

DETERMINAN DIVIDEND PAYOUT RATIO PADA EMITEN LQ-45 DI BURSA EFEK INDONESIA

Rowland Bismark Fernando Pasaribu

E-mail: rowland_pasaribu@staff.gunadarma.ac.id

Dionysia Kowanda

E-mail: dion@staff.gunadarma.ac.id

Kholid Nawawi

E-mail: en_nawawy@yahoo.com

ABSTRACT

The aim of this paper to examine the factors determining dividend represented by Dividends per share for companies in the Indonesia stock exchanges. In this study we run a regression model and used a panel data covering the period from of 2007 to 2011 for LQ-45 firms listed in the stock market. The model investigate the impact of Cash Ratio (CaR), Return on Investment (ROI), Asset Turn Over, Debt to Equity (D/E) ratio, Debt to Total Asset, Net Profit Margin, and Size on Dividends Payout Ratio. The results consistently support that Indonesia LQ-45 listed firms rely on Asset Turn Over, Debt Ratio, and Return of Investment of company to set their dividend payments.

Keywords: dividend payout ratio, cash ratio, return on investment, debt to equity ratio, asset turnover, net profit margin, LQ-45

JEL Classification: G12, G14, G17

PENDAHULUAN

Pembayaran dividen telah menjadi subyek perdebatan yang cukup panjang dalam literatur keuangan. Para akademisi dan peneliti telah banyak membentuk

model teoritikal yang mendeskripsikan faktor-faktor yang harus dipertimbangkan para manajer saat membuat keputusan perihal kebijakan dividen. Kebijakan dividen dalam penelitian ini mengacu kepada kebijakan membayar yang dilakukan para manajer dalam menentukan ukuran dan pola distribusi kas kepada para pemilik saham pada periode tertentu. Pada pasar modal yang sempurna, keputusan dividen dianggap tidak mempengaruhi nilai perusahaan dan karenanya adalah sesuatu yang tidak relevan. Namun hal ini pun memicu kembali perdebatan apakah pernyataan tersebut sudah menjadi prinsip normatif atau masih dalam paparan asumsi. Pada sisi lain, para praktisi keuangan dan kalangan akademis yang menyetujui sudut pandang ini selalu terkejut menemui fakta bahwa kebijakan dividen yang di-manage secara baik ternyata memiliki implikasi terhadap harga saham dan keuntungan para pemegang saham.

Kebijakan dividen adalah salah satu keputusan penting bagi perusahaan, karena kebijakan tersebut berkaitan dengan keputusan perusahaan dalam menentukan besarnya laba bersih yang akan dibagikan sebagai dividen dan berapa laba yang akan diinvestasikan kembali ke perusahaan dalam bentuk laba ditahan. Selain itu, kebijakan dividen menjadi bagian penting dari strategi pendanaan jangka panjang perusahaan dalam menyikapi dinamika lingkungan bisnis.

Penelitian ini dimotivasi karena adanya *re-*

search gap yaitu ketidakkonsistenan hasil pada penelitian–penelitian terdahulu. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis signifikansi pengaruh simultan dan parsial *cash ratio*, *return on investment*, *debt to equity ratio*, *debt to total asset*, *asset turn over*, *net profit margin* dan *size* terhadap kebijakan dividen. Obyek yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah emiten LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2007-2011.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Kebijakan dividen juga menyangkut masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham, dan laba tersebut dapat dibagi sebagai dividen atau laba yang ditahan untuk diinvestasikan kembali. Dengan demikian, dimungkinkan membagi laba sebagai dividen dan pada saat yang sama menerbitkan saham baru. Kebijakan dividen sedikit banyak juga dipengaruhi oleh penentuan pembagian pendapatan antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan oleh perusahaan, yang berarti laba tersebut ditahan oleh perusahaan. Laba ditahan merupakan salah satu sumber dana yang penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan. Sedangkan dividen merupakan aliran kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham, sehingga apabila dilihat latar belakang berbagai teori utama perihal kebijakan dividen yang terjadi adalah dikotomi konflik kepentingan antara pemilik (pemegang saham) dan pihak manajemen yang seharusnya menjadi tantangan bagi *stakeholder* perusahaan dalam mengelola dinamika kepentingan yang ada.

Setiap perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan di satu pihak dan juga dapat membayarkan dividen kepada para pemegang saham di lain pihak, tetapi kedua tujuan tersebut selalu bertentangan sebab kalau makin tinggi tingkat dividen yang dibayarkan, berarti semakin sedikit laba yang ditahan, dan sebagai akibatnya menghambat tingkat pertumbuhan dalam pendapatan dan harga sahamnya. Sebaliknya, kalau perusahaan ingin menahan sebagian besar dari pendapatan yang tersedia dengan apapun motivasinya, hal ini berimplikasi langsung terhadap pembayaran dividen. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa semakin tinggi *dividend payout ratio* yang ditetapkan maka semakin kecil dana yang tersedia

untuk ditanamkan kembali di dalam perusahaan dan ini berarti akan menghambat pertumbuhan perusahaan.

Cash Ratio merupakan salah satu ukuran dari rasio likuiditas yang dihitung dengan membagi jumlah kas dengan utang atau kewajiban lancar. Semakin besar *cash ratio* menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, sehingga semakin tingginya *cash ratio* juga menunjukkan keyakinan investor terhadap kemampuan perusahaan membayar dividen yang dijanjikan. Dengan kata lain, ada pengaruh signifikan positif antara *cash ratio* terhadap *dividend payout ratio*.

Return on investment merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak dengan total aktiva. *Return on investment* merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan secara keseluruhan dalam menghasilkan keuntungan dengan jumlah keseluruhan aktiva yang tersedia didalam perusahaan. Semakin tinggi rasio ini semakin baik keadaan suatu perusahaan. *Return on investment* merupakan rasio yang menunjukkan berapa besar laba bersih diperoleh perusahaan apabila di ukur dari nilai aktiva.

Debt to equity ratio (DER) menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi semua kewajibannya. Oleh karena itu, semakin besar *DER* semakin kecil pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Hal ini dikarenakan adanya bunga dan pinjaman yang harus dibayarkan oleh perusahaan. Penggunaan utang sebagai sumber pendanaan akan menyebabkan perusahaan harus menanggung beban tetap berupa bunga dan cicilan utang. Semakin besar proporsi utang yang digunakan dalam struktur modal maka semakin besar pula kewajiban (beban tetap) yang ditanggung perusahaan yang bersangkutan. Peningkatan utang akan mempengaruhi besar kecilnya keuntungan bersih yang tersedia bagi pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima, karena kewajiban (beban tetap) lebih diprioritaskan daripada pembagian dividen kepada sekutu. Dengan demikian, *debt equity ratio (DER)* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

Assets turnover adalah rasio yang membandingkan antara pendapatan dengan seluruh aktiva yang digunakan dalam suatu periode. Rasio ini menunjukkan kemampuan perputaran dana yang tertanam dalam perusahaan pada suatu periode tertentu. Dengan kata lain, kemampuan dari modal yang ditanamkan untuk

menghasilkan pendapatan dalam periode tertentu. Semakin tinggi rasio ini menunjukkan bahwa semakin efisien dana yang tertanam di perusahaan. Variabel ini berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

Net profit margin (NPM) menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. NPM merupakan pengembalian hasil atas penjualan bersih yang jumlahnya dinyatakan sebagai suatu persentase dan diperoleh atas investasi dalam saham biasa perusahaan untuk suatu periode tertentu. Rasio ini juga menunjukkan kemampuan manajemen untuk menyisihkan margin tertentu sebagai kompensasi yang wajar bagi pemilik yang telah menyediakan modal dengan suatu risiko. NPM yang tinggi menandakan kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang tinggi pada tingkat penjualan tertentu. NPM yang rendah menandakan penjualan yang terlalu rendah untuk tingkat biaya tertentu, atau biaya yang terlalu tinggi untuk tingkat penjualan tertentu, atau kombinasi dari kedua hal tersebut. Secara umum rasio yang rendah dapat menunjukkan ketidakefisienan manajemen. Rasio laba bersih terhadap penjualan pada dasarnya mencerminkan efektivitas biaya atau harga dari kegiatan perusahaan, semakin tinggi nilai NPM mengindikasikan semakin baik perusahaan menghasilkan laba, sehingga semakin tinggi pula dividen yang dapat dibayarkan oleh perusahaan. Dengan demikian, ada hubungan positif antara NPM dengan DPR.

Ukuran perusahaan merupakan salah satu alat untuk mengukur besar kecilnya suatu perusahaan. Perusahaan besar mungkin lebih memiliki pemikiran yang luas, *skill* karyawan yang tinggi, sumber informasi yang banyak dibandingkan dengan perusahaan kecil. Karyawan, aktiva, penjualan, *market value* dan *value added* adalah beberapa ukuran umum untuk menentukan besar kecilnya suatu perusahaan. Suatu perusahaan besar yang sudah mapan akan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal, sementara perusahaan yang baru dan yang masih kecil akan mengalami banyak kesulitan untuk memiliki akses ke pasar modal. Karena kemudahan akses ke pasar modal cukup berarti untuk fleksibilitas dan kemampuannya untuk memperoleh dana yang lebih besar. Perusahaan besar dengan akses pasar yang lebih baik seharusnya membayar dividen yang tinggi kepada pemegang sahamnya, sehingga antara ukuran perusahaan dan pembayaran dividen memiliki hubungan yang positif.

Pada penelitian terdahulu, terdapat beberapa faktor yang dianggap berpengaruh terhadap besar kecilnya kebijakan dividen tersebut, yaitu profitabilitas, likuiditas, posisi utang, dan ukuran perusahaan. Profitabilitas merupakan faktor pertama yang menjadi pertimbangan direksi dalam membayarkan dividen, dengan alasan semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin besar pula arus kas dalam perusahaan, dan diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi. Studi perihal pengaruh positif profitabilitas terhadap dividen telah sering dilakukan, beberapa di antaranya adalah Basuki (2012), Wicaksana (2012), Hardiatmo (2012), Amah (2012), Amalia (2011), Sutoyo dan Kusumaningrum (2011), Arsanda (2011), Sumiadji (2011), Latiefasari (2011), Arimawati (2011), Difah (2011), Rejeki (2011), Primawestri (2011), dan Prasetyo (2012). Berbagai hasil penelitian tersebut secara umum terbagi menjadi tiga, yaitu berimplikasi positif dan berpengaruh signifikan; 2) berimplikasi positif tapi tak berpengaruh signifikan; dan 3) berimplikasi negatif tapi tak berpengaruh signifikan.

Likuiditas atau rasio kelancaran mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban yang segera jatuh tempo. Rasio likuiditas yang paling umum digunakan adalah *current ratio* dan *cash ratio*. Semakin besar kedua rasio ini, menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memenuhi jangka pendeknya, termasuk pembayaran dividen yang terutang. Unsur-unsur yang mempengaruhi nilai kedua rasio adalah aktiva lancar dan utang jangka pendek. *Cash ratio* merupakan salah satu ukuran dari rasio likuiditas yang menunjukkan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya melalui sejumlah kas (dan setara kas, seperti giro atau simpanan lain di bank yang dapat ditarik setiap saat) yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi *cash ratio* menunjukkan kemampuan kas perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Dengan demikian, mampu meningkatkan ekspektasi para investor terhadap meningkatnya *cash ratio* dan dapat meningkatkan keyakinan para investor bahwa emiten mampu membayar dividen yang diharapkan. Penelitian empiris mengenai pengaruh likuiditas terhadap dividen telah banyak dilakukan, di antaranya Amah (2012), Hardinugroho (2012), Hardiatmo (2012), Sumiadji (2011), Prasetyo (2012), Difah (2011), Putera (2011),

Primawestri (2011), Arimawati (2011), Arsanda (2011), Basuki (2012), Latiefasari (2011), Wicaksana (2012) serta Sutoyo dan Kusumaningrum (2011), dan Amalia (2011). Namun penelitian tersebut memberikan simpulan yang berbeda, misalnya penelitian Amah (2012) mengatakan bahwa likuiditas memiliki implikasi positif dan berpengaruh signifikan terhadap dividen. Hal ini mengindikasikan peningkatan likuiditas akan berdampak pada peningkatan pembagian dividen. Penelitian Arsanda (2011) tidak menemukan adanya pengaruh likuiditas yang signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividennya.

Utang yang tinggi membuat perusahaan lebih memilih menahan laba dan menggunakannya untuk melunasi utang, sehingga perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi cenderung membagikan dividen dalam jumlah yang kecil. Dengan kata lain, tingkat utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Primawestri (2011) dalam penelitiannya mengklarifikasi hubungan negatif dan signifikan antara tingkat utang dengan kebijakan dividen. Sebaliknya, studi yang dilakukan Aljanah (2010), Arsanda (2011), Santoso (2012), Hardiatmo (2012), Sumiadji (2011), Amalia (2011), Rejeki (2011) justru menyatakan bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Kontradiksi lainnya juga dihasilkan oleh studi yang dilakukan Basuki (2012), Putera (2011), dan Wicaksana (2012) yang menyatakan bahwa utang perusahaan berimplikasi positif dan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Ukuran perusahaan dan pembayaran dividen berkorelasi positif secara umum memang telah banyak ditakui oleh para ekonom keuangan. Namun apabila ditelusuri lebih lanjut, kuantifikasi besaran ukuran perusahaan sampai saat ini belum ada konsensus minimal metode pengukurannya, sehingga boleh dikatakan dimensi subyektivitas akan proksi ukuran perusahaan lebih dominan, implikasi hal ini terlihat pada pendefinisian yang mengacu pada pendekatan likuiditas, atau atribut-atribut lainnya yang dianggap mencerminkan karakter ukuran perusahaan, seperti perusahaan besar lebih memiliki sumber daya manusia yang tinggi dan sumber dan akses informasi yang lebih variatif dibanding perusahaan kecil. Perusahaan besar yang sudah mapan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal, sementara perusahaan yang baru dan yang masih kecil mengalami banyak kesulitan akses ke pasar

modal. Kemudahan akses ke pasar modal berimplikasi langsung perihal fleksibilitas dan kemampuan perusahaan besar dalam memperoleh dana yang lebih besar. Ekspektasinya, perusahaan besar dengan akses pasar yang lebih baik seharusnya membayar dividen yang tinggi kepada pemegang sahamnya. Dengan demikian, ukuran perusahaan dan pembayaran dividen memiliki hubungan yang positif (Amah, 2012; Hardinugroho, 2012; Amalia, 2011; Difah, 2011; Rejeki, 2011; dan Primawestri, 2011). Namun di sisi lain, penelitian yang dilakukan oleh Prasetyo (2012), Amalia (2011), Sutoyo dan Kusumaningrum (2011), justru menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan justru berimplikasi negatif dan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan kerangka konseptual dan berbagai penelitian terdahulu, maka penulis mengajukan hipotesis untuk diuji secara empiris dalam penelitian ini, yaitu *cash ratio*, *return on investment*, *debt to equity ratio*, *assets turnover*, dan *net profit margin* berpengaruh signifikan secara simultan dan parsial terhadap *dividend payout ratio* pada emiten manufaktur di Bursa Efek Indonesia.

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah semua perusahaan dari berbagai sektor yang tercatat di Bursa Efek Indonesia dalam golongan LQ45 periode laporan keuangan tahun 2007-2011. Jumlah populasi dari penelitian ini sebanyak 45 perusahaan. Sampel penelitian merupakan sebagian atau wakil dari populasi yang diteliti. Syarat sampel adalah bahwa sampel representatif bagi keseluruhan populasi. Apa yang ditemukan dalam penelitian sampel juga dianggap berlaku bagi populasi. Dalam penelitian ini populasi yang ada tidak digunakan seluruhnya sebagai sampel. Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Kriteria yang dijadikan sampel dalam penelitian ini adalah 1) perusahaan golongan LQ45 yang listed di BEI yang selalu menyajikan laporan keuangan selama periode pengamatan (2007-2011); 2) perusahaan harus sudah *listing* pada awal periode pengamatan dan tidak di-*delisting* sampai akhir periode pengamatan; 3) perusahaan tersebut membagikan dividen pada tahun pengamatan 2007-2011; dan 4) perusahaan yang dijadikan sampel memiliki kelengkapan data (laporan keuangan) yang berkaitan dengan data sesuai dengan model yang digunakan dalam penelitian ini.

Data yang digunakan adalah data sekunder yaitu

data data tentang semua perusahaan yang masuk dalam golongan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011 yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*. Variabel dependen dalam penelitian ini yaitu *dividend payout ratio*. *Dividend payout ratio* didefinisikan sebagai rasio antara *dividend per share* (DPS) terhadap *earning per share* (EPS). Variabel independen dalam penelitian ini adalah *cash ratio*, *return on investment*, *debt to equity ratio*, *assets turnover*, dan *net profit margin*.

Cash Ratio adalah rasio yang menunjukkan posisi kas yang dapat menutupi hutang lancar dengan kata lain *cash ratio* merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan kas yang dimiliki dalam manajemen kewajiban lancar tahun yang bersangkutan. *Return on investment* adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan secara keseluruhan di dalam menghasilkan keuntungan dengan jumlah keseluruhan aktiva yang tersedia didalam perusahaan. *Debt to Equity Ratio* menggambarkan sampai sejauh mana modal pemilik dapat menutupi utang-utang kepada pihak luar dan merupakan rasio yang mengukur hingga sejauh mana perusahaan dibiayai dari hutang. *Debt to Total Asset* adalah rasio antara total utang (utang jangka pendek dan utang jangka panjang) terhadap total aktiva. *Assets Turnover* merupakan perbandingan antara pendapatan dengan total aktiva suatu perusahaan dimana rasio ini menggambarkan kecepatan perputarannya total aktiva dalam satu periode tertentu. *Size* merupakan salah satu tolak ukur seorang investor. *Net Profit Margin* merupakan rasio yang mengukur laba bersih setelah pajak terhadap penjualan. Semakin tinggi *net profit margin* semakin baik operasi suatu perusahaan.

Penelitian ini menggunakan analisis statistik metode regresi linier berganda. Model yang digunakan sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 \text{Cash} + \beta_2 \text{ROI} + \beta_3 \text{DER} + \beta_4 \text{DAR} + \beta_5 \text{ATO} + \beta_6 \text{SIZE} + \beta_7 \text{NPM}$$

HASIL PENELITIAN

Berikut ini disajikan hasil statistik deskriptif pengujian pengaruh *cash ratio*, *return on investment*, *asset turn over*, *debt to equity ratio*, *debt to total asset*, *net profit margin*, dan *size* terhadap *dividend payout ratio* pada Tabel 1. Berdasar Tabel 1 diperoleh beberapa

informasi, yaitu selama periode penelitian, tingkat likuiditas sampel rata-rata sebesar 209%. Hal ini berarti seluruh emiten tidak mengalami permasalahan likuiditas dan siap membayar utang jangka pendeknya yang jatuh tempo selama periode penelitian. Tingkat pengembalian investasi sampel juga rata-rata sebesar 11% dengan tingkat maksimum mencapai 62%. Hal ini mengindikasikan bahwa manajemen emiten masih belum optimal dalam mendayagunakan seluruh aktiva yang dimiliki, terutama apabila dilihat bahwa capaian perputaran aktiva yang dilakukan rata-rata sudah mencapai hampir 75% dari asset yang dimiliki.

Besarnya biaya operasional nampak dari keuntungan bersih yang rata-rata hanya sekitar 17% selama periode penelitian. Fluktuasi dan ketidakpastian usaha nampak dari manajemen utang yang ada. Apabila dikomparasi dengan jumlah ekuitas yang dimiliki, seluruh emiten nampaknya menggunakan leverage yang cukup tinggi dalam mendanai aktivitas operasional (rata-rata DER sebesar 200%), meski demikian tampaknya pihak kreditur masih mau memberikan pinjaman, karena jaminan asset yang dimiliki oleh para emiten (rata-rata DTA 48%) masih lebih besar dari jumlah utang yang diajukan. Jumlah pembayaran dividen rata-rata sebesar 34% perlembar saham dari keuntungan bersih yang dihasilkan emiten selama periode penelitian.

Tabel 1
Deskripsi Statistik

| VARIABEL | Min | Max | Rata2 |
|----------|---------|----------|---------|
| CASH | 0.09% | 7026.05% | 209.86% |
| ROI | -1.89% | 62.16% | 11.02% |
| ATR | 3.15% | 272.16% | 73.27% |
| DER | 12.06% | 1207.16% | 211.65% |
| DTA | 10.76% | 92.34% | 48.70% |
| NPM | -19.62% | 50.43% | 16.98% |
| SIZE | 14.74 | 20.03 | 16.825 |
| DPR | 0.00 | 8.44 | .3412 |

Sumber: Hasil olah data.

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah model regresi ditemukan adanya korelasi antarvariabel bebas. Hasil uji multikolinearitas dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF)

seperti yang ditunjukkan pada Tabel 2. Berdasar hasil pengujian yang ditunjukkan pada Tabel 2, nilai *tolerance* variabel bebas tidak kurang dari 10% atau 0,1 dan nilai *variance inflation factor* (VIF) semuanya kurang dari 10 yang berarti tidak ada multikolinieritas antar variabel bebas. Uji autokorelasi bertujuan untuk menguji apakah dalam suatu model regresi ada korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode t dengan kesalahan pada periode t-1. Untuk dapat mengetahui adanya autokorelasi dilakukan dengan metode Durbin-Watson (DW). Hasil uji DW dapat dilihat pada Tabel 2. Hasil uji autokorelasi menunjukkan nilai Durbin-Watson yang diperoleh adalah sebesar 1,837. Nilai ini di bawah ketentuan sebesar 2 sehingga dapat disimpulkan bahwa dalam model regresi tidak terdapat masalah autokorelasi.

Pada Tabel 3 terlihat bahwa nilai *adjusted R*² adalah 0,2752 atau 27,52 persen. Ini berarti variabel bebas *cash ratio*, *return on investment*, *asset turn over*, *debt to equity ratio*, *debt to total asset*, *net profit margin*, dan *size* hanya memiliki kapasitas dalam menjelaskan variabel terikat *dividend payout ratio* sebesar 27,52% sedangkan yang sebesar 72,48% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Nilai sig.F digunakan untuk melihat pen-

garuh simultan variabel bebas dengan variabel terikat. Angka signifikansi tersebut lebih kecil dari 0,05, hal ini berarti secara simultan berpengaruh signifikan terhadap *dividen payout ratio*.

Berdasar Tabel 3 dapat disusun persamaan regresi linear berganda sebagai berikut:

$$DPR = 0,041 - 0,01Cash + 5,552ROI - 0,406ATR - 0,011DER + 0,934DTA - 1,181NPM - 0,014SIZE$$

Berdasar hasil penghitungan uji-t diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,003. Karena nilai sig.t hitung (0.833) lebih besar dari nilai sig.t (α0.05). Ini berarti bahwa variabel *cash ratio* berpengaruh negatif dan tidak signifikan secara statistik terhadap *dividend payout ratio*. Tanda negatif pada koefisien menunjukkan bahwa meningkatnya nilai *cash ratio* pada umumnya akan menurunkan *dividend payout ratio*. Berdasar hasil penghitungan uji-t diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,000. Karena nilai sig.t hitung (0.000) lebih kecil dari nilai sig.t (α0.05). Ini berarti bahwa variabel *return on investment* berpengaruh positif dan signifikan secara statistik terhadap *dividend payout ratio*. Tanda positif pada koefisien regresi menunjukkan bahwa meningkatnya nilai *return on investment* pada umumnya akan

Tabel 2
Hasil Uji Asumsi Klasik

| VARIABEL | Tolerance | VIF | VARIABEL | Tolerance | VIF |
|----------|-----------|-------|----------------|-----------|-------|
| CASH | 0.788 | 1.27 | DTA | 0.218 | 4.586 |
| ROI | 0.207 | 4.826 | NPM | 0.374 | 2.674 |
| ATR | 0.26 | 3.843 | SIZE | 0.336 | 2.978 |
| DER | 0.197 | 5.087 | DW-STAT | 1.837 | |

Sumber: Hasil olah data.

Tabel 3
Implikasi dan Signifikansi

| VARIABEL | Prob. | Sig.t | VARIABEL | Prob. | Sig.t |
|--------------|--------|-------------------------|--------------------------|--------|---------------|
| (Constant) | 0.041 | | DER | -0.011 | 0.743 |
| CASH | -0.001 | 0.833 | DTA | 0.934 | 0.024 |
| ROI | 5.552 | 0.000 | NPM | -1.181 | 0.078 |
| ATR | -0.406 | 0.007 | SIZE | -0.014 | 0.804 |
| Sig.F | | .000^b | Adj.R² | | 27,52% |

Sumber: Hasil Olah Data.

meningkatkan *dividend payout ratio*.

Berdasar hasil penghitungan uji-t diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,003. Karena nilai sig.t hitung (0.007) lebih kecil dari nilai sig.t (α 0.05). Ini berarti bahwa variabel *cash ratio* berpengaruh negatif dan signifikan secara statistik terhadap *dividend payout ratio*. Tanda negatif pada koefisien regresi menunjukkan bahwa meningkatnya nilai perputaran aset pada umumnya akan menurunkan *dividend payout ratio*. Berdasar hasil penghitungan uji-t diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,743. Karena nilai sig.t (0.743) lebih besar dari nilai sig.t (α 0.05). Ini berarti bahwa variabel *debt equity ratio* berpengaruh negatif dan tidak signifikan secara statistik terhadap *dividend payout ratio*. Tanda negatif pada koefisien regresi menunjukkan bahwa meningkatnya nilai *debt equity ratio* pada umumnya akan menurunkan *dividend payout ratio*.

Berdasar hasil penghitungan uji-t diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,024. Karena nilai sig.t (0.024) lebih besar dari nilai sig.t (0.05). Ini berarti variabel *debt to total asset ratio* berpengaruh positif dan signifikan secara statistik terhadap *dividend payout ratio*. Tanda positif pada koefisien regresi menunjukkan bahwa meningkatnya nilai *debt equity ratio* pada umumnya akan meningkatkan *dividend payout ratio*. Berdasar hasil penghitungan uji-t diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,078. Karena nilai sig.t (0.078) lebih besar dari nilai sig.t (α 0.05). Ini berarti variabel *net profit margin* berpengaruh negatif dan tidak signifikan secara statistik terhadap *dividend payout ratio*. Tanda negatif pada koefisien regresi menunjukkan bahwa meningkatnya nilai *net profit margin* pada umumnya akan menurunkan *dividend payout ratio*. Berdasar hasil penghitungan uji-t diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,804. Karena nilai sig.t (0.804) lebih besar dari nilai sig.t (α 0.05). Ini berarti variabel *size* berpengaruh negatif dan tidak signifikan secara statistik terhadap *dividend payout ratio*. Tanda negatif pada koefisien regresi menunjukkan bahwa meningkatnya nilai *size* pada umumnya akan menurunkan *dividend payout ratio*.

PEMBAHASAN

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa *cash ratio* berpengaruh negatif dan tidak signifikan secara statistik terhadap *dividend payout ratio*. *Cash ratio*

memiliki koefisien negatif, ini berarti bahwa apabila *cash ratio* meningkat maka kemungkinan dibagikan-nya dividen akan semakin kecil. Hasil pengujian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Hardinugroho (2012), Hardiatmo (2012), Primawestri (2011), Arimawati (2011), Sutoyo dan Kusumaningrum (2011), serta Wahana (2012). Nilai negatif dalam variabel *cash ratio* ini menunjukkan bahwa adanya peningkatan jumlah kas dan setara kas dalam perusahaan justru menurunkan *dividend payout ratio*. Semakin likuid perusahaan maka akan semakin kecil kemungkinan pembayaran yang dilakukan oleh perusahaan tersebut. Fakta empiris ini menarik, karena mengindikasikan bahwa posisi likuiditas perusahaan bukanlah jaminan terhadap besaran dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham, meski secara statistik implikasi tersebut tidak berpengaruh signifikan.

Secara umum penelitian ini juga mendukung studi yang dilakukan Amalia (2011) dan Prasetyo (2012), perihal implikasi dari *cash ratio* terhadap pembayaran dividen. Berdasarkan hasil kalkulasi empiris, penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan Amah (2012), Sumiadji (2011), Difah (2011), dan Putera (2011) yang menyatakan hasil sebaliknya bahwa *cash ratio* memiliki implikasi yang positif dan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Lebih lanjut hasil penelitian ini juga tidak sependapat dengan studi yang dilakukan Arsanda (2011), Basuki (2012), Arimawati (2011), Putera (2011), Latiefasari (2011), Wicaksana (2012) dan Diana (2012) yang menyatakan *cash ratio* memiliki implikasi yang positif meski tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen.

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa *debt to equity ratio* berimplikasi negatif meski tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Semakin rendah DER akan semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya. Hal ini disebabkan karena semakin besar proporsi utang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya. Peningkatan utang pada gilirannya akan memengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima, karena kewajiban tersebut lebih diprioritaskan daripada pembagian dividen. Jika beban

utang semakin tinggi, maka kemampuan perusahaan untuk membagi dividen akan semakin rendah, sehingga DER mempunyai pengaruh negatif dengan *dividend payout ratio*.

Dilihat dari perkembangan periode pengamatan, perusahaan manufaktur rata-rata memiliki nilai *debt to equity ratio* yang masih tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur lebih menyukai pembiayaan dengan modal eksternal daripada menggunakan dana internal. Hal tersebut tidak sejalan dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan berwujud laba ditahan) daripada pendanaan dari luar. Hal ini tidak terlepas dari usaha untuk meningkatkan kredibilitas perusahaan di mata pihak eksternal karena utang memberikan risiko yang tinggi, artinya perusahaan harus mampu mengambil keputusan di tengah tawaran akan manfaat dari *leverage* atau menjaga kesejahteraan pemegang saham, dengan menjauhkannya dari risiko tersebut.

Hasil pengujian hipotesis ini sangat mendukung hasil penelitian Arsanda (2011), Santoso (2012), Hardiatmo (2012), Sumiadji (2011), Amalia (2011), dan Rejeki (2011) yang menyatakan bahwa *debt equity ratio* berimplikasi negatif tetapi tak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Secara umum penelitian ini mendukung penelitian Primawestri (2011) yang menyatakan bahwa kebijakan utang berimplikasi negatif dan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Sebaliknya, hasil penelitian ini tidak mendukung studi yang dilakukan oleh Amalia (2011), Arimawati (2011), Hardinugroho (2012), Latiefasari (2011), Sutoyo dan Kusumaningrum (2011), dan Diana (2012) yang menyatakan menyatakan bahwa kebijakan utang berimplikasi positif meski tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Lebih lanjut, penelitian ini juga tidak mendukung hasil studi yang dilakukan Basuki (2012), Putera (2011), dan Wicaksana (2012) yang menyatakan bahwa kebijakan utang berimplikasi positif berpengaruh signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen.

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa *debt to asset* berpengaruh positif terhadap *dividend payment ratio*. Semakin rendah DTA akan semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya. Hal ini disebabkan karena semakin

besar proporsi utang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya. Peningkatan utang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima, karena kewajiban tersebut lebih diprioritaskan daripada pembagian dividen. Jika beban utang semakin rendah, maka kemampuan perusahaan untuk membagi dividen akan semakin tinggi, sehingga DTA mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Dilihat dari perkembangan periode pengamatan, perusahaan manufaktur rata-rata memiliki nilai *debt to total asset ratio* yang moderat (48%).

Hasil pengujian hipotesis ini sangat mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Basuki (2012), Putera (2011), dan Wicaksana (2012) yang menyatakan bahwa kebijakan utang berimplikasi positif dan memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Secara umum penelitian ini juga mendukung studi yang dilakukan Amalia (2011), Arimawati (2011), Hardinugroho (2012), Latiefasari (2011), Sutoyo dan Kusumaningrum (2011) yang menyatakan bahwa kebijakan utang berimplikasi positif dan meski tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Sebaliknya, hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Arsanda (2011), Santoso (2012), Hardiatmo (2012), Sumiadji (2011), Amalia (2011), Rejeki (2011), dan Wahana (2012) yang menyatakan bahwa kebijakan utang berimplikasi negatif dan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen.

Pada variabel ATO, tanda negatif pada koefisien regresi menunjukkan bahwa apabila *asset turn over* meningkat maka *dividend payout ratio* menurun. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh negatif variabel *asset turn over* terhadap *dividend payout ratio* menjelaskan bahwa tingkat perputaran aset perusahaan justru berdampak pada penurunan pembagian dividen yang akan dibayarkan. Semakin tinggi nilai ATO, maka semakin efektif perusahaan dalam memperdayakan seluruh aktiva yang dimilikinya. Meningkatnya nilai ATO dipengaruhi oleh meningkatnya aktiva yang digunakan dalam memproduksi barang. Perusahaan membutuhkan dana untuk melakukan pembelian aktiva. Untuk memenuhi kebutuhan ekspansi aktiva perusahaan cenderung menggunakan *internal financ-*

ing yang diperoleh dari laba ditahan. Hasil penelitian ini mendukung studi yang dilakukan Sumiadji (2011), Wahana (2012), dan Diana (2012) yang menyatakan bahwa peningkatan perputaran aktiva memang berdampak negatif terhadap kebijakan pembayaran dividen.

Pada variabel ROI, tanda positif pada koefisien regresi menunjukkan bahwa apabila *return on investment* meningkat maka *dividend payout ratio* juga meningkat. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pengaruh positif variabel *return on investment* terhadap *dividend payout ratio* menjelaskan bahwa tingkat profitabilitas perusahaan akan berdampak pada peningkatan pembagian dividen yang akan dibayarkan. Tanda positif dalam penelitian ini sesuai dengan teori *information content* atau *signaling hypothesis* yang menyatakan bahwa kenaikan dividen merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa yang akan datang. Berdasarkan teori tersebut, dapat ditunjukkan bahwa penghasilan yang tinggi melalui aset yang dimiliki yang tercermin dari nilai *return on investment* menunjukkan pengaruh yang positif terhadap kebijakan dividen. Dalam perkembangannya rata-rata *return on investment* (11%) pada industri manufaktur menunjukkan hasil yang baik. Hal ini disebabkan oleh meningkatnya kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba yang tentunya akan meningkatkan nilai perusahaan dan memberikan sinyal baik kepada investor tentang kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Amah (2012), Basuki (2012), Hardinugroho (2012), Hardiatmo (2012), Amalia (2011), Rejeki (2011), Primawestri (2011), Wicaksana (2012), Prasetyo (2012), dan Diana (2012) yang menyatakan bahwa tingkat pengembalian investasi memang berimplikasi positif dan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Lebih lanjut penelitian ini secara umum juga sepakat dengan studi yang dilakukan Arsanda (2011), Sumiadji (2011), Arimawati (2011), Difah (2011), dan Latiefasari (2011) perihal implikasi positif profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Sebaliknya, studi ini tidak mendukung hasil studi yang dilakukan Amalia (2011), Sutoyo dan Kusumaningrum (2011), yang menyatakan bahwa profitabilitas justru berimplikasi negatif dan tak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

NPM merupakan salah satu dari rasio profitabilitas, yang menghitung sejauh mana kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih pada tingkat penjualan tertentu. Rasio ini dapat diinterpretasikan juga sebagai kemampuan perusahaan menekan biaya-biaya (ukuran efisiensi) di perusahaan pada periode tertentu. NPM yang tinggi menandakan kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang tinggi pada tingkat penjualan tertentu. NPM yang rendah menandakan penjualan yang terlalu rendah untuk tingkat biaya tertentu, atau biaya yang terlalu tinggi untuk tingkat penjualan tertentu, atau kombinasi dari kedua hal tersebut. Secara umum rasio yang rendah dapat menunjukkan ketidakefisienan manajemen. NPM merupakan salah satu dari rasio profitabilitas yang menunjukkan keberhasilan perusahaan di dalam menghasilkan keuntungan, dimana mengukur tingkat kembalian keuntungan bersih terhadap penjualan bersihnya.

Berdasar hasil penghitungan uji-t diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,078. Karena nilai sig.t (0.078) lebih besar dari nilai sig.t ($\alpha 0.05$). Ini berarti variabel *net profit margin* berpengaruh negatif dan tidak signifikan secara statistik terhadap *dividend payout ratio*. Tanda negatif pada koefisien regresi menunjukkan bahwa meningkatnya nilai *net profit margin* pada umumnya akan menurunkan *dividend payout ratio*. Hasil pengujian penelitian ini sangat mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Amalia (2011) serta Sutoyo dan Kusumaningrum (2011) yang menyatakan bahwa *net profit margin* memang berimplikasi negatif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Sebaliknya hasil penelitian ini tidak mendukung studi yang dilakukan oleh Amah (2012), Basuki (2012), Hardinugroho (2012), Hardiatmo (2012), Amalia (2011), Rejeki (2011), Primawestri (2011), Wicaksana (2012), Prasetyo (2012), dan Diana (2012) yang menyatakan bahwa *net profit margin* berimplikasi positif dan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Anomali hasil kalkulasi empiris dengan kajian teori yang ada kemungkinan disebabkan oleh berbagai fakta lingkungan eksternal yang terjadi selama periode penelitian (2007-2011), misalnya krisis ekonomi eropa, krisis keuangan di Amerika Serikat, pelambatan ekonomi di Jepang akibat terjadinya tsunami, fluktuasi harga minyak dunia, dimana kesemuanya itu melambungkan biaya operasional aktivitas emiten yang pada

akhirnya penggunaan laba ditahan dijadikan modal kerja tambahan.

Suatu perusahaan besar yang sudah mapan akan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal, sementara perusahaan yang baru dan yang masih kecil akan mengalami banyak kesulitan untuk memiliki akses ke pasar modal. Karena kemudahan akses ke pasar modal cukup berarti untuk fleksibilitas dan kemampuannya untuk memperoleh dana yang lebih besar. Perusahaan besar dengan akses pasar yang lebih baik seharusnya membayar dividen yang tinggi kepada pemegang sahamnya, sehingga antara ukuran perusahaan dan pembayaran dividen memiliki hubungan yang positif. Berdasar hasil penghitungan uji-t diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,804. Karena nilai sig.t (0.804) lebih besar dari nilai sig.t ($\alpha 0.05$), maka variabel *size* berpengaruh negatif dan tidak signifikan secara statistik terhadap *dividend payout ratio*. Tanda negatif pada koefisien regresi menunjukkan bahwa meningkatnya nilai *size* pada umumnya akan menurunkan *dividend payout ratio*.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Amalia (2011), Sutoyo dan Kusumaningrum (2011), dan Prasetyo (2012) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berimplikasi negatif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Sebaliknya, hasil penelitian ini tidak sepaham dengan hasil studi yang dilakukan Amah (2012), Hardinugroho (2012), Amalia (2011), Difah (2011), Rejeki (2011), dan Primawestri (2011) yang menyatakan ukuran perusahaan berimplikasi positif dan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Anomali ini menarik mengingat sampel adalah emiten yang kapitalisasi pasar dan total aktivasnya besar. Dengan kata lain, ukuran perusahaan tidaklah relevan untuk dijadikan pertimbangan kebijakan dividen oleh manajemen, minimal selama periode penelitian.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasar hasil penelitian diperoleh beberapa temuan bahwa ternyata posisi kas memiliki implikasi negatif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen; tingkat pengembalian investasi berpengaruh

positif dan signifikan secara statistik terhadap kebijakan dividen; sebaliknya, *net profit margin* justru berimplikasi negatif dan tidak berpengaruh signifikan secara statistik terhadap *dividend payout ratio*. Tingkat perputaran aktiva *asset turn over* berpengaruh negatif dan signifikan secara statistik terhadap *dividend payout ratio*. *debt equity ratio* berpengaruh negatif dan tidak signifikan secara statistik terhadap *dividend payout ratio*, sementara *debt to total asset ratio* berpengaruh positif dan signifikan secara statistik terhadap *dividend payout ratio*. Ukuran perusahaan ternyata berimplikasi negatif dan tidak berpengaruh signifikan secara statistik terhadap *dividend payout ratio*. Secara simultan, seluruh variabel berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Adapun kemampuan *cash ratio*, *return on investment*, *debt to equity ratio*, *debt to total asset*, *asset turn over*, *net profit margin* dan *size* dalam menjelaskan variasi kebijakan dividen adalah sebesar 27,52% sedang sisanya 72,48% adalah oleh variabel lain yang tidak digunakan dalam penelitian.

Saran

Penelitian ini memiliki keterbatasan, yaitu 1) sampel perusahaan yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah sampel dari perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ-45. Hal ini menyebabkan penelitian belum tentu dapat digeneralisasi pada jenis-jenis perusahaan yang berbeda lainnya; 2) dilihat dari nilai koefisien determinasi (*adjusted R2*) yang masih rendah, hal ini berarti masih ada variabel lain yang perlu diidentifikasi untuk mengetahui faktor-faktor yang memengaruhi *dividend payout ratio*. Saran yang mungkin dapat diaplikasikan pada penelitian selanjutnya adalah 1) diharapkan penelitian yang akan datang menggunakan variabel-variabel bebas di luar rasio keuangan seperti kesempatan investasi, *insider ownership*, indikator makro ekonomi, atau variabel lainnya; 2) penelitian ini hanya menggunakan sampel penelitian yang berasal dari indeks LQ-45 sehingga disarankan pada penelitian selanjutnya ruang lingkup penelitian dapat diperluas pada emiten untuk jenis-jenis industri lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Amah, Nik. 2012. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Dividen Policy* Perusahaan Go Public Di Indonesia". *ASSETS: Jurnal Akuntansi dan Pendidikan*, 1(1).
- Amalia, Shitta. 2011. "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan *Dividend Payout Ratio* (Studi Empiris Perusahaan yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2009)". *Kertas Kerja*, UNDIP, Semarang.
- Arimawati, Rizky. 2011. "Analisis pengaruh *Cash Position, Profitability, Debt To Equity Ratio, Company's Growth*, dan *Collateralizable Assets* terhadap *Dividend Payout Ratio* (Studi Empiris Pada Perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2009)". *Kertas Kerja*, UNDIP, Semarang.
- Arsanda, Septiani Arie. 2011. "Analisis Pengaruh *Return On Asset, Debt to Equity Ratio, Growth, Firm Size*, dan *Cash Ratio* Terhadap *Dividend Payout Ratio* (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listed Di BEI Periode 2005-2008)". *Kertas Kerja*, UNDIP, Semarang.
- Basuki, Arief. 2012. "Analisis Pengaruh *Cash Ratio, Debt to Total Asset Ratio, Debt Equity Ratio, Return On Assets*, dan *Net Profit Margin* Terhadap *Dividend Payout Ratio* Pada Perusahaan Otomotif yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011". *Kertas Kerja*, UNDIP, Semarang.
- Diana, Nur. 2012. "Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Kebijakan Dividen Pada Industri Barang Konsumsi Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia". *Kertas Kerja*, Universitas Gunadarma, Depok.
- Difah, Siti Syamsiroh. 2011. "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* Pada Perusahaan BUMN Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2004-2009". *Kertas Kerja*, UNDIP, Semarang.
- Hardiatmo, Budi. 2012. "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2010)". *Kertas Kerja*, UNDIP, Semarang.
- Hardinugroho, Agung. 2012. "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2009-2010". *Kertas Kerja*, UNDIP, Semarang.
- Latiefasari, Hani Diana. 2011. "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2005-2009)". *Kertas Kerja*, UNDIP, Semarang.
- Prasetyo, Fayakun Nur. 2012. "Analisis Pengaruh *Net Profit Margin, Current Ratio, Debt to Equity Ratio, Company's Growth, Firm Size*, dan *Collateralizable Assets* Terhadap *Dividend Payout Ratio* (Studi Empiris pada Perusahaan Non Keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2010)". *Kertas Kerja*, UNDIP, Semarang.
- Primawestri, Laksmi. 2011. "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2009)". *Kertas Kerja*, UNDIP, Semarang.
- Putera, Cendekia Septabaskara. 2011. "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen (Studi Empiris Perusahaan Manufaktur yang Listing di Bursa Efek Indonesia Periode 2006-2008)". *Kertas Kerja*, UNDIP, Semarang.
- Rejeki, Sutari Sri. 2011. "Pengaruh *Debt to Equity Ratio, Net Profit Margin, Asset Growth, Firm Size*, dan *Current Ratio* Terhadap *Dividend Payout Ratio* (Studi Kasus Pada Perusahaan Non Financial Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2005-2009)". *Kertas Kerja*, UNDIP, Semarang.

Santoso, Habib Dwi. 2012. "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2009)". *Kertas Kerja*, UNDIP, Semarang.

Sumiadji. 2011. "Analisis Variabel Keuangan Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen". *Jurnal Dinamika Akuntansi*, 3(2).

Sutoyo, Januar Eko Prasetio, dan Dian Kusumaningrum. 2011. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* pada Perusahaan Jasa Keuangan". *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 15(1).

Wahana, Bagus Pandu. 2012. "Pengaruh *Earning Pershare, Current Ratio, Total Asset Turn Over*, dan *Debt Ratio* Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia". *Kertas Kerja*, Universitas Gunadarma, Depok.

Wicaksana, I Gede Ananditha. 2012. "Pengaruh *Cash Ratio, Debt to Equity Ratio*, dan *Return on Asset* terhadap *Dividend Payout Ratio* pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia". *Tesis*, Universitas Udayana, Denpasar.