



Available at :

<http://ojs.unik-kediri.ac.id/index.php/ekonika>

EkoNika
Jurnal Ekonomi Universitas Kediri

Peluang investasi, Pendanaan Perusahaan Dan Kebijakan Dividen

Akbar Nugraha¹, Muhammad Madyan²

^{1,2} Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga Surabaya

Email : akbar.nugraha-2018@feb.unair.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh peluang investasi dan pendanaan perusahaan terhadap kebijakan dividen. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang masuk indeks LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012 - 2018 dengan total 224 observasi yang diperoleh dari laporan keuangan tahunan masing masing perusahaan dengan akses pada website www.idx.com. Metode analisis yang digunakan adalah Ordinary Least Square (OLS) dan sebagai tes robustness menggunakan Maximum Likelihood Estimation (MLE). Hasil yang ditemukan bertolak belakang dengan penelitian terdahulu, bahwa peluang investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Pendanaan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini dapat digunakan untuk bahan pertimbangan para investor dalam mengharapkan dividen ketika melakukan investasi pada perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Indonesia.

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of investment opportunities and corporate financing on dividend policy. The data used in this study are companies that are included in the LQ-45 index listed in Indonesia's Stock Exchange in 2012 - 2018 with a total of 224 observations obtained from the annual financial reports of each company with access to the website www.idx.com. The analytical method used is Ordinary Least Square (OLS) and as a robustness test using Maximum Likelihood Estimation (MLE). The results found contrary to previous studies, that investment opportunities have a positive effect on dividend policy. Corporate Financing has a negative effect on dividend policy. This research can be used as a consideration for investors in expecting dividends when investing on LQ-45 companies in Indonesia's Stock Exchange.

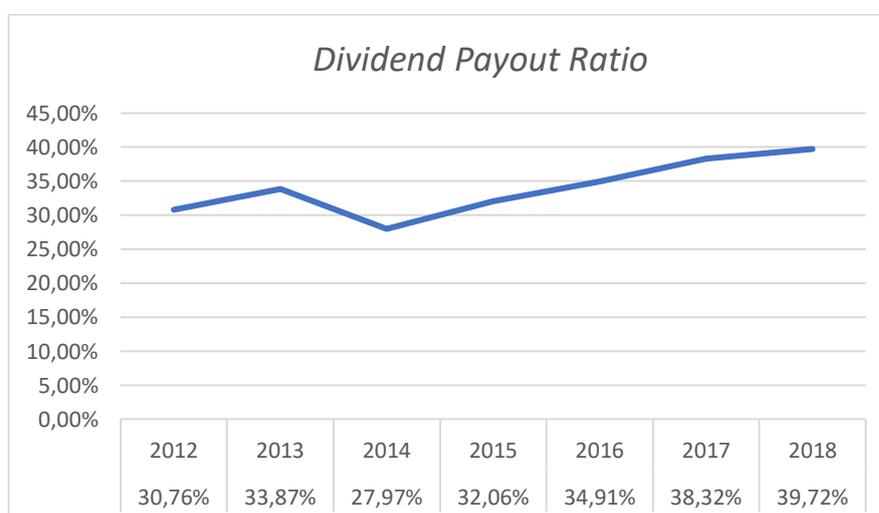
INTRODUCTION

Negara – Negara berkembang memiliki karakteristik tersendiri yaitu, ekonomi transisi, pertumbuhan ekonomi yang tinggi dan berperan penting dalam ekonomi dunia sebagai pasar Negara berkembang. Negara berkembang banyak mengalami perkembangan dalam kurun waktu beberapa dekade ini. Keuntungan yang menarik banyak ditawarkan ketika melakukan investasi pada Negara berkembang seperti Indonesia. Salah satu bentuk investasi yang dapat dilakukan investor adalah menanam saham di pasar modal Indonesia. Untuk meminimalisir risiko atas investasi yang dilakukan, investor dapat memilih investasi pada indeks – indeks yang memiliki perusahaan bluechip didalamnya. Di Indonesia sendiri terdapat beberapa indeks yang bisa menjadi acuan oleh investor, yaitu JII, IDX30, KOMPAS, ISSI, LQ-45. Indeks umum yang dipakai oleh investor yaitu LQ-45, hal ini dikarenakan LQ-45 mempunyai karakteristik seperti volume transaksi yang tinggi, kapitalisasi pasar yang besar, dan likuiditas yang cukup.

Salah satu bentuk keuntungan yang diperoleh investor atau pemegang saham yaitu berbentuk dividen. Dalam mengharapkan dividen, investor dapat menganalisis aspek fundamental perusahaan yang akan menjadi target investasinya. Salah satu aspek fundamental perusahaan yaitu bagaimana perusahaan dalam menghasilkan laba. Menurut teori sinyal ketika perusahaan menghasilkan laba yang tinggi maka dividen yang dibagikan juga akan meningkat karena kapasitas pembagian dividen semakin tinggi (Purwaningsih, 2019).

Berikut fenomena rasio pembagian dividen perusahaan LQ-45 pada tahun 2012 – 2018.

Gambar 1. Rata – rata Dividend Payout Ratio



Sumber : www.idx.co.id, data diolah (2020)

Dari grafik di atas, diketahui bahwa rasio pembayaran dividen perusahaan LQ-45 mengalami fluktuaksi. Pada tahun 2013 rasio pembayaran dividen mengalami kenaikan 10% dari tahun sebelumnya dan mengalami penurunan 17% pada tahun 2014 dibandingkan tahun sebelumnya. Pada tahun – tahun berikutnya yaitu 2015, 2016, 2017, 2018, rasio pembayaran dividen mengalami kenaikan yang beruntun dari tahun sebelumnya, pada tahun 2015 (15%), tahun 2016 (8%), tahun 2017 (10%) dan tahun 2018 (4%). Sehingga hal ini menjadi fenomena yang menarik untuk diteliti, karena pembagian dividen dapat dipengaruhi oleh peluang investasi dan pendanaannya. Selain itu juga akan berdampak bagi investor pada perusahaan LQ-45, sebab rasio pembayaran dividen menginterpretasikan besarnya imbal hasil yang diterima oleh investor atas investasi yang dilakukan.

Manajer keuangan perusahaan dituntut untuk dapat menentukan berapa besaran dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham dan juga memberikan pembiayaan yang memadai untuk proyek perusahaan. Peluang investasi akan menjadi salah satu pertimbangan manajer keuangan dalam menentukan dividen, karena mereka akan cenderung melakukan investasi ketika perusahaan memiliki peluang. Sesuai *Pecking Order Theory* yang dikemukakan oleh Myers (1984) bahwa pembiayaan internal akan menjadi sarana utama dibandingkan dengan pembiayaan eksternal dalam pendanaan perusahaan. Apabila pendanaan internal kurang cukup memadai maka perusahaan akan membiayainya dengan pendanaan eksternal yaitu utang dan mengambil peluang – peluang investasi yang memiliki imbal hasil lebih tinggi daripada biaya atas dana utangnya (Black & Scholes, 1974).

Teori tentang dividen yang dikemukakan oleh Modigliani Miller (1961) yaitu *Irrelevance Teori* menyatakan bahwa dividen hanyalah segenap biaya yang dikeluarkan perusahaan dan tidak akan memengaruhi nilai perusahaan. Berbeda dengan teori yang dikemukakan oleh Gordon (1963) dan Lintner (1962) yang dikenal dengan *Bird in The Hand Theory* menyatakan bahwa dividen adalah kepastian yang didapatkan oleh investor pada saat ini dibandingkan dengan *capital gain* di masa depan. Menurut teori ini para investor lebih menyukai dividen dibandingkan dengan *capital gain* karena adanya kepastian imbal hasil yang akan diterima oleh investor, sehingga pembagian dividen akan meningkatkan nilai perusahaan.

Dari penjelasan teori – teori tersebut, penelitian tentang dividen menjadi menarik untuk dibahas terutama hubungannya dengan peluang investasi, pendanaan perusahaan. Beberapa penelitian telah dilakukan (Abor & Bokpin, 2010; Aivazian V, 2003; Gaver & Gaver, 1993; Smith & Watts, 1992; Yusof & Ismail, 2016) membahas hubungan peluang investasi, pendanaan perusahaan terhadap kebijakan dividen, namun belum ada penelitian yang berfokus pada pasar Indonesia. Pada penelitian ini berfokus mengetahui hubungan peluang investasi, pendanaan perusahaan terhadap kebijakan dividen pada pasar di Indonesia khususnya pada indeks LQ-45.

Sehingga dari penjelasan di atas, peneliti bermaksud untuk menganalisis apakah peluang investasi dan pendanaan perusahaan memengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan LQ-45 di Bursa Efek Indonesia.

LITERATURE REVIEW

Kebijakan Dividen

Dividen adalah sejumlah imbal hasil yang diterima pemegang saham yang berasal dari laba perusahaan pada suatu periode. Besarnya dividen yang diterima oleh pemegang saham dalam bentuk kas yang dihitung berdasarkan banyaknya saham yang mereka miliki. Besar kecilnya dividen atau kebijakan dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Menurut Ross (2013:581) distribusi kas atas dividen akan mengurangi laba. Tetapi tidak semua dari laba dibagikan ke dalam dividen, melainkan sebagian dari laba perusahaan tersebut dapat digunakan lagi untuk memperbesar usaha perusahaan atau bisa disebut investasi dengan harapan mendapatkan keuntungan dimasa depan, selain itu perusahaan menahan labanya untuk melunasi utang.

Menurut Sudana (2011:192) Kebijakan dividen berhubungan dengan penentuan besarnya *Dividend Payout Ratio* (DPR). Pengertian *Dividend Payout Ratio* adalah rasio yang menunjukkan persentase setiap keuntungan yang diperoleh perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham. DPR menunjukkan besaran dividen yang dibagikan terhadap total laba bersih perusahaan sekaligus menjadi sebuah parameter untuk mengukur besaran dividen yang akan dibagikan ke pemegang saham.

Peluang Investasi

Peluang investasi adalah kesempatan perusahaan untuk melakukan investasi guna mendapatkan nilai tambah dimasa depan, Menurut Gaver & Gaver (1993) *Investment Opportunity Set* merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran - pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, yang pada saat ini merupakan pilihan - pilihan investasi yang diharapkan dan akan menghasilkan imbal hasil yang tinggi. Peluang investasi juga dapat dipandang sebagai kesempatan tumbuh perusahaan. Bagi investor pertumbuhan perusahaan diharapkan dapat memberikan sinyal positif dengan adanya kesempatan melakukan investasi, dimana investor menganggap kesempatan tumbuh menandakan perusahaan tersebut memiliki banyak proyek investasi dan juga menguntungkan. Sebaliknya, jika perusahaan yang memiliki kesempatan tumbuh rendah maka perusahaan tersebut memiliki sedikit proyek investasi dan kurang menguntungkan.

Proyek investasi yang menguntungkan dan belum terealisasi dapat dilihat dari nilai pasar dibanding nilai buku perusahaan yang kemudian dapat dieksploitasi perusahaan. Perusahaan dengan peluang investasi tinggi akan memiliki rasio pembayaran dividen yang rendah karena mereka cenderung menggunakan dana internalnya/sumber daya kas yang ada untuk mendanai investasi. Rasio pembayaran dividen yang rendah menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai cukup dana dalam membiayai pertumbuhan dan investasinya pada masa depan (Abbott, 2001; Abor & Bokpin, 2010; Jones & Sharma, 2001).

Pendanaan Perusahaan

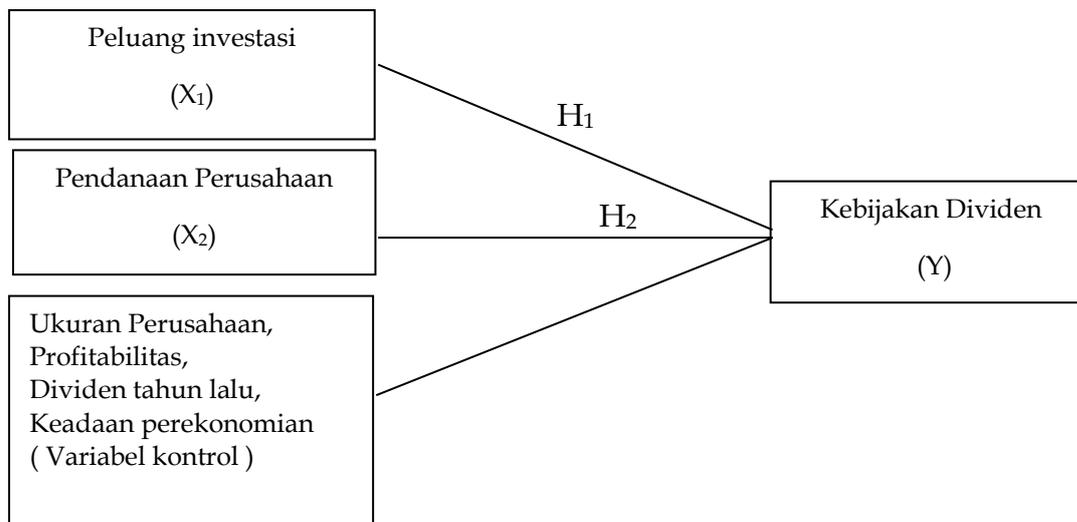
Pendanaan perusahaan adalah suatu cara yang dilakukan oleh perusahaan dalam membiayai proyek atas aktivitas bisnis mereka. Pendanaan dapat dilakukan dengan dana internal maupun eksternal. Dana internal berasal laba ditahan, sedangkan dana eksternal berasal dari utang dan menerbitkan ekuitas. Menurut teori *pecking order* oleh Myers (1984) Apabila dalam pendanaan internal kurang memadai maka perusahaan akan memutuskan mendanainya dengan dana eksternal yaitu utang. Menurut teori keagenan oleh Jensen & Meckling (1976) utang dapat mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dan pihak manajemen, utang dapat menjadi metode monitoring oleh pemegang saham terhadap pihak manajemen karena mereka diharuskan menghasilkan laba untuk menutupi kewajiban yang timbul atas utangnya. Dalam

pendanaan dengan utang akan timbul biaya yaitu biaya bunga. Semakin tinggi perusahaan mendanainya dengan utang maka akan semakin tinggi pula bunga yang harus dibayarkan sehingga proporsi kas yang digunakan untuk pembagian dividen akan berkurang (Jabbouri, 2016; Keong, Fen, Abdurrahman, & Latiff, 2020; Tahir, Masri, & Rahman, 2020; Yusof & Ismail, 2016). Ketergantungan perusahaan dalam menggunakan utang dicerminkan dengan perbandingan antara total utang dengan total ekuitas. Jika semakin tinggi utang dibandingkan ekuitas maka perusahaan akan cenderung menggunakan utang dalam pendanaannya.

Selain peluang investasi dan pendanaan perusahaan yang memengaruhi kebijakan dividen, Menurut (Jabbouri, 2016) faktor - faktor lainnya yaitu ukuran perusahaan, profitabilitas, dividen tahun lalu, dan keadaan perekonomian. Ukuran perusahaan yang semakin tinggi umumnya memiliki arus kas yang stabil dan memiliki aset yang besar dan lebih mudah mendapatkan pembiayaan dengan biaya yang rendah sehingga memiliki arus kas yang tinggi untuk membagikan dividen. Dalam profitabilitas, perusahaan yang mampu menghasilkan laba yang tinggi dari pengelolaan asetnya maka akan memiliki dana yang tinggi pula untuk melakukan investasi sehingga proporsi kas yang dibagikan untuk dividen akan sedikit.

Umumnya kebijakan dividen perusahaan pada suatu periode akan mempertimbangkan dividen yang dibagikan pada periode sebelumnya, karena perusahaan cenderung mempertahankan pembayaran dividen yang stabil sehingga dividen pada periode sebelumnya akan memengaruhi kebijakan dividen periode berjalan. Selain itu, keadaan perekonomian pada suatu negara akan memberikan dampak bagi fundamental perusahaan, dan keputusan manajerial. Inflasi dapat memberikan dampak yang cukup bagi perusahaan dalam mengambil keputusan, karena manajer akan merespon keadaan perekonomian dan memberikan sinyal kepada investor.

Gambar 2. Kerangka Pikir Hipotesis



Hipotesis Penelitian

H₁ = Peluang Investasi berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen.

H₂ = Pendanaan Perusahaan berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen.

METHODS

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan analisis regresi linier berganda. Teknik penentuan sampel pada penelitian ini menggunakan purposive sampling dengan kriteria sebagai berikut :

1. Perusahaan non keuangan yang masuk LQ-45 di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012 - 2018.
2. Perusahaan yang rutin menerbitkan laporan keuangan yang berakhir pada 31 desember setiap periode.
3. Laporan keuangan yang disajikan dalam bentuk rupiah.

Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari laporan tahunan perusahaan yang bersangkutan pada *website* www.idx.com. Data pada penelitian ini menggunakan *unbalanced panel data*, yang mana observasi setiap sampel tidak sama (Gujarati and Porter, 2009:25). Total 36 perusahaan yang sesuai kriteria dengan 224 observasi.

Pada penelitian ini, Kebijakan dividen adalah variabel dependen yang diukur dengan *Dividend Payout Ratio (DPR)*, Kemudian Peluang investasi adalah variabel

independen pertama yang diukur dengan *Tobin's Q* dan pendanaan perusahaan adalah variabel independen kedua yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). Selain itu variabel kontrol pada penelitian ini adalah ukuran perusahaan yang diukur dengan logaritma natural total aset, Profitabilitas yang diukur dengan *Return on Assets* (ROA), dividen tahun sebelumnya yang diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR) tahun t-1, keadaan perekonomian yang diukur dengan inflasi suatu periode di Indonesia.

Definisi operasional dan rumus perhitungan dari masing - masing variabel dijelaskan pada tabel 1.

Tabel 1. Definisi Operasional

Variabel	Simbol	Pengukuran
Kebijakan Dividen	DPR	$\frac{\text{Dividen}}{\text{Laba bersih}}$
Peluang Investasi	Q	$\frac{\text{kapitalisasi pasar} + \text{total utang}}{\text{total aset}}$
Pendanaan Perusahaan	DER	$\frac{\text{Total utang}}{\text{Total ekuitas}}$
Dividen Tahun sebelumnya	DPR _{t-1}	$\frac{\text{Dividen}}{\text{Laba bersih}}$
Ukuran Perusahaan	SIZE	Ln (TA)
Profitabilitas	ROA	$\frac{\text{Laba bersih}}{\text{Total aset}}$
Keadaan Perekonomian	INF	Inflasi negara Indonesia pada suatu periode

Persamaan yang digunakan untuk menganalisis pengaruh peluang investasi dan pendanaan perusahaan terhadap kebijakan dividen adalah :

$$DPR_{i,t} = \alpha + \beta_Q Q_{i,t} + \beta_{DER} DER_{i,t} + \beta_{SIZE} SIZE_{i,t} + \beta_{ROA} ROA_{i,t} + \beta_{DPR} DPR_{i,t-1} + \beta_{INF} INF_t + \mu_{i,t}$$

Dimana DPR adalah rasio pembayaran dividen pada periode berjalan t, Q adalah peluang investasi pada periode berjalan t, DER adalah pendanaan perusahaan pada periode berjalan t, SIZE adalah ukuran perusahaan pada tahun t, ROA adalah profitabilitas perusahaan pada periode berjalan t, DPR_{t-1} adalah rasio pembayaran dividen pada periode atau tahun sebelumnya, INF adalah inflasi di negara Indonesia pada periode berjalan t.

Penelitian ini menggunakan metode estimasi *Ordinary Least Square* (OLS) dengan alat statistik Stata versi 14 dengan beberapa tahapan. Pertama, melakukan Uji Hipotesis dengan menggunakan Uji-t (Uji Parsial). Uji-t dimaksudkan untuk menguji apakah suatu variabel independen berpengaruh atau tidak terhadap variabel dependen.

Langkah selanjutnya adalah menghitung koefisien determinasi (R^2). Koefisien determinasi (R^2) menunjukkan varians yang dapat dijelaskan oleh persamaan regresi

untuk total varians. Hal ini dimaksudkan untuk melihat bagaimana *Goodness of fit* pada model ini terbentuk (Gujarati and Porter, 2009: 201).

Langkah terakhir adalah melakukan uji *robustness* dengan metode *Maximum Likelihood Estimation* (MLE). Uji *robustness* digunakan untuk melihat konsistensi atau ketahanan hasil penelitian dengan jumlah observasi dan variabel yang sama, tetapi dengan metode estimasi yang berbeda.

RESULTS

Tabel 2. Statistik deskriptif

Variabel	Observasi	Mean	Std. Dev.
DPR	224	0.321650	0.251956
Q	224	2.145937	1.782619
DER	224	1.171982	1.282612
SIZE	224	13.38901	0.41205
ROA	224	0.311414	0.202241
DPRt-1	224	0.330337	0.226713
INFLASI	224	4.988571	2.291678

Sumber : Data Sekunder diolah (2020)

Tabel 2 menunjukkan statistik deskriptif dari semua variabel sampel penelitian. Terdapat 224 observasi dari tahun 2012 - 2018. Rata - rata variabel kebijakan dividen pada sampel penelitian yaitu sebesar 0.321650 yang menunjukkan bahwa rata - rata perusahaan LQ-45 membagikan dividen sebesar 32% dari laba yang diperoleh. Rata - rata variabel peluang investasi pada sampel penelitian yaitu sebesar 2.145937 yang menunjukkan bahwa rata - rata perusahaan LQ-45 memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Rata - rata variabel pendanaan perusahaan pada sampel penelitian yaitu sebesar 1.171982 yang menunjukkan bahwa rata - rata perusahaan LQ-45 bergantung pada utang dalam mendanai operasionalnya.

Hasil regresi dari Uji-t secara parsial pada tabel 3 menunjukkan bahwa peluang investasi memiliki koefisien sebesar 0.018 dan nilai t adalah 2.71 dari semua sampel. Peluang investasi memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen dengan tingkat signifikansi sebesar 1%. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi mencerminkan prospek perusahaan yang baik dimasa depan. Sehingga, perusahaan dianggap mampu menghasilkan laba yang tinggi dan membayarkan dividen secara konsisten atau stabil. Hasil ini bertolak belakang dengan penelitian terdahulu bahwa peluang investasi berhubungan negatif terhadap dividen (Abbott, 2001; Abor & Bokpin, 2010; Jones & Sharma, 2001).

Tabel 3. Hasil estimasi menggunakan OLS

Variabel	Coef.	Std. Err.	t
Q	0.018***	0.007	2.71
DER	-0.019**	0.008	-2.27
SIZE	0.067***	0.024	2.72
ROA	0.110*	0.060	1.83
DPrt _{t-1}	0.717***	0.055	12.96
INFLASI	-0.002	0.004	-0.68
KONS	-0.861**	0.339	-2.53
R ²	0.6764		
N	224		

Note: "****", "***", "**", "signifikan 10%, 5%, 1%

Sumber: Data Sekunder diolah (2020)

Hasil Uji-t variabel pendanaan perusahaan memiliki koefisien -0.019 dan nilai t - 2.27 dari semua sampel. Pendanaan perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen dengan tingkat signifikansi 5%. Hasil ini sesuai dengan penelitian terdahulu (Jabbouri, 2016; Keong et al., 2020; Tahir et al., 2020; Yusof & Ismail, 2016) bahwa semakin tinggi tingkat utang maka semakin tinggi pula biaya bunga yang harus dibayarkan sehingga mengurangi proporsi kas yang akan dibagikan untuk dividen.

Variabel kontrol ukuran perusahaan dan dividen tahun lalu yang memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen dan hasil ini konsisten dari penelitian (Jabbouri, 2016), sedangkan profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen dan memiliki hasil bertolak belakang dari penelitian (Jabbouri, 2016) dan inflasi tidak memengaruhi kebijakan dividen.

Dari hasil perhitungan regresi, nilai R² pada semua sampel adalah 0.6764. Ini menginterpretasikan bahwa sebanyak 67.64% perubahan dari kebijakan dividen dapat dijelaskan oleh peluang investasi, pendanaan perusahaan, profitabilitas, dividen tahun lalu, dan inflasi sedangkan sebesar 32.36% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dijelaskan dalam penelitian.

Tabel 4. Hasil estimasi menggunakan MLE

Variabel	Coef.	Std. Err.	z
Q	0.018***	0.006	2.75
DER	-0.019**	0.008	-2.31
SIZE	0.067***	0.024	2.76
ROA	0.110*	0.059	1.86
DPrt _{t-1}	0.717***	0.054	13.17
INFLASI	-0.002	0.004	-0.69
KONS	-0.861**	0.334	-2.57
N	224		

Note: "****", "***", "**", "signifikan 10%, 5%, 1%

Sumber: Data Sekunder diolah (2020)

Langkah selanjutnya adalah melakukan uji *robustness* dengan model *Maximum Likelihood Estimation*. Pengujian dilakukan dengan jumlah variabel dan observasi yang sama. Tujuan dari *robustness* pada penelitian ini adalah untuk mendapatkan hasil yang kuat dan konsisten. Berdasarkan hasil uji *robustness* pada tabel 4 menunjukkan bahwa semua variabel penelitian valid dan memberikan hasil yang konsisten baik diuji dengan menggunakan model *Ordinary Least Square* (OLS) maupun *Maximum Likelihood Estimation* (MLE).

CONCLUSION AND SUGGESTION

Berdasarkan dari diskusi di atas, dapat diketahui bahwa peluang investasi memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan LQ-45 di Bursa efek Indonesia, yang mana hasil ini bertolak belakang dengan penelitian terdahulu. Sedangkan pengaruh pendanaan perusahaan terhadap kebijakan dividen yaitu memiliki arah negatif sesuai dengan penelitian terdahulu.

Temuan pada penelitian ini dapat digunakan untuk memperkaya literatur keuangan terkait kebijakan dividen. Bagi investor, penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam mengharapkan dividen terutamanya di pasar Indonesia.

Keterbatasan dalam penelitian ini yaitu kurang mempertimbangkan variabel penting lainnya seperti Coporate Governance, Ownership Structure, dan likuiditas yang dianggap memiliki dampak bagi kebijakan dividen perusahaan. Saran untuk penelitian selanjutnya yaitu melakukan penelitian dengan menggunakan data yang lebih besar agar mencerminkan keadaan pasar di Indonesia.

BIBLIOGRAPHY

- Abbott, L. J. (2001). Financing , Dividend and Compensation Policies Subsequent to a Shift in the Investment Opportunity Set. *Managerial Finance*, 27(3), 31-47.
- Abor, J., & Bokpin, G. A. (2010). Investment opportunities, corporate finance, and dividend payout policy: Evidence from emerging markets. *Studies in Economics and Finance*, 27(3), 180-194. <https://doi.org/10.1108/10867371011060018>
- Aivazian V, and L. B. (2003). Do Emerging Market Firms Follow Different Dividend Policies From U.S. Firms ? *The Journal of Financial Research*, 26(3), 371-387.
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics*, 1(1), 1-22. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(74\)90006-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(74)90006-3)

- Gaver, J. J., & Gaver, K. M. (1993). Additional Evidence on The Association Between The Investment Opportunity set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics*, 16, 125–160.
- Gordon, M. J. (1963). Optimal Investment and Financing Policy. *The Journal of Finance*, 18(2), 264. <https://doi.org/10.2307/2977907>
- Gujarati, D, N., Porter, D, C. (2009). "Basic Econometrics 5th Edition". McGraw – Hill: New York
- Jabbouri, I. (2016). Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, 283–298. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.01.018>
- Jensen, C., & Meckling, H. (1976). Theory Of The Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
- Jones, S., & Sharma, R. (2001). The association between the investment opportunity set and corporate financing and dividend decisions: Some Australian evidence. *Managerial Finance*, 27(3), 48–64. <https://doi.org/10.1108/03074350110767097>
- Keong, O. C., Fen, T. P., Abdurrahman, A. P., & Latiff, A. R. A. (2020). Moderating effects of ownership concentration on relationship between firm characteristics and dividend policy: Evidence from public companies of Malaysia. *International Journal of Advanced Science and Technology*, 29(9 Special Issue), 338–353.
- Lintner, J. (1962). Dividends, Earnings, Leverage Stock Prices and The Supply of Capital to Corporations. *The Review of Economics and Statistics*, 44(3), 243–269. <https://doi.org/10.2307/1926397>
- Miller H. Merton & F. Modigliani. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3).
- Purwaningsih, E. (2019). Struktur Kepemilikan Memoderasi Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Ekonomi Universitas Esa Unggul*.
- Smith, W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing , dividend , and compensation policies *. *Journal of Financial Economics*, 32(1992).
- Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Jeffrey Jaffe (2013). "Corporate Finance 10th Edition". McGraw – Hill: New York
- Sudana, I Made. (2012). "Manajemen Keuangan Perusahaan Teori dan Praktik". Jakarta: Erlangga.
- Tahir, H., Masri, R., & Rahman, M. (2020). Determinants of dividend pay-out policy of listed non-financial firms in Malaysia. *International Journal of Financial Research*, 11(2), 68–76. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v11n2p68>
- Yusof, Y., & Ismail, S. (2016). Determinants of dividend policy of public listed companies in Malaysia. *Review of International Business and Strategy*, 26(1), 88–99. <https://doi.org/10.1108/RIBS-02-2014-0030>