai dengan terdapatnya asimetri informasi, dimana pihak manajemen mempunyai

informasi lebih banyak tentang perusahaan dari pemilik modal. Asimetri informasi ini memengaruhi pilihan pendanaan antara sumber dana internal atau sumber dana eksternal serta pilihan penambahan hutang baru atau melakukan penerbitan ekuitas baru.

Secara singkat, teori ini menyatakan bahwa : (a) Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan), (b) Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), apabila belum mencukupi maka saham baru akan diterbitkan. Asumsi dari *pecking order theory* menurut penelitian Myers (1984) terkait struktur pendanaan adalah:

- a. Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal.
- b. Perusahaan berusaha menyesuaikan rasio pembagian dividen dengan kesempatan investasi dan berupaya untuk tidak melakukan perubahan pembayaran dividen yang terlalu besar.
- c. Pembayaran dividen yang cenderung konstan dan fluktuasi laba yang diperoleh mengakibatkan dana internal kadang berlebih ataupun kurang untuk berinvestasi.
- d. Apabila pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan memilih menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu dimulai

dari penerbitan obligasi, obligasi yang dapat dikonversi menjadi modal sendiri dan akhirnya menerbitkan saham baru.

Myers (1984) menjelaskan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan yang berasal dari modal internal, yakni dana yang berasal dari aliran kas dan laba ditahan. Dengan mempertimbangkan biaya modal yang harus dikeluarkan, perusahaan lebih mengutamakan penggunaan dana internal daripada dana eksternal. Dalam melakukan kegiatan investasi, penggunaan dana internal memiliki resiko yang lebih kecil jika dibandingkan menggunakan dana eksternal. Para pemegang saham yang sekaligus merupakan manajer perusahaan lebih menyukai dana internal karena dengan penggunaan dana sendiri menyebabkan keuntungan yang diperoleh perusahaan tidak harus dibagi dengan para kreditur dan untuk meminimalisir asimetri informasi dibandingkan dengan menggunakan dana pihak eksternal dalam bentuk saham dan hutang.

Pada saat perusahaan membutuhkan pendanaan, maka dana internal dan dana eksternal akan digunakan untuk memenuhi kebutuhan dana. Penggunaan dana internal menyebabkan dividen kas akan berkurang. Sedangkan peningkatan hutang akan mempengaruhi hubungan manajer dan pemilik perusahaan yaitu dengan adanya pembatasan arus kas bebas dan peningkatan pengawasan terhadap kinerja terkait dengan potensi kebrangkutan (Kalay, 1982).

Kinerja keuangan suatu perusahaan tidak semata-mata hanya memperlihatkan kinerja dalam menghasilkan laba, akan tetapi juga

memperlihatkan kinerja perusahaan dalam menentukan pilihan kebijakan pendanaan. Berdasarkan teori ini, perusahaan lebih menyukai pendanaan yang berasal dari dana internal yaitu laba ditahan jika dibandingkan dengan hutang. Kebijakan dividen juga berpengaruh dalam hal pendanaan karena akan menambah beban perusahaan dimana perusahaan akan menggunakan laba ditahan untuk reinvestasi atau membagikan dividen kepada pemegang saham.

4. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan salah satu *corporate finance* yang berkaitan dengan para pemangku kepentingan, karena kebijakan ini berisi tentang keputusan apakah sebagian atau seluruhnya laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham atau akan digunakan untuk membiayai investasi perusahaan di masa yang akan datang. Setelah perusahaan menentukan untuk membagikan dividen, pihak manajer akan menentukan berapakah besar bagian laba yang akan dibagikan sebagai dividen.

Menurut Kieso *et al.* (2011), perusahaan dapat membagikan dividen dalam berbagai bentuk, yaitu:

a. Dividen Tunai

Dividen ini adalah dividen yang biasa dibagikan oleh perusahaan. Faktor yang menjadi perhatian dalam membagikan dividen tunai adalah jumlah kas yang tersedia. Manajemen harus menentukan apakah jumlah dana dalam kas tersedia cukup untuk membagi

dividen serta meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Hal ini menjadi pertimbangan karena jika perusahaan ingin meningkatkan pertumbuhan maka perusahaan akan lebih memilih untuk menyimpan labanya daripada dibagikan sebagai dividen. Dalam menetapkan dividen kas, direksi akan menetapkan pengumuman mengenai dividen kas. Setelah persetujuan mendapatkan persetujuan, dewan direksi akan mengumumkan dividen.

b. Dividen Properti

Dividen properti merupakan dividen yang dibagikan dalam bentuk aktiva perusahaan selain kas. Investasi, bangunan, persediaan barang dagang merupakan bentuk dari dividen properti. Atau mungkin dividen properti dapat dibagikan dalam bentuk lainnya sesuai rancangan pihak manajemen.

c. Dividen Likuidasi

Dividen yang tidak didasarkan pada laba ditahan disebut dividen likuidasi. Hal ini berarti bahwa dalam pembagian dividen ini tidak didasarkan pada laba yang diperoleh perusahaan, melainkan didasarkan pada tingkat pengembalian dari investasi pemegang saham, sehingga besarnya dividen yang diberikan tergantung dari besarnya dana yang dikeluarkan investor kepada perusahaan.

d. Dividen Saham

Dividen ini dibagikan dalam bentuk tanda kepemilikan. Dividen ini dibagikan sesuai proporsi kepemilikan pemegang saham di

perusahaan. Oleh karena itu, ketika perusahaan membagikan dividen dalam bentuk saham, maka nilai *book value per share* (BVPS) akan mengecil seiring dengan bertambahnya jumlah saham yang dipegang oleh para pemegang saham.

5. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Kepemilikan saham manajerial dapat menyejajarkan antara kepentingan pemegang saham dengan manajer, karena manajer ikut merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan manajer yang menanggung resiko apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Menurut Jansen (1986) menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan akan dapat menyatukan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Sesuai dengan pernyataan Komang dan Gusti (2016), kepemilikan manajerial yang meningkat dipandang dapat mengurangi *agency cost* sehingga perusahaan dapat menggunakan kelebihan dana untuk dibagikan sebagai dividen. Semakin meningkatnya kepemilikan manajerial, akan diikuti oleh peningkatan jumlah dividen perusahaan sehingga memiliki dampak pada semakin tingginya pembayaran dividen yang diberikan kepada investor.

6. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh pihak institusi lain yaitu kepemilikan oleh perusahaan atau lembaga lain. Kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang terbentuk institusi seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain. Investor institusional tidak jarang menjadi mayoritas dalam kepemilikan saham. Hal tersebut dikarenakan para investor institusional memiliki sumber daya yang lebih besar daripada pemegang saham lainnya sehingga dianggap mampu melaksanakan mekanisme pengawasan yang baik. Kepemilikan institusional merupakan satu alat yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency conflict*. Kepemilikan institusional memiliki kemampuan untuk mengendalikan pihak manajemen melalui proses *monitoring* secara efektif. Febrianto Frans Deni *et al.* (2016) berpendapat bahwa kepemilikan institusional yang berperan sebagai *monitoring agent* yang tinggi akan dapat meningkatkan pengawasan terhadap perilaku *opportunis* manajemen yang memanfaatkan manajemen laba untuk kepentingan pribadinya, yang mungkin mengakibatkan kepentingan pihak lain terabaikan.

7. *Free Cash Flow*

Free cash flow (arus kas bebas) merupakan seberapa besar selisih antara arus kas operasi setelah dikurangi dengan belanja modal perusahaan. Ketika perusahaan memiliki arus kas yang tinggi, investor akan menekan pihak manajemen untuk membagikan dividen. Komang

dan Gusti (2016) menyebutkan, “Arus kas bebas memiliki pengaruh positif terhadap besarnya dividen yang dibayarkan”. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa perusahaan akan menaikkan dividen yang dibayar seiring dengan kenaikan arus kas.

Dalam Suartawan dan Yasa (2016) *Free Cash Flow* diwakili oleh rasio *Free Cash Flow to Total Assets* yaitu perbandingan antara *Free Cash Flow* dengan Total Aktiva. Semakin besar rasio ini menunjukkan bahwa nilai arus kas bebas lebih besar jika dibandingkan dengan nilai aktiva perusahaan. Dengan demikian semakin besar arus kas bebas maka kemungkinan dividen yang dibayarkan menjadi semakin besar. Sebaliknya semakin kecil rasio ini menunjukkan bahwa nilai aktiva perusahaan lebih besar jika dibandingkan dengan arus kas bebas. Arus kas bebas yang kecil akan menyebabkan perusahaan memiliki keterbatasan dalam kemampuannya membayar dividen.

8. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dari aktivitas operasinya. Dari sumber inilah perusahaan akan membagikan bagian laba sebagai dividen apabila pembagian dividen dalam bentuk kas. Sesuai dengan Komang dan Gusti (2016), profitabilitas diukur dengan *return on asset* (ROA). ROA digunakan untuk mengetahui apakah perusahaan efisien dan efektif memanfaatkan aktivitya dalam kegiatan operasional perusahaan. Rasio ini juga memberikan ukuran yang lebih baik atas profitabilitas perusahaan karena

mampu menunjukkan efektivitas dan keberhasilan perusahaan dalam menggunakan aktiva untuk memperoleh pendapatan atau laba. Aktiva yang dimaksud adalah keseluruhan harta perusahaan, yang diperoleh dari modal sendiri maupun modal asing yang telah diubah perusahaan menjadi aktiva-aktiva perusahaan yang digunakan untuk kelangsungan hidup perusahaan. ROA menunjukkan persentase antara laba yang didapatkan dengan total aset yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi ROA, menunjukkan semakin baik tingkat profitabilitas perusahaan sehingga memiliki dampak pada semakin tingginya pembayaran dividen yang diberikan kepada investor.

9. *Firm Size*

Firm size (ukuran perusahaan) menunjukkan besarnya nilai perusahaan, dalam penelitian ini ukuran perusahaan diukur dengan kapitalisasi pasar. Perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki biaya keagenan yang tinggi, sehingga untuk menguranginya, perusahaan akan membayarkan dividen dengan rasio yang lebih besar bila dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil. Besar kecilnya perusahaan akan mempengaruhi kemampuan dalam menanggung risiko yang mungkin timbul dari berbagai situasi yang dihadapi perusahaan. Selain itu *firm size* turut menentukan tingkat kepercayaan pemegang saham. Semakin besar perusahaan, maka semakin dikenal oleh masyarakat yang artinya semakin mudah untuk mendapatkan informasi yang akan meningkatkan nilai perusahaan. Bahkan perusahaan besar yang memiliki total aktiva dengan

nilai aktiva yang cukup besar yang dapat menarik investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Hatta (2002) dalam Hanif dan Bustamam (2016) menyatakan bahwa perusahaan dengan ukuran yang lebih besar diperkirakan akan memiliki kemampuan untuk menghasilkan *earning* yang lebih besar, sehingga akan mampu membayar dividen yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil.

10. *Investment Opportunity Set*

Investment opportunity set (kesempatan investasi) adalah peluang perusahaan untuk menginvestasikan dananya dalam rangka mengembangkan perusahaannya. Kesempatan investasi yang merupakan pilihan investasi di masa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aset dan ekuitas (Febrianto Frans Deni *et al.*, 2016). Berdasarkan berbagai pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa kesempatan investasi merupakan pilihan investasi di masa yang akan datang yang berakibat pada tumbuhnya aset dan ekuitas perusahaan.

Investasi pada masa mendatang tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya (Smith dan Watts, 1992). Kesempatan investasi merupakan suatu pilihan kesempatan yang dimiliki perusahaan untuk berkembang. Meskipun

demikian, terkadang perusahaan tidak selalu dapat melaksanakan semua kesempatan investasi tersebut di masa mendatang. Perusahaan yang tidak dapat menggunakan kesempatan investasi tersebut akan mengalami suatu pengeluaran yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai kesempatan investasi yang telah hilang. Dengan demikian, nilai kesempatan investasi merupakan nilai sekarang dari pilihan-pilihan perusahaan untuk membuat investasi di masa mendatang (Myers, 1984).

Pecking order theory dapat digunakan untuk menjelaskan hubungan antara kesempatan investasi dengan kebijakan dividen. Dalam teori tersebut menunjukkan bahwa perusahaan membiayai investasinya dengan dana internalnya terlebih dahulu dan kemudian menggunakan dana eksternalnya bila diperlukan. Dalam mendanai investasi tersebut perusahaan menggunakan seluruh dananya sehingga peluang dana tersebut dibagikan sebagai dividen cenderung kecil.

B. Telaah Penelitian Sebelumnya

Tabel 2.1
Telaah Penelitian Terdahulu

No	Nama	Judul	Hasil Penelitian
1.	Ano <i>et al.</i> (2014)	Pengaruh Likuiditas dan Profitabilitas terhadap <i>Devidend Payout Ratio</i> pada Subsektor Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia	Hasil penelitian menyimpulkan bahwa <i>Current Ratio</i> , <i>ROA</i> , dan <i>ROE</i> secara simultan berpengaruh signifikan terhadap <i>Devidend Payout Ratio</i> pada subsektor Bank di Bursa

Sumber : Data yang diolah 2017

Tabel 2.1
Telaah Penelitian Terdahulu Lanjutan

		Periode 2009-2013	Efek Indonesia. Hasil analisis secara parsial <i>Current Ratio</i> , <i>ROA</i> , dan <i>ROE</i> berpengaruh signifikan positif terhadap DPR pada subsektor Bank di BEI
2.	Salvatore Wika Lingga Pradana dan I Putu Sugiarta Sanjaya (2014)	Pengaruh Profitabilitas, <i>Free Cash Flow</i> dan <i>Invesment Opportunity Set</i> Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> (Studi Empiris Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di BEI)	Hasil analisis menunjukkan bahwa profitabilitas (<i>ROA</i>) berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>dividend payout ratio</i> . Sedangkan <i>free cash flow</i> dan <i>investment opportunity set</i> tidak berpengaruh terhadap <i>dividend payout ratio</i>
3.	Laim et al. (2015)	Analisis Faktor-Faktor Yang Memengaruhi <i>Dividend Payout Ratio</i> Pada Perusahaan Yang Terdaftar di Indeks LQ-45 BEI	Hasil penelitian menunjukkan secara simultan variabel CR, DER, <i>ROA</i> , <i>Firm Size</i> dan <i>Growth</i> berpengaruh terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> . Secara parsial hanya DER yang berpengaruh terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>
4.	Febrianto Frans Deni et al. (2016)	Analisis Variabel-Variabel yang Memengaruhi Kebijakan Dividen (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas berpengaruh positif sementara Kepemilikan Manajerial memiliki pengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. <i>Investment opportunity set</i> berpengaruh negatif

Sumber : Data yang diolah, 2017

Tabel 2.1
Telaah Penelitian Terdahulu Lanjutan

5.	I Gede Yoga Yudianta dan I Ketut Yadnyana (2016)	Pengaruh Kepemilikan Manajerial, <i>Leverage</i> , <i>Investment Opportunity set</i> dan Profitabilitas pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur	Hasil kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada kebijakan dividen, sedangkan <i>Investment opportunity set</i> dan <i>Leverage</i> berpengaruh negatif pada kebijakan dividen, serta profitabilitas berpengaruh positif pada kebijakan dividen
6.	I Gst. Ngr. Putu Adi Suartawan dan Gerianta Wirawan Yasa (2016)	Pengaruh <i>Investment opportunity set</i> dan <i>Free Cash Flow</i> pada Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan	Hasil analisis ditemukan <i>investment opportunity set</i> dan <i>free cash flow</i> berpengaruh positif pada kebijakan dividen
7.	Ni Komang Ayu Purnama Sari dan I Gusti Ayu Nyoman Budiasih (2016)	Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, <i>Free Cash Flow</i> dan Profitabilitas pada Kebijakan Dividen	Hasil penelitian kepemilikan manajerial dan <i>free cash flow</i> mempunyai pengaruh signifikan terhadap <i>dividend payout ratio</i> , kepemilikan institusional dan profitabilitas tidak berpengaruh signifikan pada <i>dividen payout ratio</i>
8.	Muammar Hanif dan Bustamam (2017)	Pengaruh <i>Debt To Equity Ratio</i> , <i>Return On Asset</i> , <i>Firm Size</i> dan <i>Earning Per Share</i> Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2015)	Secara parsial, hanya <i>return on asset</i> dan <i>earning per share</i> yang berpengaruh positif signifikan terhadap <i>dividend payout ratio</i> , sedangkan <i>debt to equity</i> dan <i>firm size</i> tidak berpengaruh terhadap <i>dividend payout ratio</i>

Sumber : Data yang diolah, 2017

Tabel 2.1
Telaah Penelitian Terdahulu Lanjutan

9.	Monica Rahardian Ary Helminda dan Raudhatul Hidayah (2017)	Pengaruh <i>Institusional</i> <i>Ownership</i> , <i>Collateralizable</i> <i>Assets, Debt To</i> <i>Total Assets, Firm</i> <i>Size Terhadap</i>	Secara parsial <i>institutional ownership</i> memiliki pengaruh positif signifikan terhadap <i>dividend policy</i> . <i>Collateralizable assets</i> , <i>debt to total assets</i> dan
----	---	--	---

Sumber : Data yang diolah, 2017

C. Perumusan Hipotesis

1. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen

Agency theory yang dijelaskan oleh Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Manajer memiliki kecenderungan untuk berperilaku konsumtif dan oportunistik karena mereka menerima keuntungan secara penuh dan sedikit menanggung biaya dari kegiatan tersebut. Oleh karena itu, diperlukan mekanisme pengawasan yang dapat menyelaraskan kepentingan antara manajer dan pemegang saham, sehingga dapat mengurangi konflik keagenan (Komang dan Gusti, 2016).

Manajer mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan untuk menyelaraskan kepentingannya sebagai manajer dengan kepentingannya sebagai pemegang saham. Kesamaan kepentingan antara pihak manajemen dengan pihak pemegang saham dapat menurunkan potensi konflik. Potensi konflik keagenan yang kecil ini dapat

berpengaruh terhadap rendahnya *agency cost* yang dikeluarkan oleh pemegang saham.

Manajer mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan menyelaraskan dengan pemegang saham. Manajer yang juga terlibat dalam kepemilikan saham akan menginginkan *return* dalam bentuk dividen sama seperti investor pada umumnya. Melalui kebijakan ini manajer diharapkan menghasilkan kinerja yang baik serta mengarahkan dividen pada tingkat yang tinggi. Dengan penetapan dividen tinggi perusahaan akan mengalokasikan sebagian laba untuk dividen tunai (Komang dan Gusti, 2016). Dalam konteks kepemilikan saham oleh manajerial tinggi akan terjadi kesamaan preferensi antara pemegang saham dan manajer maka diperlukan peningkatan dividen. Untuk mengurangi *agency cost* maka perusahaan perlu meningkatkan kepemilikan manajerial dalam perusahaan agar manajer bertindak secara hati-hati karena semakin mereka ikut menanggung konsekuensi atas tindakannya (Hanif dan Bustamam, 2017). Semakin banyak saham yang dimiliki oleh manajer maka semakin menurunkan biaya keagenan karena asimetri informasi sehingga alokasi laba ditahan dapat digunakan untuk kebijakan dividen yang nantinya akan menambah dividen dan menggunakan dana untuk memperluas usaha (Febrianto Frans Deni *et al.*, 2016). Oleh karena itu, semakin besar kepemilikan saham perusahaan oleh investor institusional maka kebijakan dividen semakin tinggi.

Berdasarkan penjelasan diatas menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut sejalan dengan penelitian oleh Yulia Efni (2009) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, yang dimana meningkatnya kepemilikan manajerial akan diikuti oleh peningkatan jumlah dividen. Namun penelitian dari Komang dan Gusti (2016) dan Febrianto Frans Deni *et al.* (2016) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₁. Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

2. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen

Sesuai dengan *agency theory* yang mendeskripsikan suatu hubungan atau kontrak antara prinsipal (pemegang saham) dan agen (manajer), maka dapat kita lihat kekuatan pada kepemilikan institusional. Ketika suatu perusahaan dikuasai oleh institusional investor dalam jumlah atau tingkatan yang besar maka akan menimbulkan adanya kekuasaan yang besar pada institusional investor tersebut.

Kepemilikan saham institusional adalah proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi pada akhir tahun yang diukur dalam prosentase (Komang dan Gusti, 2016). Tingkat kepemilikan oleh investor institusi yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku oportunistik manajer.

Perilaku oportunistik adalah perilaku yang sering dilakukan oleh manajer untuk memanfaatkan segala kesempatan untuk mencapai tujuan pribadi (Komang dan Gusti, 2016). Pengawasan terhadap manajer dapat menurunkan konflik keagenan yang dapat terjadi.

Pengawasan intensif yang dilakukan investor institusional menyebabkan manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan investor. Pihak investor institusional mempunyai keinginan untuk mendapatkan profit dari perusahaan dalam bentuk dividen. Dividen juga dapat sebagai sarana pengawasan oleh pihak investor institusional. Pembagian dividen dapat mencerminkan kinerja perusahaan. Jika dividen yang dibagi tinggi maka perusahaan tersebut mampu menjalankan perusahaan secara efektif dan efisien sehingga diharapkan mampu mencapai profit yang tinggi. Oleh karena itu, semakin besar kepemilikan saham perusahaan oleh investor institusional maka kebijakan dividen semakin tinggi.

Keterkaitan antara kebijakan dividen dan kepemilikan institusional melandasi hubungan positif. Helmina dan Hidayah (2016) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut pun sesuai dengan teori keagenan, karena *agency cost* juga dapat dikurangi dengan kepemilikan institusional dengan cara mengaktifkan pengawasan terhadap kinerja manajerial. Hal ini juga didukung oleh hasil penelitian dari Febrianto Frans Deni *et al.* (2016) juga menyatakan kepemilikan institusional berpengaruh positif. Sehingga, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₂. Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

3. Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Signalling Theory menyatakan bahwa, perusahaan yang memiliki *free cash flow* atau arus kas bebas tinggi memiliki kecenderungan untuk membagikan dividen lebih tinggi. *Free cash flow* merupakan kas perusahaan yang tidak digunakan untuk modal kerja dimana dapat didistribusikan untuk para pemegang saham atau kreditur (Ross, 1977). *Free cash flow* menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan.

Kemampuan perusahaan dalam melunasi utang tanpa melikuidasi aset disebut dengan fleksibilitas finansial. Terdapat beberapa cara untuk mengukur fleksibilitas finansial. Salah satunya yaitu dengan mencari *free cash flow* atau arus kas bebas. Dalam bukunya, Kieso *et al.* (2011) menyebutkan, “*Free cash flow* adalah jumlah arus kas diskresioner suatu perusahaan yang dapat digunakan untuk menambah investasi, melunasi hutang, membeli kembali saham perusahaan sendiri dan menambah likuiditas perusahaan”. Apabila perusahaan memiliki *free cash flow* atau arus kas bebas yang tinggi dapat diartikan bahwa perusahaan memiliki fleksibilitas finansial yang baik, sehingga dapat meningkatkan tekanan dari investor kepada pihak manajemen untuk membagikan dividen.

Dalam Suartawan dan Yasa (2016) *Free Cash Flow* diwakili oleh rasio *Free Cash Flow to Total Assets* yaitu perbandingan antara *Free Cash Flow* dengan Total Aktiva. Semakin besar rasio ini menunjukkan bahwa nilai arus kas bebas lebih besar jika dibandingkan dengan nilai aktiva perusahaan. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* mempunyai pilihan untuk memperlakukan *free cash flow* diantaranya sebagai pembayaran dividen kepada pemegang saham, kemudian untuk investasi membeli aset-aset tetap. Perusahaan yang mempergunakan *free cash flow* untuk membayar dividen dianggap lebih mementingkan nilai perusahaan. Dengan demikian semakin besar arus kas bebas maka kemungkinan dividen yang dibayarkan menjadi semakin besar. Oleh karena perhatiannya pada nilai perusahaan maka pemegang saham menanggapi positif kebijakan tersebut.

Hal ini sejalan dengan Pradana dan Sanjaya (2014) yang menyatakan bahwa arus kas bebas mempengaruhi seberapa besar kebijakan dividen, yang berarti bahwa dividen dapat dijadikan sebagai pengganti untuk mengurangi asimetri informasi dari arus kas bebas. Komang dan Gusti (2016) menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini juga didukung oleh penelitian Suartawan dan Yasa (2016) yang menyimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₃. *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

4. Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan *Signalling Theory*, mengemukakan bahwa informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan menjadi sinyal bagi investor dan bermanfaat dalam pengambilan keputusan investasi. Dengan pengumuman tersebut, manajer ingin menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik dimasa depan agar investor tertarik untuk berinvestasi. Profitabilitas yang tinggi menjadi sinyal positif bagi investor sehingga mempengaruhi opini mereka terhadap perusahaan.

Profitabilitas yang tinggi menandakan bahwa perusahaan tersebut dalam kondisi yang bagus, sehingga melalui laporan keuangannya para investor akan menanamkan dana atau modalnya ke perusahaan tersebut. Dengan bertambahnya dana yang diperoleh investor tersebut akan membuat pendanaan perusahaan semakin tinggi. Hal ini akan membuat perusahaan mampu memenuhi kewajibannya dalam pembagian dividen. Dengan demikian, semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka peluang perusahaan membagikan dividennya menjadi lebih tinggi. Berdasarkan penelitian yang dilakukan Komang dan Gusti (2016), *return on asset* (ROA) digunakan sebagai proksi untuk mengukur profitabilitas. ROA menunjukkan persentase antara laba yang didapatkan dengan total aset yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi ROA, menunjukkan semakin baik tingkat profitabilitas perusahaan sehingga memiliki dampak pada semakin tingginya pembayaran dividen yang diberikan kepada investor.

Berdasarkan penjelasan diatas menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Sejalan dengan hal tersebut penelitian yang dilakukan oleh Ano *et al.* (2014), Gede dan Ketut (2016) serta Hanif dan Bustamam (2017) menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₄. Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

5. Pengaruh *Firm Size* terhadap Kebijakan Dividen

Signalling Theory (Ross, 1977) berpendapat bahwa perusahaan memilih untuk menciptakan isyarat yang jelas mengenai masa depan perusahaan dengan (*firm Size*) ukuran perusahaan. Dari sudut pandang investor, ukuran perusahaan merupakan tanda bahwa perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan dan mereka mengharapkan *rate of return* (tingkat pengembalian) dari investasi mereka memberikan hasil yang lebih baik. Perusahaan yang besar terwujud apabila perusahaan memiliki kinerja yang baik dan keberhasilan dalam kegiatan investasi.

Firm Size (ukuran perusahaan) menunjukkan besarnya nilai perusahaan, dalam penelitian ini ukuran perusahaan diukur dengan kapitalisasi pasar. Perusahaan yang besar dan mapan akan mempunyai akses yang lebih mudah ke pasar modal dibanding dengan perusahaan kecil. Akses yang baik dapat membantu perusahaan memenuhi kebutuhan likuiditasnya. Hal tersebut akan mengurangi ketergantungan mereka pada pendanaan internal perusahaan. Kemudahan untuk berhubungan dengan

pasar modal tersebut membuat perusahaan besar memiliki fleksibilitas dan kemampuan untuk untuk mendapatkan dana dalam jangka pendek menjadi lebih besar, sehingga perusahaan besar dapat mengusahakan pembayaran dividen yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil.

Hatta (2012) dalam Hanif dan Bustamam (2017) menyatakan bahwa perusahaan dengan ukuran yang lebih besar diperkirakan akan memiliki kemampuan untuk menghasilkan *earning* yang lebih besar, sehingga akan mampu membayar dividen yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan kecil. Hal ini didukung oleh penelitian Febrianto Frans Deni *et al.* (2016) yang menunjukkan hasil bahwa *firm size* mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian dari Hermuningsih (2007) juga menunjukkan hasil bahwa *firm size* mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Oleh karena itu, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₅. *Firm size* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

6. Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen

Pecking order theory dapat digunakan untuk menjelaskan hubungan negatif antara *investment opportunity set* (IOS) dan kebijakan dividen. Berdasarkan teori tersebut, perusahaan membiayai investasinya dengan dana internalnya terlebih dahulu dan kemudian menggunakan dana eksternalnya jika diperlukan. Perusahaan yang memiliki peluang investasi cenderung akan menggunakan seluruh dananya untuk investasi tersebut. Hal ini dikarenakan *investment opportunity set* (IOS) atau kesempatan

investasi merupakan peluang perusahaan untuk meningkatkan pertumbuhan.

Bagi perusahaan yang berada dalam kondisi sangat baik memungkinkan pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi. Investasi berhubungan dengan pendanaan, jika investasi sebagian besar didanai *internal equity* maka akan mempengaruhi besarnya dividen yang akan dibagikan. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen tunai kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan, bahkan untuk mengatasi masalah *underinvestment*. Pemakaian keseluruhan dana tersebut akan berdampak pada jumlah dana yang semestinya digunakan untuk pembagian dividen. Dengan tidak ada atau kecilnya dana yang digunakan untuk pembagian dividen maka kecenderungan perusahaan untuk membagikan dividen akan semakin kecil. Hal ini dikarenakan keseluruhan dana yang digunakan untuk kepentingan investasi tersebut. Dengan demikian, semakin tinggi peluang investasi perusahaan maka kecenderungan untuk perusahaan membagikan dividennya cenderung kecil.

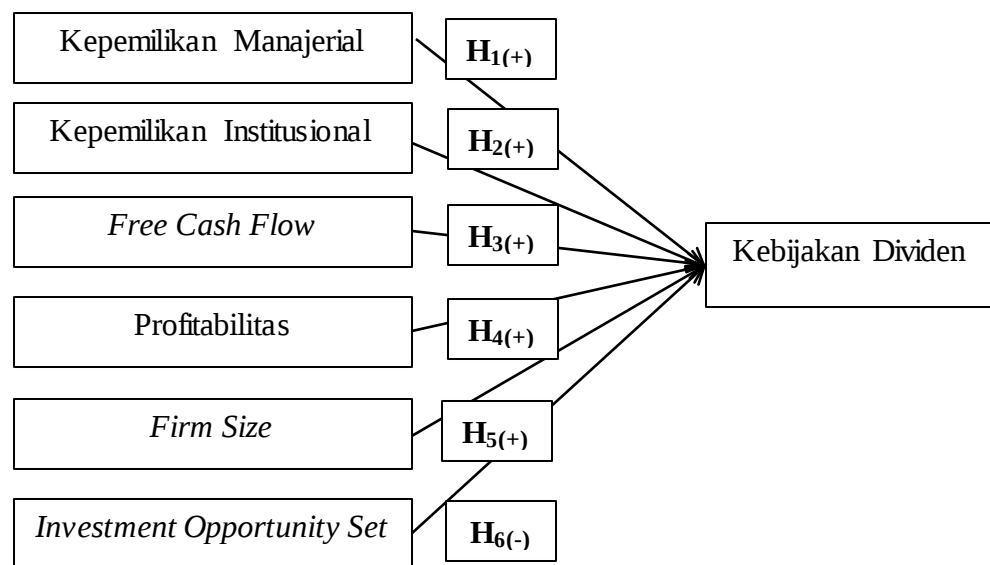
Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Gede dan Ketut (2016). Namun penelitian dari Febrianto Frans Deni *et al.* (2016) menyatakan bahwa *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Penelitian tersebut menemukan bahwa

investment opportunity set (IOS) memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian, dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₆. *Investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

D. Model Penelitian

Model penelitian yang digunakan untuk merumuskan hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :



Gambar 2.1 Model Penelitian

Sumber : Modifikasi Penelitian Komang dan Gusti (2016)

BAB III

METODA PENELITIAN

A. Populasi dan Sampel

Populasi adalah keseluruhan wilayah objek dan subjek yang memiliki fenomena untuk dilakukan penyelidikan dan penelitian (Sugiono, 2013). Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2012 – 2016. Sektor manufaktur dipilih karena perusahaan dalam sektor ini memiliki aktifitas operasi yang lebih kompleks jika dibandingkan dengan jenis perusahaan lainnya sehingga komponen informasi yang tertuang dalam laporan keuangan lebih banyak.

Teknik pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling*, yaitu sampel dipilih berdasarkan pertimbangan tertentu atau kriteria tertentu (Sugiyono, 2013). Kriteria yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan sektor manufaktur yang secara berturut-turut terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2012-2016.
2. Perusahaan sektor manufaktur tidak melakukan *Initial Public Offering* (IPO), *delisting* dan ganti sektor (bisa karena ganti *core bussiness*, merger atau akuisisi) pada periode pengamatan yaitu 2012-2016.
3. Perusahaan sektor manufaktur selalu menyajikan laporan keuangan auditan pada periode pengamatan (Per 31 Desember).

4. Perusahaan sektor manufaktur tersebut tidak menyajikan laporan keuangan dalam mata uang asing.
5. Perusahaan sektor manufaktur yang melakukan pembagian dividen antara tahun 2012-2016.

B. Data Penelitian

1. Jenis dan Sumber Data

Data yang dipergunakan dalam penelitian merupakan data sekunder yang diperoleh dari berbagai sumber seperti jurnal, artikel ilmiah serta buku-buku yang menunjang penelitian. Pemilihan periode penelitian selama 5 tahun yaitu dari 2012 – 2016, diharapkan dapat memberikan gambaran yang lebih jelas terkait kondisi perusahaan pada umumnya. Data yang diolah berasal dari laporan tahunan yang dipublikasikan oleh perusahaan sektor manufaktur melalui Bursa Efek Indonesia (BEI) yang diakses melalui www.idx.com maupun *website* perusahaan.

2. Teknik Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian adalah metode dokumentasi. Metode dokumentasi dilakukan dengan cara mengumpulkan sumber-sumber data dokumenter seperti laporan tahunan perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian. Penggunaan metode ini dikarenakan data yang diolah merupakan data sekunder yang terdapat dalam laporan tahunan perusahaan.

C. Variabel Penelitian dan Pengukuran Variabel

1. Variabel Penelitian

Variabel penelitian yang digunakan dalam penelitian ini terdiri dari dua jenis variabel yaitu variabel dependen serta variabel independen :

- a. Variabel dependen merupakan variabel yang dipengaruhi oleh variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen.
- b. Variabel independen merupakan variabel yang memengaruhi ataupun menjadi sebab terjadinya perubahan atau timbulnya variabel dependen. Variabel independen dalam penelitian ini adalah :
 - 1) Kepemilikan manajerial
 - 2) Kepemilikan institusional
 - 3) *Free cash flow*
 - 4) Profitabilitas
 - 5) *Firm size*
 - 6) *Investment opportunity set*

2. Pengukuran Variabel

- a. Kebijakan Dividen

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen perusahaan diukur dengan *dividend payout ratio*, yaitu dividen yang dibayarkan dibagi dengan laba setelah pajak (Yarram dan Dollery, 2015). DPR merupakan perbandingan antara dividen tunai tahunan yang dibagi dengan laba

tahunan atau dividen per lembar saham dibagi dengan laba per lembar saham. Rasio tersebut Komang dan Gusti (2016) *dividend payout* diukur dengan rumus sebagai berikut :

$$Dividend\ payout = \frac{Dividend}{Earning\ After\ Tax}$$

b. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan porsi kepemilikan saham pihak manajemen. Pihak manajemen tersebut yaitu manajemen yang terlibat pada metode mengambil suatu keputusan pada perusahaan. Dalam mekanisme pengurangan daripada *agency conflic* dapat menggunakan variabel pengaruh kepemilikan manajerial. Anggarini dan Srimindarti (2009) dalam Komang dan Gusti (2016) menyatakan bahwa biaya keagenan (*agency cost*) yang dapat meningkatkan hutang didalam perusahaan sekiranya dapat dikurangi dengan dilakukannya peningkatan kepemilikan manajerial. Sehingga, dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$MJRL = \frac{\text{Jumlah saham direksi, komisaris dan manajer}}{\text{Total saham beredar}} \times 100$$

c. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan kondisi di mana institusi atau lembaga eksternal yang turut memiliki saham di dalam perusahaan. Kepemilikan institusional adalah proporsi kepemilikan saham yang diukur dalam persentase saham yang dimiliki oleh institusi lain, baik itu pihak swasta, pemerintah maupun asing. Nurningsih

(2005) dalam Komang dan Gusti (2016) kepemilikan institusional dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{INST} = \frac{\text{Saham yang dimiliki institusional}}{\text{Total saham perusahaan}} \times 100\%$$

d. *Free Cash Flow*

Kieso *et al.* (2011) menyebutkan, “ *Free cash flow* (arus kas bebas) adalah jumlah arus kas diskresioner suatu perusahaan yang dapat digunakan untuk menambah investasi, melunasi hutang, membeli kembali saham perusahaan sendiri dan menambah likuiditas perusahaan”. Cara menghitung *free cash flow* adalah dengan mengurangi arus kas operasi dengan belanja modal dan setelah itu dibagi dengan kapitalisasi pasar (Komang dan Gusti, 2016). Sehingga, dapat dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Free Cash Flow} = \frac{\text{Arus Kas Operasi} - \text{Belanja Modal}}{\text{Kapitalisasi Pasar}}$$

e. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dari aktivitas operasinya. Dari sumber inilah perusahaan akan membagikan bagian laba sebagai dividen apabila pembagian dividen dalam bentuk kas. Komang dan Gusti (2016) menggunakan *return on asset* (ROA) sebagai alat untuk mengukur profitabilitas. Alasan menggunakan ROA, karena menggambarkan sebagian besar pengelolaan atau penggunaan aset sebuah perusahaan untuk menghasilkan laba, dengan melihat sebagian besar laba bersih

setelah pajak yang dihasilkan maka pihak manajemen dapat memilih apakah laba tersebut dapat dibagikan sebagai dividen atau tidak. *Return on asset* (ROA) menunjukkan persentase laba yang didapatkan dengan total aset perusahaan. Cara menghitung ROA sebagai berikut :

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total asset}}$$

f. *Firm Size*

Firm size (ukuran perusahaan) pada penelitian ini dinyatakan dalam kapitalisasi pasar (Helmina dan Hidayah, 2017). Hal ini dikarenakan, semakin besar kapitalisasi pasar perusahaan, maka diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang lebih besar bila dibandingkan dengan perusahaan dengan kapitalisasi pasar yang lebih kecil. Oleh karena itu, rumus untuk mengukur ukuran perusahaan adalah :

$$\text{Ukuran Perusahaan} = \text{Jumlah Kapitalisasi Pasar}$$

g. *Investment Opportunity Set*

Investment opportunity set (IOS) adalah merupakan pilihan investasi di masa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aset dan ekuitas. Kesempatan investasi akan diukur dengan menggunakan *Market to Book Value* (MBV). Dengan menggunakan rasio tersebut maka kesempatan investasi dirumuskan dengan membandingkan harga saham dan nilai buku per lembar saham (Brigham dan Daves, 2002). Dasar pemikiran rasio ini adalah bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa yang akan

datang lebih besar dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya, untuk mengukur *investment opportunity set* (IOS) digunakan rumus sebagai berikut :

$$MBV = \frac{\text{Harga Saham}}{\text{Nilai buku per lembar saham}}$$

$$\text{Nilai Buku per Lembar Saham} = \frac{\text{Jumlah ekuitas}}{\text{Jumlah saham beredar}}$$

D. Metoda Analisis

Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linear berganda. Analisis regresi linear berganda digunakan untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, *firm size* dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor manufaktur di Indonesia periode 2012 – 2016. Pada penelitian ini, peneliti menggunakan program SPSS (*Statistical Product and Service Solution*) versi 21.0, untuk membantu mengolah data. Sebelum dilakukannya analisis regresi linear, maka data diuji terlebih dahulu dengan uji asumsi klasik untuk memastikan apakah data yang digunakan telah memenuhi model regresi yang baik, yakni tidak terdapat masalah normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan autokorelasi. Jika uji asumsi klasik telah terpenuhi maka model analisis korelasi selanjutnya akan digunakan untuk mengetahui tingkat hubungan antara variabel independen. Ada beberapa teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu :

1. Analisis Statistik Deskriptif

Ghozali (2013) menyatakan, “Deskripsi suatu data yang diberikan oleh statistik deskriptif dapat dilihat dari nilai rata-rata (*mean*), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, jumlah (*sum*), *range*, kurtosis dan *skewness* (kemencengan distribusi)”. Tujuan pengujian ini adalah untuk mempermudah pembaca memahami variabel-variabel yang dipakai dalam penelitian ini sehingga meminimalkan kesalahan pembacaan variabel. Penelitian ini menggunakan statistik deskriptif berupa nilai rata-rata, nilai minimum, nilai maksimum, dan standar deviasi.

2. Uji Asumsi Klasik

Sebelum melakukan pengujian hipotesis, terlebih dahulu akan dilakukan pengujian terjadinya penyimpangan terhadap asumsi klasik. Uji asumsi klasik yang digunakan yaitu :

a. Uji Normalitas

Ghozali (2013) menyatakan uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, residual atau variabel pengganggu memiliki distribusi normal. Salah satu cara yang dapat digunakan untuk mengetahui normalitas adalah dengan melihat histogram yang membandingkan antara distribusi data observasi yang digunakan dalam penelitian dengan distribusi data yang mendekati distribusi normal. Selain itu, metode lain yang dapat digunakan adalah dengan melihat *normal probability plot*. *Normal probability plot* memperlihatkan perbandingan antara distribusi dari data yang

digunakan dengan distribusi data normal yang membentuk garis diagonal. Jika distribusi data adalah normal, maka garis yang menggambarkan data penelitian akan mendekati atau berhimpit dengan garis diagonalnya (Ghozali, 2013). Setelah menggunakan dua cara tersebut, digunakan metode uji Kolmogorov-Smirnov untuk lebih meyakinkan apakah data telah memenuhi asumsi normalitas. Jika nilai Kolmogorov-Smirnov tidak signifikan (variabel memiliki tingkat signifikansi diatas 0,05) maka semua data yang digunakan dalam penelitian terdistribusi secara normal.

b. Uji Multikolinearitas

Dalam sebuah model regresi, diperlukan pengujian untuk mengetahui apakah antara variabel-variabel independen memiliki hubungan yang tinggi. Pengujian ini disebut uji multikolinearitas. Menurut Ghozali (2013) terdapat cara untuk mengetahui apakah di dalam model terdapat multikolinearitas, yaitu :

- 1) Memiliki nilai R^2 yang tinggi namun banyak variabel independen yang tidak signifikan dalam memengaruhi variabel dependen.
- 2) Antar variabel independen memiliki korelasi yang tinggi, umumnya di atas 90%.
- 3) Memiliki nilai *tolerance* $< 0,10$ dan nilai *variance inflation factor* (VIF) > 10 .

Cara pengobatan apabila terjadi multikolinearitas adalah sebagai berikut:

- 1) Menggabungkan data *crossection* dan *time series* (*pooling data*).

- 2) Keluarkan satu atau lebih variabel independen yang mempunyai korelasi tinggi dari model regresi dan identifikasikan variabel independen lainnya untuk membantu prediksi.
- 3) Transformasi variabel merupakan salah satu cara mengurangi hubungan linear diantara variabel independen. Transformasi dapat dilakukan dalam bentuk logaritma natural dan bentuk *first difference* atau delta.
- 4) Gunakan model dengan variabel independen yang mempunyai korelasi tinggi hanya semata-mata untuk prediksi (jangan mencoba untuk menginterpretasikan koefisien regresinya).
- 5) Gunakan metode analisis yang lebih canggih seperti *bayesian regression* atau dalam kasus khusus *ridge regression*.

c. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam model regresi linier ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya) (Ghozali, 2013: 110). Model regresi yang baik adalah regresi bebas dari autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan dengan satu sama lainnya. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Hal ini sering ditemukan pada runtut waktu (*time series*) karena gangguan pada seorang individu atau kelompok cenderung mempengaruhi gangguan

pada individu atau kelompok yang sama pada periode berikutnya. Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi. Mengetahui ada atau tidaknya autokorelasi dapat dilakukan dengan menggunakan uji Durbin Watson (*DW test*). Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi bisa di dasarkan pada tabel sebagai berikut :

Tabel 3.1
Tabel Autokorelasi

Hipotesis Nol	Keputusan	Jika
Tidak ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < dw < dl$
Tidak ada autokorelasi positif	<i>No desicison</i>	$dl \leq dw \leq du$
Tidak ada korelasi negatif	Tolak	$4 - dl < dw < 4$
Tidak ada korelasi negatif	<i>No desicison</i>	$4 - du \leq dw \leq 4 - dl$
Tidak ada autokorelasi positif atau negatif	Tidak ditolak	$du < dw < 4 - du$

Sumber : Ghozali, 2013

Cara pengobatan apabila terjadi autokorelasi adalah sebagai berikut :

- 1) Tentukan apakah autokorelasi yang terjadi merupakan *pure autocorrelation* dan bukan karena kesalahan spesifikasi model regresi. Pola residual dapat terjadi karena adanya kesalahan spesifikasi model yaitu ada variabel penting yang tidak dimasukkan kedalam model atau dapat juga karena bentuk fungsi persamaan regresi tidak benar.

- 2) Jika yang terjadi adalah *pure autocorrelation*, maka solusi autokorelasi adalah dengan mentransformasi model awal menjadi model *difference*.

d. Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain. Model regresi yang baik adalah yang homokedastisitas atau tidak terjadi heterokedastisitas (Ghozali, 2013:139). Uji heterokedastisitas, dalam penelitian ini menggunakan uji *glejser*. Uji Glejser dapat dilakukan dengan meregres nilai absolut residual terhadap variabel independen. Dasar pengambilan keputusan uji *Glejser* adalah :

- 1) Tidak terjadi heterokedastisitas jika $t \text{ hitung} < t \text{ tabel}$ dan nilai signifikansi $\alpha > 0,05$.
- 2) Terjadi heterokedastisitas, jika $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$ dan nilai signifikansi $\alpha < 0,05$.

3. Analisis Regresi Linear Berganda

Metode analisis penelitian ini menggunakan metode analisis linear berganda. Analisis linear berganda digunakan karena variabel independen penelitian ini lebih dari satu. Analisis linear berganda merupakan uji yang digunakan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Semua data dianalisis menggunakan *Statistical*

Package for Social Science (SPSS) 21.0 for windows. Uji hipotesis dalam penelitian ini menggunakan persamaan sebagai berikut :

$$\text{DIV}_{it} = \alpha + \beta_1 \text{MJRL}_{it} + \beta_2 \text{INST}_{it} + \beta_3 \text{FCF}_{it} + \beta_4 \text{ROA}_{it} + \beta_5 \text{MC}_{it} + \beta_6 \text{IOS}_{it} + e$$

Keterangan :

DIV : *Dividend payout* perusahaan

α : Konstanta/intresep

$\beta_1 \dots \beta_6$: Koefisien variabel

MJRL_{it} : Kepemilikan manajerial

INST_{it} : Kepemilikan institusional

ROA_{it} : *Free cash flow*

FCF_{it} : Profitabilitas yang diukur dengan *return on asset* (ROA)

MC_{it} : *Firm size* yang diukur dengan kapitalisasi pasar

IOS_{it} : *Investment opportunity set* (IOS) yang diukur dengan *Market Price to Book Value* (MBV)

e : *Error*

E. Uji Hipotesis

Uji hipotesis merupakan bagian yang menjelaskan hasil dari uji statistik sehingga dapat ditarik kesimpulan apakah suatu hipotesis diterima atau ditolak. Uji hipotesis terdiri dari uji koefisien determinasi yang menjelaskan kemampuan variabel independen memengaruhi variabel

dependen. Uji statistik F yang merupakan uji regresi linier berganda pengaruh variabel secara keseluruhan dan uji statistik t yang menjelaskan pengaruh masing-masing variabel sehingga dapat diambil kesimpulan apakah hipotesis diterima atau ditolak.

1. Uji Koefisien Determinasi (R^2)

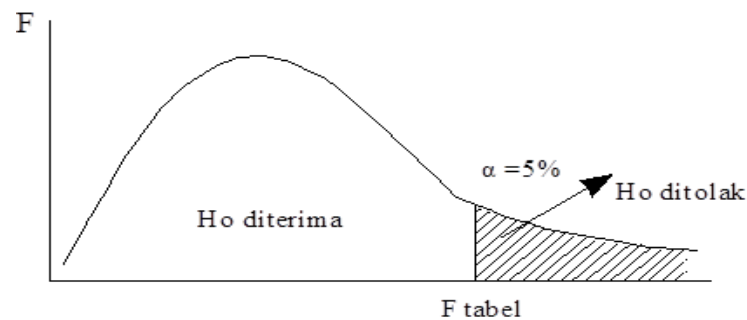
Koefisien determinasi (R^2) pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Nilai koefisien determinasi adalah antara nol dan satu. Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variasi variabel-variabel independen dalam menjelaskan variabel dependen sangat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel dependen. Kelemahan mendasar penggunaan koefisien determinasi adalah bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model. Oleh karena itu, banyak peneliti menganjurkan untuk menggunakan nilai *adjusted* R^2 pada saat mengevaluasi mana model regresi terbaik. Menurut Gujuarti (2003) dalam Ghozali (2013) jika dalam uji empiris didapat nilai *adjusted* R^2 negatif, maka nilai *adjusted* R^2 dianggap bernilai nol. Secara matematis jika nilai $R^2 = 1$, maka *adjusted* $R^2 = R^2 = 1$ sedangkan jika nilai $R^2 = 0$, maka *Adjusted* $R^2 = (1-k)/(n-k)$. Jika $k > 1$, maka *Adjusted* R^2 akan bernilai negatif.

2. Uji Signifikansi F (*Goodness of Fit Test*)

Ghozali (2013:97) menyatakan bahwa uji statistik F pada dasarnya

digunakan untuk mengukur ketepatan fungsi regresi sampel dalam menaksir nilai aktual (*goodness of fit*). Uji F menguji apakah variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen secara baik atau untuk menguji apakah model yang digunakan telah *fit* atau tidak. Menentukan F tabel digunakan tingkat signifikansi 5% dengan derajat kebebasan pembilang (df) = k dan derajat kebebasan penyebut (df) = n-k-1 dimana k adalah jumlah variabel bebas. Pengujian dilakukan dengan membandingkan dengan kriteria :

- Jika $F_{hitung} > F_{tabel}$, atau $Pvalue < \alpha = 0,05$ maka H_a diterima dan H_o ditolak, artinya model yang digunakan bagus (*fit*).
- Jika $F_{hitung} < F_{tabel}$, atau $Pvalue > \alpha = 0,05$ maka H_a ditolak dan H_o diterima, artinya model yang digunakan tidak bagus (tidak *fit*).



Gambar 3.1

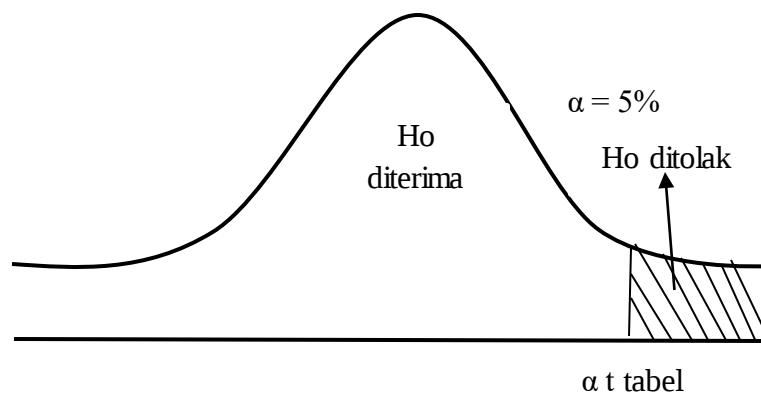
Uji Statistik F

3. Uji Statistik t

Uji t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh masing-masing variabel independen secara individu dalam menerangkan variasi

variabel dependen (Ghozali, 2013:98). Uji t digunakan untuk mengukur signifikansi pengaruh pengambilan keputusan dilakukan berdasarkan perbandingan nilai t hitung masing-masing koefisien regresi dengan t tabel (nilai kritis) sesuai dengan tingkat signifikansi yang digunakan. Ketentuan menilai hasil hipotesis uji t adalah digunakan tingkat $\alpha = 5\%$ dengan derajat kebebasan $df = n-1$ yang merupakan uji satu sisi (*one tailed test*) (Ghozali, 2013:98). Adapun kriteria uji t yaitu:

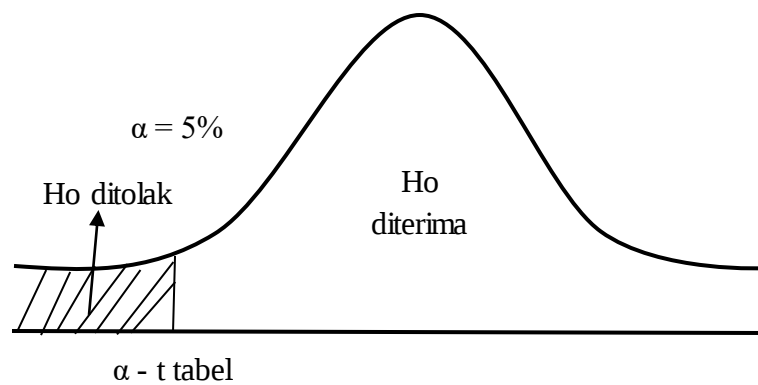
- a. Hipotesis positif, jika $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$ atau $p \text{ value} < \alpha = 5\%$, maka hipotesis diterima, artinya terdapat pengaruh antara satu variabel independen terhadap variabel dependen. Jika $t \text{ hitung} < t \text{ tabel}$ atau $p \text{ value} > \alpha = 5\%$ maka hipotesis ditolak, artinya tidak terdapat pengaruh antara satu variabel independen terhadap variabel dependen.



Gambar 3.2
Uji Statistik t Positif

- b. Hipotesis negatif, jika $-t \text{ hitung} < -t \text{ tabel}$ atau $p \text{ value} < \alpha = 5\%$, maka hipotesis diterima, artinya bahwa terdapat pengaruh antara satu

variabel independen terhadap variabel dependen. Jika $-t_{\text{hitung}} > -t_{\text{tabel}}$ atau $p\text{ value} > \alpha=5\%$ maka hipotesis ditolak, artinya tidak terdapat pengaruh antara satu variabel independen terhadap variabel dependen.



Gambar 3.3
Uji Statistik t Negatif

BAB V

KESIMPULAN

A. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, profitabilitas, *firm size* dan *investment opportunity set*. Objek penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2012 – 2016. Sampel diperoleh dengan menggunakan metoda *purposive sampling* dengan jumlah sampel sebanyak 135 observasi. Berdasarkan hasil penelitian maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut :

1. Hasil uji koefisien determinasi (*Adjusted R square*) menunjukkan bahwa kemampuan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, profitabilitas, *firm size* dan *investment opportunity set* dalam menjelaskan kebijakan dividen adalah sebesar 43,5%. Sedangkan sisanya 56,5% ($100\% - 43,5\%$) dijelaskan oleh faktor-faktor lain diluar model penelitian ini.
2. Berdasarkan hasil uji statistik F menunjukkan bahwa F hitung lebih besar daripada F tabel sehingga dapat diartikan bahwa model penelitian ini telah bagus atau *fit*.
3. Hasil uji statistik t menunjukkan (H_1) diterima, bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Namun untuk (H_2 , H_3 , H_4 , H_5 dan H_6) tidak diterima, menunjukkan bahwa variabel

kepemilikan institusional dan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, kemudian variabel *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen sedangkan variabel *free cash flow* dan *firm size* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

B. Keterbatasan Penelitian

Peneliti menyadari bahwa dalam penelitian ini terdapat beberapa keterbatasan yang dapat mempengaruhi hasil penelitian, antara lain:

1. Variabel-variabel independen yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow*, profitabilitas, *firm size*, *investment opportunity set* dalam penelitian ini dalam menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen masih rendah. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat variabel lain yang juga dapat mempengaruhi kebijakan dividen.
2. Sampel penelitian ini hanya perusahaan manufaktur sehingga tidak mencerminkan kondisi perusahaan di pasar modal secara keseluruhan.
3. Periode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini relatif pendek yaitu dari tahun 2012 sampai dengan 2016.

C. Saran

Memperhatikan beberapa keterbatasan penelitian yang telah disampaikan, maka saran yang dapat peneliti sampaikan adalah sebagai berikut :

1. Penelitian selanjutnya hendaknya bisa memperluas cakupan variabel penelitian, sehingga diharapkan mampu meningkatkan penjelas faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen misalnya variabel *leverage*, likuiditas, pertumbuhan perusahaan dan variabel kontrol yaitu resiko perusahaan.
2. Penelitian selanjutnya hendaknya memperluas penggunaan sampel, misal perusahaan keuangan dan non keuangan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia.
3. Menambah periode penelitian menjadi 10 tahun yaitu dari 2008 – 2017, dengan periode penelitian yang lebih panjang diharapkan hasil yang diperoleh bisa lebih akurat dan tidak bias.

Daftar Pustaka

- Ano, R.R., Murni, S., dan Rate, P.V. 2014. *Pengaruh Likuiditas Dan Profitabilitas Terhadap Devidend Payout Ratio Pada Subsektor Perbankan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2013*. Universitas Sam Ratulangi. ISSN 2303-1174.
- Bagus Laksono. 2006. *Anlisis Pengaruh Return On Asset, Sales Growth, Asset Growth, Cash Flow dan Likuiditas terhadap Dividend Payout Ratio(perbandingan pada perusahaan Multi National Company dan Domestic Corporation yang listed di bursa Efek Jakrta Peride 2002-2004)*.Tesis. Universitas Diponegoro.
- Bambang, Riyanto, 2001. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan, Edisi Keempat, Cetakan Ketujuh*. BPFE Yogyakarta, Yogyakarta.
- Bhattacharya, M.N., Layton, A.P. 1979. *Effectiveness of Sealt Belt legislation of Quensland Road Toll An Australian Case study in Intervention Analisis*, Journal Of Statisticz Association.
- Brigham, Eugene F. Daves, Philip R. 2002. *Intermediate Financial Management, 8th Edition*, Thomson, South-Western.
- Brigham, Eugene F. Daves, Philip R. 2004. *Intermediate Financial Management, 8th Edition*, Thomson, South-Western.
- Brigham, E.F., dan J. Houston. 2011. *Dasar – Dasar Manajemen Keuangan*. Buku Kedua. Edisi Kesepuluh. Jakarta : Salemba Empat.
- Broto AS. 2002. *Metodologi Proses Belajar Mengajar Bahasa Indonesia*, Solo : Tiga Serangkai.
- Bursa Efek Indonesia. (2017, Mei Rabu). IHSG. Retrieved Mei Rabu, 2016, from Kontan.co.id: <http://idx.co.id/news/perkembangan-kenaikan-ihsg-sektor-kuat-manufaktur>
- Cicilia, S. (2017, Mei Selasa). Tiga Sektor Kuat Menopang IHSG. Retrieved Mei Selasa, 2016, from Kontan.co.id: <http://investasi.kontan.co.id/news/tiga-sektor-kuat-menopang-ihsg>
- Deni, Febrianto Frans dkk. 2016. *Analisis Variabel-Variabel yang Memengaruhi Kebijakan Dividen (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2011-2013)*. Jurnal Aplikasi Manajemen. Vol 14 No 2. ISSN 1693-5241.

- Easterbrook, F.H., 1984, *Two Agency-cost Explanation of Dividends*, *American Economic Review*, 74, 650-659.
- Ghozali, I.H. 2013. “*Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 20.0*”. Cetakan ke-6. Penerbit Universitas Diponegoro Semarang. ISBN: 979.704.015.1.
- Hanif, Muammar dan Bustamam. 2017. *Pengaruh Debt To Equity Ratio, Return On Asset, Firm Size, dan Earning Per Share Terhadap Dividend Payout Ratio (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2015)*. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Akuntansi*. Vol. 2, No. 1. Halaman 73-81.
- Harahap, Sofyan Syafri. 2013. *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan Edisi 11*. Jakarta: Rajawali Pers.
- Helmina, Monica Rahardian Ary dan Hidayah, Raudhatul. 2017. *Pengaruh Institutional Ownership, Collateralizable Assets, Debt To Total Assets, Firm Size Terhadap Dividend Payout Ratio*. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Bisnis*, Vol 3, No 1, Maret 2017, hal 24 – 32
- Hermuningsih, Sri. 2007. *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio pada Perusahaan yang Go Public di Indonesia*. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*. Volume 7 - No. 2, 2007.
- Hendriksen, E. S. Dan M. Breda. 1992. *Accounting Theory*. 5th Edition. USA : Richard D. Irwin Inc.
- Holder, Mark E., Langrehr, Frederick W., and Hexter, J. Lawrence. 1998. “*Dividend Policy Determinants: An Investigation of The Influences of Stakeholder Theory*”. *Financial Management (Autumn)*, Vol. 27, No.3, pp. 73-82.
- Jensen, Michael C., & W, H. Meckling. 1976. *Theory Of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost And Ownership Structure*. *Journal Of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jogiyanto, H. M. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kedua. Yogyakarta : BPFE-Yogyakarta.
- Jensen, Michael C. 1986. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. *American Economic Review*. May, vol. 76(2): 323-329.
- Jozwiak, 2015. *Determinants of Dividend Policy: Evidence from Polish Listed Companies*. *Procedia Economics and Finance* 23 (2015) 473 – 477.

- Kalay, A. 1982. "*The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Price: A Re-Examination of the Clientele Effect.*" *Journal of Finance* 37, pp. 1059-1070.
- Kieso, Weigandt, Warfield. 2011. *Intermediate Accounting*. Wiley.
- Laim, W., Nangoy, S.C., dan Murni, S. 2015. *Analisis Faktor-Faktor Yang Memengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Indeks LQ-45 BEI*. ISSN 2303-1174.
- Lucyanda, J dan Lilyana. 2012. *Pengaruh Free Cash Flow dan Struktur Kepemilikan Terhadap Dividen Payout Ratio*. Universitas Bakrie Jakarta. ISSN 2085-42277.
- Myers, S. 1984. "*The Capital Structure Puzzle*", *Journal of Finance*, Vol XXXIX, pp 13-24.
- _____ dan N.S. Majluf. 1984. *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investor Do Not Have*. *Journal of Financial Economics*. Vol. 13, hal. 187-221.
- Nurkholis. 2015. *Analisis Faktor-Faktor yang Memengaruhi Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI periode 2010-2013*. Universitas Diponegoro. Skripsi.
- Prastowo, D., dan Juliaty, R. 2008. *Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Priyo, E.M. 2013. *Analisis Pengaruh Return on Asset, Debt To Equity Ratio, Firm Size, Growth, dan Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI periode 2008-2011*. Universitas Diponegoro. Skripsi.
- Rosdkini, Dini. 2009. *Pengaruh Free Cash Flow terhadap Dividend payout ratio. Working Paper In Accounting and Finance*. Department of accounting, padjadjaran university. Hal : 2-9.
- Ross, S.A., 1977. "*The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach*", *Journal of Economics*, Spring, 8, pp 23-40.
- Sari, P. Ni Komang Ayu dan Budiasih, I Gusti Ayu N. 2016. *Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow dan Profitabilitas pada Kebijakan Dividen*. Universitas Udayana. ISSN 2302-8556.

- Sartono, R.A. 2000. *Manajemen Keuangan Teori dan Implikasi*. Yogyakarta: BPFE.
- Shoviyana, Evi. 2017. *Pengaruh Profitabilitas, Liquidity, Free Cash Flow, dan Firm Size Terhadap Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI tahun 2012-2016*. Universitas Muhammadiyah Surakarta. Naskah Publikasi.
- Smith, Jr. C. W & Watts, R. L. 1992. *The Investment opportunity set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies*. Journal of Financial Economics. 32: 263-292.
- Suartawan, I Gst. Ngr. Putu Adi dan Yasa, Gerianta W. 2016. *Pengaruh Investment opportunity set dan Free Cash Flow pada Kebijakan Dividen*. Universitas Udayana. ISSN 2302-8559.
- Sugiyono. 2013. *Metode Penelitian Bisnis (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D)*. Bandung: Alfabeta.
- Suharli, Michell. 2007. *Pengaruh Profitability dan Investment opportunity set Terhadap Kebijakan Deviden Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat*. Jurnal Akuntansi Dan Keuangan, vol. 9, no. 1, mei 2007: 9-17.
- Sujoko dan U. Soebiantoro. 2007. "Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Investment opportunity set , Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Nilai Perusahaan". Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan. Vol. 9. No. 1. Maret: 41-48.
- Pradana, Salvatore Wika Lingga dan Sanjaya, I Putu Sugiarta. 2014. *Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow dan Invesment Opportunity Set Terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Empiris Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di BEI)*. Yogyakarta : Fakultas Ekonomi, Universitas Atma Jaya.
- Pribadi, A.S. 2012. *Analisis Pengaruh Cash Position, Firm Size, Growth Opportunity, Ownership, dan Return on Asset Terhadap Dividend Payout Ratio pada Perusahaan Manufaktur Go Public di BEI periode 2008-2011*. Universitas Diponegoro. Skripsi.
- Yarram and Dollery, (2015), "Corporate governance and financial policies", *Managerial Finance*, Vol. 41 Iss 3 pp. 267 – 285.
- Yudiana, I Gede Yoga dan Yadnyana, I Ketut. 2016. "Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Investment opportunity set , Investment opportunity set dan Profitabilitas pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur". E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana. Vol.15.1. ISSN 2302-8556.

Yulia Efni. 2009. *Analisis Kebijakan Pendanaan, Kepemilikan Managerial, dan Aliran Kas Bebas pada Perusahaan Non Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)*. Fakultas Ekonomi Universitas Riau. Pekanbaru.