

## PENGARUH RASIO KEUANGAN TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN UKURAN PERUSAHAAN SEBAGAI VARIABEL MODERATING

**Rimky Mandala Putra Simanjuntak, Ade Fatma Lubis, Rina Bukit**

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Sumatera Utara (USU)

[yorijaya@gmail.com](mailto:yorijaya@gmail.com)

### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk untuk menguji pengaruh *cash ratio*, *debt to equity ratio*, *return on asset*, dan *price earning ratio* terhadap kebijakan dividen serta untuk menguji pengaruh *cash ratio*, *debt to equity ratio*, *return on asset*, dan *price earning ratio* terhadap kebijakan dividen dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderating pada perusahaan sektor properti, *real estate* dan konstruksi bangunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode pengamatan 2012-2016. Metode pengambilan sampel dengan sampel jenuh dengan perhitungan menggunakan rumus slovin sehingga jumlah sampel sebanyak 39 perusahaan dengan total observasi 195 dengan metode pengumpulan data secara dokumentasi. Dengan menggunakan analisis regresi data panel maka hasil penelitian ini menunjukkan bahwa secara simultan rasio keuangan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan secara parsial hanya *cash ratio* yang berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Selanjutnya, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan mampu memoderasi hubungan antara rasio keuangan terhadap kebijakan dividen.

**Kata kunci:** Rasio Keuangan, Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan, *Cash Ratio*, *Debt To Equity Ratio*, *Return On Asset*, *Price Earning Ratio*

### PENDAHULUAN

Iklm dunia investasi Indonesia hingga saat ini terus mengalami perkembangan yang cukup signifikan. Hal tersebut ditandai dengan terus meningkatnya antusiasme masyarakat yang meningkat dalam melakukan investasi ke berbagai jenis pilihan investasi sesuai dengan karakteristik masing-masing investor melalui berbagai instrumen investasi. Sehingga tidak dapat dipungkiri hingga saat ini negara Indonesia masih menjadi salah satu primadona dalam berinvestasi. Dan di era perekonomian modern saat ini, investasi finansial yang kegiatannya dilakukan pada pasar keuangan salah satunya adalah pasar modal yang selalu menjadi pilihan investor dalam berinvestasi secara khusus industry properti.

Perkembangan sektor properti dari tahun 2011 hingga menuju tahun 2013 akhir mengalami menuju peningkatan performa yang signifikan akibat adanya

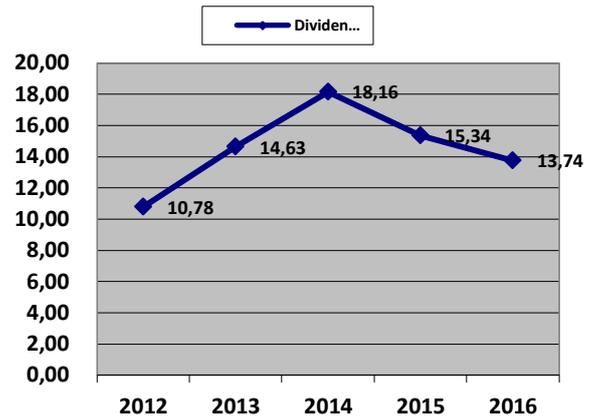
pembangunan infrastruktur berskala besar, dan pada tahun 2015 hingga tahun 2016, sektor properti diprediksi akan terus mengalami perkembangan dan pertumbuhan, terlebih sepanjang tahun tersebut sektor properti diuntungkan oleh berbagai kebijakan yang dikeluarkan oleh pemerintah pada sektor tersebut. Sebagai contoh, pada tahun 2016 bulan Maret pemerintah Indonesia mengeluarkan kebijakan ekonomi paket XI, yang memuat pencaanaan program DIRE (*Dana Investasi Real Estate*) yang akan berjalan efektif mulai akhir tahun 2016. Kemudian juga adanya perubahan kebijakan perpajakan melalui penurunan PPh Final dan BPHTB menjadi 0,5 persen dan 1 persen untuk Skema Kontrak Investasi Kolektif Dana Investasi *Real Estate* (KIK-DIRE) yang dianggap sebagai langkah awal positif untuk menarik investasi lebih besar dari para investor dan pengembang properti. Hal tersebut ditunjukkan dengan banyaknya saham-saham sektor properti

yang mengalami kenaikan dengan indeks sangat tinggi secara signifikan di lantai bursa. Sehingga indeks saham sektor Properti, *Real Estate* dan Konstruksi Bangunan sangat menarik perhatian bagi para investor untuk menanamkan modalnya untuk mencari pendapatan atau tingkat kembalian investasi (*return*) baik berupa pendapatan dividen (*dividend yield*) maupun pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga belinya (*capital gain*). Di sisi lain, perusahaan yang akan membagikan dividen dihadapkan pada berbagai macam pertimbangan antara lain: perlunya menahan sebagian laba untuk re-investasi yang mungkin lebih menguntungkan, kebutuhan dana perusahaan, likuiditas perusahaan, sifat pemegang saham, target tertentu yang berhubungan dengan rasio pembayaran dividen dan factor lain yang berhubungan dengan kebijakan dividen. Oleh karena itu, perusahaan perlu membuat kebijakan tentang besarnya laba yang akan dibagikan kepada para pemegang saham atau yang biasa disebut dengan *Dividend Payout Ratio (DPR)*, dan besarnya laba yang akan ditahan oleh perusahaan.

Berikut ini merupakan grafik pembagian *dividend payout ratio* periode tahun 2012 hingga tahun 2016 dari perusahaan Sektor Properti, *Real Estate* dan Konstruksi Bangunan di Indonesia sebagai berikut:

**Grafik1.**

**Rata-rata *Dividend Payout Ratio* pada Perusahaan Sektor Properti, *Real Estate* dan Konstruksi Bangunan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2016**



Sumber:www. idx.co.id (data diolah kembali)

Grafik 1 tersebut menunjukkan pergerakan menurun pembayaran dividen. Penurunan pembayaran dividen menunjukkan perusahaan sektor properti, real estate dan konstruksi bangunan lebih memilih untuk menyimpan laba dan menggunakannya untuk keperluan operasional daripada membagikan dividen(Indah,2013).

Penurunan pembayaran dividen pada perusahaan sektor properti dan konstruksi bangunan dapat menimbulkan kekecewaan bagi pemegang saham, karena hal ini berbeda dengan riset terdahulu yang menyatakan bahwa perusahaan sektor properti mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Permasalahan ini dapat mengakibatkan pemegang saham menjadi kurang tertarik dalam berinvestasi pada sektor properti, real estate dan konstruksi bangunan.

Laba ditahan merupakan sumber pendanaan perusahaan yang digunakan untuk pembayaran dividen dan kegiatan investasi. Semakin tinggi laba yang ditahan maka akan semakin sedikit dividen yang dibayarkan dan sebaliknya, semakin besar dividen yang dibagikan akan mengakibatkan kekurangan pendanaan perusahaan untuk keperluan investasi. Kebijakan tersebut dipilih mengingat perusahaan akan melakukan kegiatan ekspansi perusahaan dengan melakukan belanja modal perusahaan, seperti melakukan akusisi lahan cadangan dan mengembangkan lahan cadangan yang

telah dimiliki sebelumnya dan juga terjadinya penurunan dari jumlah laba bersih yang diperoleh turut mempengaruhi besaran dividen yang dibagikan pada tahun tersebut.

Perusahaan dengan kebijakan investasi akan memiliki kesempatan yang lebih besar untuk bertumbuh. Pertumbuhan perusahaan dapat meningkatkan profitabilitas. Peningkatan nilai pemegang saham dan nilai perusahaan dapat dicapai dengan peningkatan profitabilitas. Kebijakan manajemen dalam pencapaian laba dapat mempengaruhi kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Pertentangan kepentingan antara manajer dan pemegang saham merupakan masalah keagenan (*agencyproblem*).

Masalah keagenan dapat mengurangi keputusan dalam peningkatan kesejahteraan pemegang saham. Kebijakan yang dimiliki oleh manajer dalam mempengaruhi laba mengakibatkan manajer dapat mengambil tindakan untuk mencapai kepentingan pribadi. Kesejahteraan pemegang saham yang tidak tercapai mengakibatkan kekecewaan bagi pemegang saham.

Pemegang saham dapat memiliki kepentingan untuk menarik atau mengalihkan investasi ke perusahaan lain. Masalah tersebut dapat mengakibatkan kerugian bagi perusahaan dengan hanya memiliki pendanaan yang terbatas. Masalah keagenan dapat dikurangi dengan menetapkan kebijakan pembayaran dividen.

Kebijakan dividen merupakan kebijakan dari manajemen perusahaan dalam menentukan laba yang tersedia bagi pemegang saham yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen atau laba tersebut untuk ditahan untuk membiayai investasi di masa mendatang. Menurut Sartono (2010), kebijakan dividen (*dividend policy*) adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen, atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa

mendatang. Semakin besar laba yang dibagikan dalam bentuk dividen maka calon investor akan menilai bahwa perusahaan dalam kondisi yang sehat dan memiliki prospek yang baik di masa mendatang. Karena tujuan pembagian dividen adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dan juga menunjukkan likuiditas perusahaan, serta sebagai alat komunikasi antara manajer dan pemegang saham.

Al-Haddad *et al.*, (2011) dalam penelitiannya mengatakan kebijakan dividen cenderung menjadi salah satu elemen yang paling stabil dan dapat diprediksi oleh perusahaan, dan sebagian besar perusahaan mulai membayar dividen setelah mereka mencapai tahap kematangan bisnis dan ketika tidak ada lagi kesempatan investasi yang menguntungkan perusahaan. Sedangkan menurut Black (1976) dalam penelitiannya yang berjudul *The Dividend Puzzle*, berpendapat bahwa sulit kita melihat gambaran dividen, semakin banyak tampaknya seperti teka-teki, dengan potongan-potongan yang hanya tidak cocok bersama. Sejak publikasi penelitian Black tersebut, jumlah penelitian teoritis dan empiris semakin banyak. Bernstein (1996), dan Aivazian dan Booth (2003) meninjau kembali teka-teki dividen dan menemukan beberapa pertanyaan penting yang belum terjawab secara pasti. Sehingga Ross (2009) mengatakan kebijakan dividen perusahaan masih bersifat kontroversial dan melibatkan penilaian oleh pengambil keputusan.

Pengumuman dividen sebagai alat untuk mengirimkan isyarat yang nyata kepada pasar mengenai hasil kerja perusahaan dimasa kini dan dimasa yang akan datang adalah merupakan cara yang tepat meskipun mahal tetapi sangat berarti. Setelah menerima isyarat melalui pengumuman dividen, maka pasar akan bereaksi terhadap pengumuman perubahan dividen yang akan dibayarkan, sehingga bisa dikatakan pasar menangkap informasi tentang prospek perusahaan yang

terkandung dalam pengumuman tersebut (Ambarwati, 2010).

Begitu pentingnya kebijakan dividen terhadap banyak pihak, sehingga faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen berdasarkan informasi keuangan yang dipublikasikan oleh perusahaan perlu untuk diidentifikasi. Dalam penelitian ini menggunakan rasio keuangan untuk menilai pengaruh terhadap kebijakan dividen. Rasio keuangan yang digunakan seperti profitabilitas diukur dengan *return on asset* (ROA), likuiditas diukur dengan *cash ratio* (CR), leverage diukur dengan *debt to equity ratio* (DER), nilai pasar diukur dengan *price earning ratio* (PER) serta rasio umum lainnya seperti arus kas dan ukuran perusahaan.

Dan likuiditas menjadi salah satu faktor penentu kebijakan dividen yang mana rasio ini diukur dengan *cash ratio* (CR). Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial yang berjangka pendek tepat waktunya. Perusahaan yang memiliki likuiditas baik maka memungkinkan pembayaran dividen dengan lebih baik pula karena dividen merupakan *cash out flow*, maka semakin kuatnya posisi kas atau likuiditas perusahaan berarti makin besar kemampuannya membayar dividen (Riyanto, 2000).

Kemudian faktor lain penentu kebijakan dividen adalah profitabilitas dan rasio ini diukur dengan *return on asset* (ROA). Profitabilitas merupakan hasil yang diperoleh melalui usaha manajemen terhadap dana yang diinvestasikan oleh pemilik dan investor. Semakin besar tingkat laba atau profitabilitas yang diperoleh perusahaan maka akan memungkinkan semakin besar dividen yang akan dibagikan (Sartono, 2010).

Selanjutnya faktor solvabilitas (*leverage*) yang menjadi salah satu faktor penentu kebijakan dividen dalam kebutuhan pendanaan. Solvabilitas (*Leverage*) diukur dengan *debt to equity* (DER). Solvabilitas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan utang.

Perusahaan yang memiliki rasio utang lebih besar biasanya membagikan dividen lebih kecil, karena laba yang diperoleh digunakan untuk melunasi kewajiban perusahaan terlebih dahulu. Nilai pasar merupakan rasio yang memberikan petunjuk kepada investor atas kinerja perusahaan dimasa lalu serta prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Nilai pasar diukur dengan *price earning ratio* (PER). Perusahaan dengan peluang tingkat pertumbuhan yang tinggi, biasanya memiliki PER yang tinggi. Sebaliknya perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah cenderung memiliki PER yang rendah.

I Gede Ananditha Wicaksana (2012) meneliti *cash ratio*, *debt to equity ratio* dan *return on asset* terhadap kebijakan dividen dengan hasil penelitian menunjukkan *cash ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividen payout ratios* sedangkan *debt to equity ratio* berpengaruh negatif terhadap *dividen payout ratio*. Hashemi dan Zahra (2012) menunjukkan bahwa arus kas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Marietta Dan Sampurno menyatakan bahwa variabel ROA, *size*, dan DER berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Penelitian Sakir dan Al.Fadli (2014) menunjukkan profitabilitas dan *cashflow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. *Cashflow* memiliki pengaruh yang lebih signifikan dalam menentukan pembagian dividen kepada pemegang saham. Hilmi Abdullah dan Ricki Fanani Agaki (2014) menyatakan *earning per share*, *price earning ratio* dan *price to book value* berpengaruh terhadap *dividen payout ratio*. Ukuran perusahaan adalah ukuran atau besarnya aktiva yang dimiliki perusahaan. Skala perusahaan merupakan ukuran yang dipakai untuk mencerminkan besar kecilnya perusahaan didasarkan kepada total aset perusahaan. Nursandari (2015) menyatakan hasil penelitian yang diperoleh bahwa ukuran perusahaan mampu memoderasi hubungan antara rasio keuangan dengan kebijakan dividen. Dewi (2008) dalam penelitiannya ukuran

perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen artinya semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi pembagian dividen. Perusahaan yang besar akan cenderung membagikan dividen yang besar dibandingkan perusahaan yang kecil (Mehta, 2012).

Tujuan investor menanamkan modalnya ke perusahaan adalah untuk mendapatkan pengembalian investasi atau return. Return tersebut bisa berupa pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga belinya ataupun dividen. Pada umumnya perusahaan yang mampu membagikan dividen kepada para pemegang saham adalah perusahaan yang memiliki laba dan struktur keuangan yang baik.

Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan keuntungan (profit) pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu. Dalam penelitian ini, pengukuran terhadap profitabilitas diukur dengan *return on asset* (ROA). ROA (*return on asset*) menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aktiva yang digunakan. Perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi akan memiliki *cash flow* yang besar sehingga dapat membayar dividen dalam jumlah besar.

Dengan demikian adanya pengaruh positif antara *return on asset* dengan *dividen payout ratio*. Hal ini sejalan dengan penelitian Hong Vo dan Nguyem (2014), Marietta Dan Sampurno (2013).

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya kepada kreditor jangka pendek. Dalam penelitian ini likuiditas diproksikan dengan *cash ratio*. *Cash ratio* merupakan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya melalui sejumlah kas dan setara kas yang dimiliki perusahaan. Rasio ini mencerminkan kemampuan perusahaan untuk melunasi hutang lancarnya lebih tepat waktu dibandingkan *current ratio* maupun *quick ratio*. Hal ini disebabkan karena *current ratio* mengandung akun

piutang dagang dan persediaan sedangkan *quick ratio* mengandung akun piutang dagang dimana kedua akun tersebut relatif lama untuk berubah menjadi kas. Menurut teori *the bird in the hand*, kebijakan dividen akan berpengaruh terhadap harga saham. Apabila harga saham naik, maka investor akan meningkat dan laba akan naik. Kenaikan laba ini akan menyebabkan peningkatan uang kas yang dimiliki perusahaan sehingga *cash ratio* akan meningkat. Perusahaan yang memiliki *cash ratio* lebih baik maka akan mampu membayar dividen lebih banyak. Sebaliknya perusahaan yang memiliki *cash ratio* tidak baik maka akan membayar dividen lebih sedikit atau tidak akan mampu membayar dividen. Semakin tinggi *cash ratio* menunjukkan kemampuan kas perusahaan untuk memenuhi (membayar) kewajiban jangka pendeknya (Brigham, 1983). Banyaknya kas yang dimiliki perusahaan juga mencerminkan kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen kepada para pemegang saham, sehingga dapat disimpulkan terdapat hubungan yang positif antara *cash ratio* dan *dividen payout ratio*. Hal ini sejalan dengan penelitian Andriyani (2008) dan I Gede Ananditha Wicaksana (2012) likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Profitabilitas dan likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Profitabilitas perusahaan merupakan perbandingan antara laba bersih dengan aktiva atau modal yang digunakan untuk menghasilkan laba tersebut dimana usaha untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan dipengaruhi oleh masalah likuiditas. Likuiditas merupakan kemampuan kas perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya yang telah jatuh tempo mengakibatkan perusahaan untuk menahan uang kasnya. Semakin banyak perusahaan menahan uang kasnya maka semakin likuid perusahaan tersebut dan semakin berkurang pula uang kas yang digunakan oleh perusahaan dalam peredarannya. Jika

perusahaan menahan uang kasnya, maka perusahaan akan kesulitan meningkatkan profitabilitas karena uang kas tidak dipergunakan dalam kegiatan usaha perusahaan sehingga dapat merugikan dan mengurangi kesempatan untuk memperoleh keuntungan.

Dalam usaha untuk memperoleh laba, uang kas tersebut harus beredar. Semakin besar dan cepat perputarannya maka semakin besar pula kemungkinan dalam memperoleh laba. Ketika perusahaan dalam keadaan kurang likuid, ada kemungkinan perusahaan tidak bisa memanfaatkan potongan (pembelian kredit atau tunai) yang ditawarkan oleh *leveransirnya*. Akibatnya perusahaan beroperasi pada tingkat biaya yang tinggi dan hal itu dapat mengurangi kesempatan bagi perusahaan untuk meraih laba yang lebih besar.

Menghadapi keadaan yang kurang atau tidak likuid ini, perusahaan dapat mengambil keputusan untuk menarik atau mengambil pinjaman yang baru dengan tingkat bunga yang relative tinggi. Bahkan menyebabkan perusahaan tersebut menjual investasi jangka panjang atau aktiva tetapnya untuk melunasi hutang jangka pendek tersebut. Dalam hubungannya dengan kebijakan dividen, tingkat profitabilitas suatu perusahaan harus tinggi agar dapat memberikan dividen kepada para pemegang saham. Semakin besar laba yang diperoleh perusahaan, maka pembayaran dividen kepada para pemegang saham akan semakin besar dan alokasi untuk laba ditahankan semakin besar pula. Demikian juga dengan tingkat likuiditas perusahaan harus tinggi agar perusahaan memiliki ketersediaan dana berupa kas yang dimiliki perusahaan agar dapat membayar dividen kepada para pemegang saham. Semakin besar kemampuan kas suatu perusahaan, maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham. Dengan demikian, tingkat profitabilitas yang tinggi dalam menghasilkan laba dan tingkat likuiditas yang tinggi berupa kemampuan

kas untuk memenuhi kewajiban jangka pendek perusahaan mengakibatkan semakin besarnya kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividen kepada para pemegang saham. Leverage / Solvabilitas adalah rasio yang dapat menunjukkan hubungan pinjaman jangka panjang yang diberikan oleh kreditur dengan jumlah modal sendiri yang diberikan oleh pemilik perusahaan. Dalam penelitian ini rasio leverage yang digunakan adalah *debt to equity ratio*. *Debt to equity ratio* menggambarkan perbandingan hutang dan ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal perusahaan sendiri untuk memenuhi seluruh kewajibannya. Menurut Kania dan Bacon (2005), perusahaan memiliki hutang yang tinggi untuk membayar dividen. Semakin tinggi hutang maka semakin rendah kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

Nilai pasar ini menghubungkan harga saham dengan laba dan nilai buku. Nilai pasar diukur dengan *price earning ratio* (PER). PER adalah rasio yang menunjukkan besarnya harga setiap satu rupiah yang harus dibayarkan investor untuk memperoleh satu rupiah *earning* perusahaan. PER digunakan untuk mengetahui kesediaan investor untuk membayar tiap rupiah lembar saham dari laba yang dilaporkan. *Price Earning Ratio* (PER) digunakan untuk memprediksi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dimasa yang akan datang.

Ukuran perusahaan adalah ukuran atau besarnya aktiva yang dimiliki perusahaan. Menurut Mehta (2012), perusahaan besar akan lebih mudah dalam memperoleh pendanaan dipasar modal daripada perusahaan kecil. Perusahaan yang memiliki ukuran besar akan lebih mudah memasuki pasar modal sehingga dengan kesempatan ini perusahaan membayar dividen besar kepada pemegang saham. Teori sinyal menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar, sehingga pasar diharapkan dapat

membedakan perusahaan dengan kualitas baik atau pun buruk. Farinha (2002) menunjukkan, dasar teori pada pengaruh dari ukuran perusahaan dapat memperkuat hubungan rasio keuangan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Perusahaan besar dengan akses pasar yang lebih baik seharusnya membayar dividen yang tinggi kepada pemegang sahamnya. Berdasarkan uraian tersebut dapat ditarik hipotesis sebagai berikut.

H1 : Rasio Keuangan (*cash ratio, debt to equity ratio, return on asset, price earning ratio*) berpengaruh secara simultan maupun parsial terhadap kebijakan dividen pada perusahaan sektor properti, *real estate* dan konstruksi bangunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

H2 : Ukuran perusahaan mampu memoderasi hubungan antara rasio keuangan (*cash ratio, debt to equity ratio, return on asset, price earning ratio*) dengan kebijakan dividen pada perusahaan sektor properti, *real estate* dan konstruksi bangunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

**METODE PENELITIAN**

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif. Penelitian ini dilakukan untuk menguji dan menganalisis pengaruh rasio keuangan terhadap kebijakan dividen dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderating.

Lokasi dari penelitian ini dilakukan pada perusahaan sektor properti, *real estate* dan konstruksi bangunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012 – 2016 dengan mengakses situs [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Metode pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan studi dokumentasi dengan data sekunder yaitu mengumpulkan data dengan cara mengunduh laporan keuangan perusahaan sektor properti, *real estate* dan konstruksi bangunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012 – 2016.

Populasi adalah keseluruhan subjek penelitian (Lubis, 2016). Populasi pada

penelitian ini adalah perusahaan sektor properti, *real estate* dan konstruksi bangunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012 – 2016 dengan jumlah populasi sebanyak 63 perusahaan. Dengan metode pengambilan sampel dengan dengan perhitungan menggunakan rumus slovin yaitu:

$$n = \frac{N}{1+Ne^2} = \frac{63}{1 + 63 (10\%)^2} = 38,65 \text{ atau } 39$$

Berdasarkan proses pengambilan *simple random sampling* diperoleh sampel penelitian sebanyak 39 perusahaan sektor properti, *real estate* dan konstruksi bangunan dengan angka tahun pengamatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah 5 tahun (2012 – 2016), sehingga jumlah data penelitian sebanyak 39 perusahaan x 5 tahun = 195 data penelitian.

Variabel independen (bebas) dalam penelitian ini adalah *return on asset* (X1), *cash ratio* (X2), *debt to equity ratio* (X3), dan *price earning ratio* (X4).

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen (Y). Variabel moderasi dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan (Z).

Data penelitian ini dianalisis dengan menggunakan metode regresi data panel menggunakan alat bantu *software Eviews*. Data panel artinya metode statistik dengan regresi yang menggunakan data panel (*pooled data*) adalah kombinasi antara data *time series* dan *cross* dengan persamaan sebagai berikut:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \beta_4 X_{4it} + \epsilon_{it}$$

Keterangan:

- $Y_{it}$  : Variabel Terikat
- $X_{it}$  : Variabel Bebas
- $\alpha$  : Konstanta
- $\beta_1... \beta_4$  : Koefesien Regresi
- $i$  : Entitas ke – i
- $t$  : Entitas ke-t
- $\epsilon$  : Error

**HASIL DAN PEMBAHASAN**

Analisis statistic deskriptif dilakukan untuk memberikan gambaran atau

deskripsi mengenai variable penelitian melalui nilai rata-rata (*mean*), nilai minimum, nilai maksimum, dan standar deviasi. Hasil dari analisis statistik deskriptif dari variabel *return on asset* (X<sub>1</sub>), *cash ratio* (X<sub>2</sub>), *debt to equity ratio* (X<sub>3</sub>), *price earning ratio* (X<sub>4</sub>), kebijakan dividen (Y) dan ukuran perusahaan (Z) dapat dilihat pada Tabel 1.

**Tabel 1**  
**Statistik Deskriptif**

	DPR	CR	DER	ROA	PER	UP
Mean	14.52790	32.02846	0.706359	5.597795	20.29287	27.53247
Median	14.26000	31.26000	0.580000	4.950000	13.72000	28.19517
Maximum	62.81000	67.60000	3.240000	22.20000	278.5000	31.74884
Minimum	0.000000	10.52000	0.010000	-24.88000	-52.97000	17.53164
Std. Dev.	14.91672	10.46261	0.574051	5.656294	31.14111	2.620614
Skewness	0.679360	0.483899	2.040050	-0.748321	4.717366	-1.100040
Kurtosis	2.692123	3.168986	8.342450	8.514870	35.17710	3.659992
Jarque-Bera	15.76986	7.842178	367.1606	265.3115	9135.585	42.86705
Probability	0.000376	0.019820	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
Sum	2832.940	6245.550	137.7400	1091.570	3957.110	5368.832
Sum Sq. Dev.	43166.64	21236.45	63.92971	6206.770	188135.2	1332.318
Observations	195	195	195	195	195	195

Sumber: Hasil Eviews (2018)

Berdasarkan Tabel 1 statistik deskriptif menunjukkan bahwa jumlah data penelitian (Observasi) adalah 195 data pengamatan menunjukkan kebijakan dividen yang ditunjukkan oleh proksi *Dividen Payout Ratio* diketahui bahwa nilai minimum sebesar 0,00 dengan 26 perusahaan tidak melakukan pembayaran dividen pada tahun 2012, sedangkan tahun 2013 sebanyak 18 perusahaan, tahun 2014 sebanyak 12 perusahaan, tahun 2015 sebanyak 14 perusahaan dan tahun 2016 sebanyak 16 perusahaan dan nilai maksimum sebesar 62,81 dimana pembayaran dividen tersebut terjadi di tahun 2012 dan dikeluarkan oleh perusahaan Total Bangun Persada, Tbk. Hal tersebut menunjukkan bahwa besarnya nilai DPR pada sampel penelitian ini berkisar antara 0,00 sampai 62,81 dengan rata-rata (*mean*) sebesar 14,52 pada standar deviasi sebesar 14,91 artinya dengan nilai tersebut hal ini menunjukkan penyebaran yang tidak merata.

Variabel *cash ratio* (CR) dapat diketahui bahwa nilai minimum CR sebesar 10,52 artinya bahwa perusahaan dengan *cash ratio* terkecil dikeluarkan oleh perusahaan Nirvana Development, Tbk pada tahun 2013 dan nilai maksimum 67,60 dimiliki perusahaan Bekasi Fajar Industrial Estate, Tbk pada tahun 2014 dengan rata-rata (*mean*) 32,02 artinya rata-rata kepemilikan *cash ratio* setiap perusahaan sebesar 32,20 pada standar deviasi sebesar 10,46.

Variabel *debt to equity ratio* (DER) dapat diketahui bahwa nilai minimum DER sebesar 0,01 artinya bahwa perusahaan dengan penggunaan utang terkecil yaitu sebesar 0,01 oleh perusahaan Duta Pertiwi, Tbk pada tahun 2015 dan nilai maksimum 3,24 artinya penggunaan utang terbesar oleh perusahaan Wijaya Karya (Persero), Tbk tahun 2015 dengan rata-rata (*mean*) 0,70 artinya bahwa rata-rata perusahaan penggunaan utang masih dibawah 1.00 artinya masih baik pada standar deviasi sebesar 0,57.

Variabel *return on assets* (ROA). Dimana dapat diketahui bahwa nilai minimum ROA sebesar -24,88 dan nilai maksimum sebesar 22,20. Hal tersebut menunjukkan bahwa besarnya nilai ROA pada sampel penelitian ini berkisar antara -24,88 sampai 22,20 dengan rata-rata (*mean*) 5,59 pada standar deviasi 5,65.

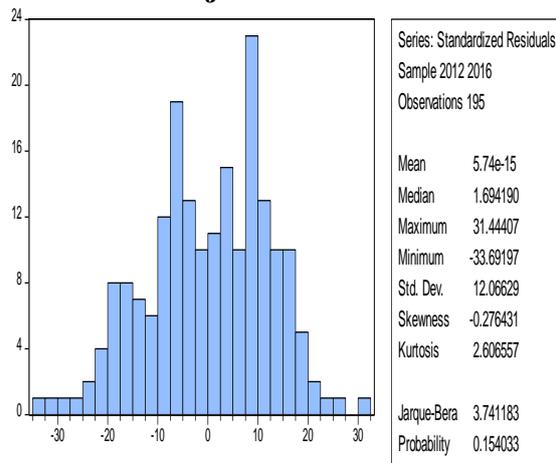
Variabel *price earning ratio* (PER) dapat diketahui bahwa nilai minimum PER sebesar -52,97 dan nilai maksimum 278,5. Hal tersebut menunjukkan bahwa besarnya nilai PER pada sampel penelitian ini berkisar antara -52,97 sampai 278,5 dengan rata-rata (*mean*) 20,29 pada standar deviasi sebesar 31,14.

Variabel ukuran perusahaan dapat diketahui bahwa nilai minimum ukuran perusahaan sebesar 17,53 dan nilai maksimum 31,74. Hal tersebut menunjukkan bahwa besarnya nilai ukuran perusahaan pada sampel penelitian ini berkisar antara 17,53 sampai 31,74 dengan rata-rata (*mean*) 27,53 pada standar deviasi sebesar 2,62.

Uji Normalitas dilakukan dengan

tujuan untuk mendekteksi apakah residualnya berdistribusi normal atau tidak dilakukan dengan melihat nilai probabilitas signifikan lebih besar dari  $\alpha = 0,05$  maka berdistribusi normal dan membandingkan nilai *Jarque-Bera* (JB) dengan chi Square dengan  $\alpha = 0.05$  dan  $df= 2$ , sebesar 5,9915, yaitu jika nilai JB > 5,9915 maka residualnya berdistribusi tidak normal dan jika nilai JB < 5,9915 maka residualnya berdistribusi normal.

**Grafik 2**  
**Uji Normalitas**



Sumber: Hasil Eviews (2018)

Dari grafik 2 Uji normalitas tersebut dapat disimpulkan bahwa nilai probabilitas 0,1540 lebih besar dari  $\alpha=0,05$  dan nilai JB3, 741183 untuk variable DPR mempunyai nilai JB lebih kecil dari 5,9915 sehingga residual berdistribusi normal.

Penelitian ini menggunakan gabungan data *cross section* dan *time series*, dengan demikian teknik regresi yang digunakan dalam estimasi regresi data panel (Gujarati, 2014). Terdapat tiga model yang digunakan dalam estimasi regresi data panel, yaitu Model Efek Umum (CEM), Model Efek Tetap (FEM), dan Model Efek Random (REM). Dalam memutuskan model regresi data panel yang akan digunakan dalam penelitian terdapat tiga pengujian, yaitu Uji Chow, Uji Hausman, dan Uji Langrange Multiplier.

Uji Chow dilakukan untuk memilih apakah model yang digunakan model efek umum (CEM) atau model efek tetap (FEM) dengan melakukan *fixed / random*

*effect testing* dan menggunakan alat uji *redundant fixed effect-like hood ratio* dalam eviews, maka hasil uji chow menunjukkan bahwa prob. 0,0000 lebih kecil dari  $\alpha=0,05$ , sehingga Ho ditolak, maka model efek tetap (FEM) lebih baik dibandingkan dengan model efek umum (CEM).

Uji Hausman untuk memilih apakah model yang digunakan model efek umum (CEM) atau model efek tetap (FEM) dengan melakukan *fixed / random effect testing* dan menggunakan alat uji *correlated random effect-hausman test* dalam eviews, menghasilkan uji hausman menunjukkan bahwa prob=0,0264 lebih kecil dari  $\alpha= 0,05$ , sehingga Ho ditolak, maka model yang digunakan adalah model efek tetap (FEM). Berdasarkan hasil uji chow dan hausman dapat disimpulkan bahwa model data panel yang digunakan adalah model efek tetap (FEM), dibandingkan dengan model efek umum (CEM) maupun model efek random (REM).

Atas kondisi tersebut maka peneliti tidak perlu lagi melakukan uji Langrange Multiplier (LM) karena uji Langrange Multiplier dilakukan sebagai pertimbangan statistik dalam memilih model efek random (REM) atau model efek umum (CEM).

Uji koefisien determinasi (Uji R<sup>2</sup>) bertujuan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2012:97). Hasil uji koefisien determinasi sebesar 0,6329 atau sebesar 63,29% hal tersebut berarti bahwa 63,29% variable kebijakan dividen yang diprosikan dengan *dividen payout ratio* dapat dijelaskan *cash ratio, return on asset, debt to equity ratio*, dan *price earning ratio* sedangkan sisanya 36,71% dijelaskan oleh variabel-variabel yang lain yang tidak terdapat dalam persamaan tersebut.

Uji F dilakukan untuk mengetahui apakah variabel-variabel bebas secara simultan berpengaruh signifikan atau tidak terhadap variable terikat. Hasil uji F dimana nilai F hitung 8,964006 > nilai F tabel 1, 484083 dengan nilai signifikansi

Prob (F-statistic) sebesar  $0.000000 < 0,05$ . Hal tersebut menunjukkan variabel independen yaitu *cash ratio*, *return on asset*, *debt to equity ratio* dan *price earning ratio* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen yaitu kebijakan dividen yang diproksikan dengan *dividen pay out ratio*.

Uji statistic pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2012:98). Hasil uji t menunjukkan variabel *return on asset* (X1) mempunyai nilai tstatistic sebesar  $1,141357 < t$  tabel sebesar  $1,972528$  dengan signifikan prob. =  $0,2555$  yang lebih besar dari  $\alpha=0,05$  sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *return on asset* menunjukkan koefisien regresi positif artinya *return on asset* searah dengan kebijakan dividen tetapi tidak signifikan, dimana semakin meningkatnya profitabilitas yang diproksikan dengan *return on asset* maka akan semakin meningkat juga kebijakan dividen, demikian sebaliknya semakin menurunnya profitabilitas yang diproksikan dengan *return on asset* maka akan semakin menurun juga kebijakan dividen. Hal ini menjelaskan bahwa tingkat profitabilitas perusahaan akan berdampak pada peningkatan pembagian dividen yang dilakukan perusahaan. Tanda positif dalam penelitian ini sesuai dengan *residual dividend theory* bahwa perusahaan yang memiliki laba yang tinggi akan cenderung membagikan labanya dalam bentuk dividen. Berdasarkan teori tersebut, menunjukkan bahwa penghasilan tinggi yang tercermin dari ROA menunjukkan pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian sebelumnya Wicaksana (2012), Marietta Dan Sampurno (2013) *return on asset* secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan hasil peneliti adalah *return on asset* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan, hal ini bisa disebabkan oleh perbedaan jumlah sampel dan jenis

perusahaan yang diteliti.

Variabel *cash ratio* (X2) mempunyai nilai tstatistic sebesar  $8,449431 > t$  tabel sebesar  $1,972528$  dengan signifikan prob. =  $0,0000$  yang lebih kecil dari  $\alpha = 0.05$  sehingga dapat disimpulkan bahwa *cash ratio* menunjukkan koefisien regresi positif artinya arus kas lebih penting dibandingkan dengan *net earnings* dalam menjelaskan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Arus kas dapat menjadi ukuran yang relevan untuk income perusahaan terpakai (Brittian, 1966). Untuk menguji efek arus kas terhadap kebijakan dividen perusahaan, *operating cash flow per share* (CFPS) digunakan sebagai proxy, karena aktivitas operasional adalah aktivitas yang berhubungan langsung dengan laba/rugi perusahaan yang akan mempengaruhi dividen perusahaan. *Free cash flow* dapat mempengaruhi nilai perusahaan dan harga saham. Artinya *free cash flow* akan membayarkan dividen kepada pemegang saham. Hal ini sesuai dengan pernyataan yang berargumentasi bahwa *cash flow* lebih penting dalam menjelaskan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen dibanding *net earnings* (Brittian, 1966). Hal ini juga sejalan dengan argumentasi bahwa arus kas dipertimbangkan sebagai ukuran yang relevan untuk income perusahaan yang terpakai, salah satunya adalah untuk pembayaran dividen (Al-Ajmi & Abo Hussain, 2011).

Semakin besar *cash ratio* menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya yang termasuk di dalamnya adalah membayar dividen. (I Gede Ananditha Wicaksana, 2012).

Tingginya *cash ratio* menunjukkan keyakinan investor terhadap kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

Variabel *debt to equity ratio* mempunyai nilai tstatistic sebesar  $1,968601 < t$  tabel sebesar  $1,972528$  dengan signifikan prob.= $0,050$  sama dengan nilai  $\alpha=0,05$  sehingga dapat disimpulkan bahwa *debt to equity ratio* tidak

berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen yang diproksikan dengan *dividen pay out ratio*.

Penggunaan utang yang optimal dapat meningkatkan aktivitas operasional perusahaan sehingga akan mendatangkan tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk dibagikan kepada pemegang saham. Namun, penggunaan utang yang terlalu besar dapat mengurangi pembayaran dividen karena perusahaan harus melunasi beban bunga serta pokok pinjaman saat jatuh tempo.

Kondisi tersebut mengacu pada teori *Trade-Off* (Modigliani & Miller, 1963) menyatakan bahwa perusahaan tidak bisa menggunakan utang sebanyak-banyaknya karena semakin tingginya utang akan semakin tinggi resiko gagal bayar sehingga semakin tinggi kemungkinan kebangkrutan (Hanafi, 2010: 309).

Dalam teori *Pecking Order* (Myers, 1984), pembayaran dividen akan membuat dana kas berkurang sehingga perusahaan akan menggunakan tambahan dana dari utang (Hanafi, 2010: 314).

Teori tersebut menjelaskan bahwa rasio utang berbanding terbalik dengan keuntungan yakni semakin tinggi DER semakin rendah keuntungan sehingga dividen semakin rendah. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya Hendrianto (2009), Wicaksana (2012), Hashemi dan Zahra (2012), dan Huda dan Abdullah (2014) *debt to equity* secara parsial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Jika beban hutang semakin tinggi, maka kemampuan perusahaan untuk membagi dividen akan semakin rendah, sehingga *debt to equity ratio* mempunyai pengaruh negatif dengan kebijakan dividen yang diproksikan dengan *dividen payout ratio*.

Variabel *price earning ratio* mempunyai nilai *t*-statistic sebesar 1,160249 < *t*-tabel sebesar 1,972528 dengan signifikan prob. = 0,2478 yang lebih besar dari  $\alpha = 0.05$  sehingga dapat disimpulkan bahwa *price earning ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen yang diproksikan dengan *dividen*

*pay out ratio*. Peningkatan *price to earning ratio* akan mengakibatkan peningkatan pada jumlah dividen yang akan dibayarkan. Pengaruh signifikan ini karena *price to earning ratio* mengandung informasi mengenai laba bersih (*Earning Per Share*) yang diperoleh perusahaan. Sebagaimana disebutkan dalam teori bahwa *price to earning ratio* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih. Secara teoritis laba bersih digunakan untuk memprediksi nilai dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan. Peningkatan jumlah dividen yang dibayarkan menandakan bahwa laba bersih perusahaan juga mengalami peningkatan. Sebagaimana prinsip *signalling*, adanya kenaikan dividen merupakan sinyal bagi investor di pasar modal bahwa perusahaan memiliki prospek yang bagus dimasa mendatang. Sehingga *price to earning ratio* dapat digunakan pihak manajemen perusahaan maupun pihak investor untuk memprediksi jumlah dividen yang akan dibayarkan. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian sebelumnya Abdullah dan Agaki (2014) *price earning ratio* secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan hasil yang didapat peneliti adalah *price earning ratio* berpengaruh positif tidak signifikan dikarenakan EPS yang terkandung dalam *price earning ratio* tidak seluruhnya digunakan untuk pembayaran dividen.

Berdasarkan hasil analisis pengaruh rasio keuangan (*cash ratio*, *return on asset*, *debt to equity ratio*, dan *price earning ratio*) terhadap kebijakan dividen dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderating mampu memoderasi hubungan rasio keuangan dengan kebijakan dividen. Dalam *agency teory principal* (pemangku kepentingan) akan meminta perkembangan dan pertanggungjawaban atas modal atau sumber daya yang dikelola oleh agen dalam bentuk keuntungan sedangkan agen akan diberi imbalan atas usahanya mengelola sumber daya tersebut dalam bentuk gaji. Asimetri informasi antara pihak *principal* dan agen yang dapat

menyebabkan permasalahan agensi tersebut. Perusahaan beraset besar apabila melakukan ekspansi akan didanai dengan menambah utang atau saham untuk menjaga reputasi perusahaan cenderung mempertahankan pembayaran dividen. Sebaliknya, perusahaan kecil cenderung akan membayar dividen rendah karena keuntungan diarahkan sebagai laba ditahan yang akan digunakan untuk meningkatkan aset. Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Nursandari (2015) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan mampu memoderasi hubungan rasio keuangan dengan kebijakan dividen.

### SIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan, maka simpulan penelitian ini yaitu:

1. Variabel independen yaitu *cash ratio*, *return on asset*, *debt to equity ratio* dan *price earning ratio* secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variable dependen yaitu kebijakan dividen pada perusahaan sektor properti, real estate dan konstruksi bangunan di Bursa Efek Indonesia. Secara parsial, variabel *cash ratio* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen yang dimana hasil penelitian ini sejalan dengan peneliti terdahulu I Gede Anaditha Wicaksana yang dimana *cash ratio* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan ratio. Sedangkan variable *debt to equity ratio*, *return on asset* dan *price earning ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen terhadap kebijakan dividen.
2. Hasil pengujian moderating dengan uji residual menunjukkan bahwa ukuran perusahaan terbukti sebagai variable moderating yang dapat memoderasi hubungan rasio keuangan (*cash ratio*, *debt to equity ratio*, *return on asset* dan *price earning ratio*) dengan kebijakan dividen yang dimana hasil penelitian ini sejalan dengan yang dilakukan oleh Nursandari (2015).

Bagi penelitian selanjutnya disarankan untuk menggunakan sampel yang sama dengan penelitian ini tetapi dengan memperpanjang tahun pengamatannya atau peneliti lanjutan agar dapat mencari dan menambahkan variabel independen lain yang diduga dapat mempengaruhi kebijakan dividen seperti peraturan pemerintah, kepemilikan manajerial, struktur modal dan lain-lain serta dapat merubah variabel moderating maupun tetap menggunakan variabel moderating yang sama.

### REFERENSI

- Agustini, Sabrina Yesi. (2017). Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Batubara di BEI. *Jurnal Ilmu dan Riset Manajemen*, Vol.6, No.6.
- Al-Deehani, Talla. (2003). Determinants of Dividend Policy: The Case of Kuwait. *Journal of Economic and Administrative Sciences*, Volume 19, No. 2, Hal. 59-76.
- Ambarwati, Sri Dwi Ari. (2010). *Manajemen Keuangan Lanjutan*. Graha Ilmu.
- Appanan, Santhi dan Lee Wei Sim. (2011). A Study on Leading Determinants of Dividend Policy in Malaysia Listed Companies for Food Industry Under Consumer Product Sector. 2<sup>nd</sup> International Conference on Business and Economic Research (2<sup>nd</sup> ICBER 2011) Proceeding.
- Ariefianto, Moch. Doddy. (2012). *Ekonometrika esensi dan aplikasi dengan menggunakan EViews*. Jakarta: Erlangga.
- Black, F. (1976). The Dividend Policy. *Journal Of Portfolio Management*. Winter, Vol. 2: 72-77.
- Brigham, Eugene F. dan I.C. Gapenski. (1996). *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition. New York: The Dryden Press.
- Farinha, Jorge. (2002). *Dividend Policy, Corporate Governance and The*

- Managerial Entrenchment Hypothesis: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Research*.
- Ghozali, Imam. (2012). *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program IBM SPSS 20*. Cetakan VI. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gibson, Charles H., (2001). *Financial Reporting Analysis*, 8th edition, South Western College Publishing.
- Gordon, Myron and John Lintner, (1956), *Distribution of Income of Corporations Among Dividend, Retained Earning and Taxes*, *The American Economic Review*, May.
- Gujarati N. Damodar. (2004). *Basic Econometrics fourth edition*. McGraw-Hill.
- Hanafi, M.M. (2010). *Manajemen Keuangan*. Edisi Pertama. Yogyakarta:BPFE.
- Hashemi, Seyed Abbas and Fatemeh Zahra. (2012). *The Impact of Financial Leverage, Operating Cash Flow and Size of Company on the Dividend Policy (Case Study of Iran)*. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol.3,No.10.
- Hendrianto, Samino. (2017). *Analisis Pengaruh Cash Ratio, Debt To Equity Ratio Dan Return On Asset Terhadap Dividen Payout Ratio Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*. *Jurnal UMT* Vol. 1, No 2.
- Hong Vo, Duc and Van Thanhyen Nguym. (2014). *Managerial Ownership, Leverage, Dividend Policies: Empirical Evidence from Vietnam's Listed Firm*. *International Journal of Economic and Finance*, Vol.6, No.5.
- Horne, Van J. C. & John M. Wachowicz, JR. (2005). *Prinsip – Prinsip Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Huda, Nusrat and Mohammad Nayeem Abdullah. (2014). *Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy: Empirical Evidence from Chittagong Stock Exchange*. *World Review of Business Research*, Vol.4, No.3, Pp 14-34.
- Husnan, Suad. (2001). *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Ketiga. UPP AMP YKPN, Yogyakarta.
- Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure*. *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No.4. pp.305–360.
- Jensen, S. and Zorn, M. (2006). *Simultaneous Determination of Insider Ownership Debt and Dividend policies*. *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 27, 247 – 263.
- Kania, SL and Bacon, FW. (2005). *What factors motivate the corporate dividend decision? American Society of Business and Behavioral Sciences E-Journal*, Vol. 1, No. 1.
- Karen, F.R. (2003). *A Blue Print for Corporate Governance*. New York: American Management Association.
- Lubis, Ade Fatma dan Adi Syah Putra. (2016). *Manajemen Keuangan Sebagai Alat Untuk Pengambilan Keputusan*. USU Press. Medan.
- Lubis, Ade Fatma. (2016). *Metode Penelitian Akuntansi dan Format Penulisan Tesis*. USU Press, Medan.
- Marietta, Unzu, Djoko, Sampurno. (2013). *Analisis Pengaruh Cash Ratio, Return On Assets, Growth, Firm Size, Debt to Equity Ratio Terhadap Dividend Payout Ratio: (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2008-2011)*. *Diponegoro Journal of Management*. Vol. 2, No. 3, Hal 1. Universitas Diponegoro.
- Mehta, Anupam. (2012). *An Empirical Analysis of Determinants of Dividend Policy-Evidence from the UAE Companies*. *Global Review of Accounting and Finance*, Vol.3, No.1:18-31.
- Mulyono, Budi. (2009). *Pengaruh Debt To Equity Ratio, Insider Ownership, Size dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen*. *Jurnal*

- Bisnis Strategi Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro. Vol. 18 No. 1, pp 32-59.
- Nursandari, Meilina. (2015). Analisis Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen dengan Size (Ukuran Perusahaan) Sebagai Variabel Moderasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Skripsi. FE-UNY Yogyakarta.
- Okpara, Godwin Chigozie. (2010). A Diagnosis of the Determinant of Dividend Payout Policy in Nigeria: A Factor Analytical Approach. *American Journal of Scientific Research*, ISSN 1450-223X Issue 8(2010), pp.57-67.
- Rahmanita, Anggraeni. (2013), Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2012. Skripsi. Fakultas Ekonomi Universitas Pandanaran, Semarang.
- Rozeff, M.S. (1982). Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 8, 178-205.
- Sakir, A. and Muhammad Al. Fadli. 2014. Influence of Managerial Ownership, Debt Policy, Profitability, Firm Size and Free Cash Flow on Dividend Policy. *Delhi Business Review*, Vol.15, No.1.
- Setiyadi. (2007). Pengaruh Company Size, Profitability dan Institusional Ownership terhadap CSR. *Jurnal Ekonomi*. Universitas Padjajaran Bandung.
- Sidharta, Utama. (2000). Teori dan Riset Akuntansi Positif: Suatu Tinjauan Literatur. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. No 1 Hal 83- 96.
- Sulistiyowati, Indah., dkk. (2010). Pengaruh Profitabilitas, Leverage, dan Growth terhadap Kebijakan Dividen dengan Good Corporate Governance sebagai Variabel Intervening. *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) XIII*. Purwokerto.
- Sugiyono. (2007). *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R & D*. Bandung: Alfabeta.
- Sugiyono. (2011). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Bandung: CV. Alfabeta.
- Tandelilin, Eduardus. (2010). *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Wahidahwati. (2002). Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif Agency Theory. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* Vol. 5 No. 1. Januari, hlm 1 –16.
- Wibisono, Yusuf. (2005). *Metode Statistika*. Yogyakarta: Gadjah Mada University Press.