

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG BERPENGARUH TERHADAP *CASH DIVIDEND* PADA PERUSAHAAN GO PUBLIK DI BURSA EFEK INDONESIA

Oleh:

Yuliani

Universitas Sriwijaya

Abstract: This research was to analyzed the factors influencing cash dividend on Indonesian Stock Exchange (IDX) during 2003-2007 observation period. Samples used purposive on LQ-45 with a criteria during observation period, the *emiten divide dividend*, so that the total samples obtained 13, and, after the process of *Classik Assumption* is done, it reached 31 observations. Data Analysis technique used multiple regression analysis with Ordinary Least Square (OLS). Funding shows that DTA, EPS and CFFP had significantly influenced cash dividend. On the other side, ROI, CaR, CR, CF, CFFO and CFFI was not significant. Simultaneously, independent variables were proved that they influenced on Cash Dividend.

Keywords: Return on Investment, Cash Ratio, Current Ratio, Debt to Total Asset, Earning Per Share, Cash Flow, Cash Flow From Operation, Cash Flow From Investing, Cash Flow From Financing, Cash Dividend.

Pendahuluan

Investor mempunyai tujuan utama memaksimalkan data untuk memperoleh *return* baik berupa pendapatan *dividen* (*dividend yield*) maupun pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga beli (*capital gain*). Dalam hal *dividen*, investor menginginkan pembagian tersebut relatif stabil karena dapat meningkatkan kepercayaan dan mengurangi ketidakpastian investor. Di sisi lain, perusahaan yang akan membagikan *dividen* dihadapkan pada beberapa pertimbangan: 1) perlunya menahan sebagian laba untuk re-investasi yang mungkin lebih menguntungkan, 2) kebutuhan dana perusahaan, 3) likuiditas perusahaan, 4) sifat pemegang saham, 5) target tertentu yang berhubungan dengan rasio pembayaran *dividen* dan 5) faktor lain yang berhubungan dengan kebijakan *dividen*.

Kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba merupakan indikator utama dari kemampuan perusahaan untuk membayar *dividen*, sehingga *dividen* diartikan sebagai bagian laba yang diberikan perusahaan kepada para pemegang saham. Bentuk pembagian laba tersebut terdiri dari dua alternatif yaitu bentuk *dividen kas* (*cash dividend*) dan *dividen saham* (*stock dividend*). *Cash dividend* merupakan *dividen* yang dibayar oleh perusahaan kepada para pemegang saham secara tunai untuk setiap lembarnya (*dividend per share*) sedangkan *stock dividend* merupakan *dividen* yang dibayar dalam bentuk saham yang diperhitungkan untuk setiap lembarnya. Ang (1997:4) menyatakan bahwa *dividen tunai* dibayar dalam bentuk uang tunai sedangkan *dividen saham* dibayar dalam bentuk saham yang dihitung dengan rumus tertentu sesuai dengan harga wajar saham. Harga yang diputuskan adalah harga yang telah diputus dalam Rapat Umum Pemegang Saham.

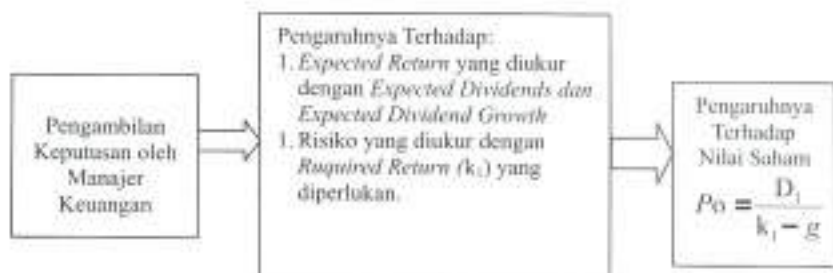
(RUPS) yang merupakan harga penutupan tersedia sebelum RUPS yang akan memutuskan dividen saham (biasanya pada sesi terakhir hari bursa sebelumnya atau sesi terakhir sebelum RUPS dimulai).

Investor dan manajemen perusahaan lebih menekankan pada preferensi jangka panjang. Kebijakan apapun yang ditempuh oleh manajemen perusahaan bagi investor tidak terlalu penting dipertimbangkan, karena kebijakan manajemen hanya dapat diketahui oleh pihak intern perusahaan. Bagi investor yang terpenting adalah melihat bagaimana perkembangan perusahaan terutama kinerja keuangan. Hasil penelitian Kartika dan Sunarto (2003:12) menjelaskan bahwa secara parsial variabel *earning per share* (EPS) berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap *cash dividend*. Sedangkan variabel lain yang digunakan *return on investment*, *cash ratio*, *current ratio*, *debt to total asset ratio*, secara parsial tidak berpengaruh secara signifikan. Sedangkan secara simultan model yang digunakan dapat memprediksi *cash dividend* dengan tingkat sig F 0,008.

Penelitian ini mengkaji kembali topik yang sama tentang *cash dividend* dengan perbedaan menambahkan variabel *cash flow* (kas bersih yang diperoleh dari aktivitas operasi, aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan). Dasar penambahan variabel tersebut bahwa menurut Parhington (1989:2) terdapat beberapa variabel yang mempengaruhi penentuan dividen adalah 1) profitabilitas, 2) stabilitas dividen dan *earning* 3) likuiditas dan *cash flow*, 4) Investasi dan 5) pembiayaan. Perbedaan lain adalah objek penelitian dan periode pengamatan, pada Kartika dan Sunarto menggunakan seluruh emiten yang tersebar dalam sembilan kelompok industri (*purposive sampling* terpilih 68 sampel) dengan periode selama dua tahun (1999 dan 2000). Sedangkan penelitian ini menggunakan objek LQ-45 dengan periode pengamatan yang lebih panjang (2003-2007). Alasan memilih LQ-45 karena saham-saham yang tergabung dalam indeks ini adalah indeks yang terdiri 45 saham pilihan dengan mengacu kepada dua variabel yaitu likuiditas perdagangan dan kapitalisasi pasar. Setiap enam bulan atau tepatnya pada bulan Februari dan Agustus saham-saham baru yang masuk kedalam LQ-45 tersebut. Tujuan penelitian ini adalah untuk memperoleh bukti empiris tentang pengaruh faktor-faktor antara *return on investment* (ROI), *cash ratio* (CaR), *current ratio* (CR), *debt to total asset ratio* (DTA), *earning per share* (EPS), *cash flow* (CF) terhadap *cash dividend*.

Tinjauan Pustaka, Kerangka Pemikiran dan Pengembangan Hipotesis

Kebijakan dividen merupakan keputusan pembayaran dividen yang mempertimbangkan maksimalisasi harga saham saat ini dan periode mendatang. Kebijakan perusahaan dalam membayar dividen berbeda-beda. Berbeda dengan saham istimewa (*preferred stocks*), pemegang saham biasa (*common stock*) umumnya menerima pembayaran yang didasarkan pada salah satu dari tiga jenis kebijakan dividen, yaitu 1) *Constant-Payout-Ratio*, didasarkan dengan persentase tertentu dari pendapatan, 2) *regular*, didasarkan atas pembayaran dividen dengan rupiah yang tetap dalam setiap periode. Kebijakan ini digunakan dengan memakai target rasio pembayaran dividen dan 3) *Low-Regular-an-Extra*, didasarkan pembayaran dividen rendah yang teratur ditambah dengan dividen ekstra jika ada jaminan pendapatan. Pengambilan keputusan *financial* oleh manajemen dapat menyebabkan perubahan nilai saham perusahaan lihat gambar 1.



Gambar 1. Hubungan antara keputusan *financial*, *return*, risiko dan nilai saham.

Sumber : Siaputra dan Atmadja (2006)

Terlihat pada gambar diatas jika kondisi perekonomian normal, tindakan manajemen yang menyebabkan pendapatan dividen meningkat (*change in expected return*) akan meningkatkan nilai saham. Sebaliknya, tindakan manajemen dapat meningkatkan risiko (*change in risk*) akan meningkatkan *required return* dan menurunkan nilai saham. Dampak yang dapat ditimbulkan oleh kebijakan dividen adalah secara langsung akan berpengaruh negatif terhadap *leverage* keuangan perusahaan. Artinya, *debt to equity ratio* akan meningkat sesuai dengan besarnya proporsi dividen yang dibagi. Meningkatnya nilai *leverage* akan menyebabkan penilaian buruk terhadap perusahaan yang selanjutnya akan mempengaruhi harga saham di pasar.

Suparmono (2000:351) menggarisbawahi bahwa pasar bereaksi positif terhadap berita kenaikan dividen kas. Hasil penelitian ini condong membenarkan pernyataan bahwa partisipan pasar banyak mengandalkan informasi yang tersirat dalam pengumuman dividen, tetapi penelitian ini tidak banyak memberikan bukti untuk membenarkan pandangan bahwa perubahan dividen kas dan dividen saham mengandung informasi tentang prospek-prospek kinerja pendapatan perusahaan. Di sisi lain, Suparmono menjelaskan bahwa dalam kajian tersebut menunjukkan adanya perubahan pendapatan yang signifikan di tahun menjelang pengumuman dividen. Sedangkan Brittain dalam Kartika dan Sunarto (2003:2) menunjukkan bukti empiris bahwa stabilitas dividen dan *earning* merupakan variabel berarti mempengaruhi preferensi investor untuk memperoleh dividen di masa yang akan datang.

Suharli (2007:9) dengan penelitian yang berjudul "Pengaruh *Profitability* dan *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai variabel penguat" mengambil sampel 160 emiten go publik periode 2002-2003 menggarisbawahi perusahaan dalam menetapkan kebijakan jumlah pembagian dividen tunai dipengaruhi oleh profitabilitas dan diperkuat oleh likuiditas perusahaan. Profitabilitas yang diukur *proxy* ROI, kesempatan investasi yang diukur dengan FA dan sebagai variabel moderat adalah likuiditas dengan *proxy* CR.

Sedangkan Retno (2008) mengkaji pengaruh pengumuman dividen tunai jika ditinjau dari kenaikan dan penurunan dividen terhadap variabilitas tingkat keuntungan dan likuiditas saham di BEJ. Penelitian Retno menghasilkan kesimpulan

bahwa reaksi pasar pada saat akan diumumkan pembagian dividen tunai membuat pasar bereaksi khususnya terhadap pengumuman dividen tunai yang meningkat. Reaksi tersebut ditunjukkan dengan adanya perubahan variabilitas terhadap keuntungan saham. Jenis penelitian *event study* periode 2003-2005, dengan teknik *purposive sampling*. Peneliti lain dengan topik yang sama dilakukan oleh Amelia (2007) menuliskan hasil penelitian bahwa kinerja saham sebelum pengumuman dividen tunai akan memiliki rata-rata *return* harian saham yang lebih tinggi dari rata-rata *return* pasar/IHSG. Sedangkan kinerja saham setelah pengumuman dividen tunai masih lebih tinggi dari rata-rata *return* pasar. Terdapat 12 (57,15%) emiten memiliki *return* di atas *return* pasar dan sembilan (42,85%) emiten memiliki *return* di bawah *return* pasar.

Kajian Fennmyl (2007) tentang reaksi harga saham terhadap perubahan dividen tunai di BEJ terdapat dua kesimpulan pertama, untuk kelompok perusahaan dengan dividen naik disimpulkan bahwa untuk periode 2002 sampai 2005 adalah dividen naik berpengaruh terhadap harga saham dan kedua, untuk kelompok perusahaan dengan dividen turun disimpulkan bahwa untuk periode 2002 sampai 2005 adalah dividen turun berpengaruh terhadap harga saham. Sedangkan Taswan (2003) menuliskan bahwa variabel kebijakan utang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan faktor pertumbuhan, risiko bisnis, kebijakan dividen dan kepemilikan oleh insider tidak signifikan dalam mempengaruhi kebijakan utang.

Pengaruh Return on Investment (ROI) dan Cash Dividend

Salah satu ukuran efektifitas perusahaan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan total aktiva yang digunakan untuk operasi adalah ROI. Semakin tinggi ROI menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik, karena tingkat pengembalian investasi akan semakin besar. Dengan demikian meningkatnya ROI juga akan meningkatkan pendapatan *return* (terutama *cash dividend*). Pengukuran ROI diperoleh dengan membandingkan *earning after tax* (EAT) dengan total aktiva. Besarnya EAT diperoleh dari laporan laba rugi, sedangkan total aktiva dalam penelitian ini adalah tercermin dalam laporan neraca (sisi aktiva/*asset*). Penelitian Kartika dan Sunarto (2003:6) menuliskan bahwa tidak punya hubungan signifikan antara ROI terhadap *cash dividend*.

Dalam penelitian ini peneliti mengajukan hipotesis alternatif pertama (H1) bahwa ROI berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cash dividend*.

Pengaruh Cash Ratio (CaR) dengan Cash Dividend

Cash ratio merupakan salah satu ukuran dari rasio likuiditas (*liquidity ratio*) yang merupakan kemampuan perusahaan untuk melunasi hutang jangka pendek (*current liability*) atau hutang jangka panjang yang segera harus dibayar 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 membayar hutang jangka pendeknya. Dengan semakin meningkatnya *cash ratio* juga dapat meyakinkan para investor untuk membayar *cash dividend*. Berdasarkan hasil penelitian Kartika dan Sunarto (2003:6) diperoleh hasil bahwa variabel *cash ratio* tidak mempengaruhi

cash dividend. Dalam penelitian ini peneliti mengajukan hipotesis kedua (H2): "Cash ratio mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *cash dividend*".

Pengaruh Current Ratio (CR) dengan Cash Dividend

Current ratio juga merupakan salah satu ukuran *liquidity ratio* yang dihitung dengan membagi *current assets* dengan *current liability*. Semakin besar CR menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya (termasuk di dalamnya kewajiban membayar dividen kas yang terutang). Dengan semakin tingginya CR juga menunjukkan keyakinan investor terhadap kemampuan perusahaan membayar dividen yang dijanjikan.

Kedua rasio likuiditas tersebut menunjukkan kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek sehingga perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan yang likuid. Dipisahkan kedua rasio likuiditas kedalam *cash ratio* dan *current ratio* dimaksudkan untuk mengetahui mana yang lebih berpengaruh terhadap *cash dividend*. Penelitian sebelumnya Partington, Susanto dalam Kartika dan Sunarto (2003:6) menunjukkan hasil bahwa *current ratio* tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap *cash dividend*. Dari uraian diatas peneliti membuat hipotesis ketiga (H3): "Current ratio berpengaruh positif dan signifikan terhadap *cash dividend*".

Pengaruh Debt to Total Asset (DTA) dengan Cash Dividend

Rasio ini menunjukkan besarnya hutang yang digunakan untuk membiayai aktiva perusahaan. Semakin besarnya rasio DTA menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditur) dan semakin besar pula beban biaya hutang (biaya bunga) yang harus dibayar oleh perusahaan. Rasio ini diukur dengan membandingkan total hutang *current liability and long term debt* terhadap total aktiva (*current and fixed assets*).

Semakin tingginya rasio DTA maka akan berdampak terhadap profitabilitas yang diperoleh perusahaan, karena sebagian pendapatan digunakan untuk membayar bunga pinjaman. Jika biaya bunga tinggi dan semakin besar, maka profitabilitas (*earning after tax*) semakin berkurang maka hak para pemegang saham juga semakin berkurang. Parthington dalam Kartika dan Sunarto (2003:6) menuliskan bahwa tingkat hutang yang tinggi akan mempengaruhi pembayaran dividen yang semakin rendah. Sehingga DTA berpengaruh negatif terhadap *cash dividend*. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis yang diajukan adalah (H4): "Terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara DTA terhadap *cash dividend*."

Pengaruh Earning Per Share (EPS) dengan Cash Dividend

Pendapatan per lembar saham (*earning per share*) merupakan total keuntungan yang diperoleh investor untuk setiap lembar saham. Total keuntungan tersebut diukur dari rasio antara laba bersih setelah pajak (EAT) terhadap jumlah lembar saham yang beredar (*outstanding share*). Laba bersih yang diperhitungkan tersebut setelah dikurangi dengan dividen untuk para pemegang saham prioritas (*preferred stock*).

Semakin besar EPS maka pendapatan dividen kas per lembar saham (*cash dividend per share*) yang akan diterima pemegang *common stock* juga semakin besar. Hal tersebut dengan asumsi jika dividen bagi para pemegang saham minoritas dan jumlah saham biasa yang beredar relatif tetap. Kartika dan Sunarto (2003:8)

menyimpulkan bahwa EPS mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *cash dividend*. Begitu juga terhadap hasil penelitian yang dilakukan Surasmi dalam Kartika dan Sunarto menunjukkan bahwa EPS berpengaruh signifikan positif terhadap *dividend per share* pada perusahaan manufaktur yang listing di BEJ periode 1993-1995.

Berdasarkan teori dan uraian tersebut maka peneliti mengajukan hipotesis alternatif kelima (H5): "Terdapat pengaruh signifikan positif EPS terhadap *cash dividend*".

Pengaruh Cash Flow (CF) dengan Cash Dividend

Cash flow merupakan salah satu pengukuran atas kinerja ekonomi dan memberikan kandungan informasi yang lebih besar jika dibandingkan dengan pengukuran berbasis *earning*. Semakin tinggi *cash flow* perusahaan mengindikasikan bahwa perusahaan akan memberikan *cash dividend* yang lebih tinggi kepada pemegang saham. Besarnya *cash flow* diambil dari laporan arus kas yang dibuat oleh masing-masing perusahaan. Millerd dan Modigliani dalam Charitao dan Vafeas (1998:225) menganalisis dividen dengan hasil bahwa perubahan dividen bergantung dari perkiraan manajemen akan pendapatan dan *cash flow*. Besarnya *cash flow* merupakan aliran kas yang dihitung dengan menjumlahkan *earning after tax* (EAT) atau *net income* (NI) + depresiasi aktiva tetap.

Berdasarkan uraian diatas peneliti mengajukan hipotesis alternatif ke enam (H6): "*Cash flow* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *cash dividend*".

Pengaruh Cash Flow From Operation (CFFO) dengan Cash Dividend

CFFO berguna bagi perusahaan untuk memberikan informasi seberapa besar perusahaan mampu menghasilkan modal atas kegiatan operasinya sendiri, yakni untuk membayar kepada para debitur dalam kasus likuidasi. CFFO diperoleh dari hasil *operating activity* yang menjelaskan mengenai penerimaan kas dari hasil penjualan barang dan jasa, pengeluaran kas untuk mendapatkan *resources* yang berguna untuk menyediakan barang dan jasa tersebut. Sumber data diambil dari laporan tahunan arus kas tahunan tiap-tiap perusahaan.

Semakin tinggi nilai CFFO diartikan bahwa semakin efektif perusahaan bekerja dalam menggunakan *resources* yang tersedia sehingga kemampuan perusahaan untuk membayar *cash dividend* kepada pemegang saham biasa juga semakin besar. Penelitian Yuliani (2006: 153) menghasilkan bahwa CFFO tidak mempunyai pengaruh terhadap *market value equity* walaupun koefisien regresi yang diperoleh adalah positif. Sehingga dalam hal ini peneliti membuat hipotesis alternatif ketujuh (H7) yaitu: "CFFO mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *cash dividend*".

Pengaruh Cash Flow From Investing (CFFI) dengan Cash Dividend

CFFI berguna bagi perusahaan untuk memberikan informasi seberapa besar dana yang diperoleh dari hasil penjualan *asset-asset* perusahaan untuk membayar pengembalian hutang kepada para debitur. Besarnya CFFI diperoleh dari laporan tahunan arus kas tiap-tiap tahun pada masing-masing perusahaan. CFFI meliputi transaksi-transaksi seperti pembelian aktiva (*acquisition of assets*) dan penjualan

aktiva (*disposal of assets*). Hasil penelitian Juniarti dan Limanjaya (2005:41) membuktikan bahwa CFFI berpengaruh signifikan terhadap *market value equity* (*value of the firm*). Hasil ini berbeda dengan hasil kajian Yuliani (2006:153) bahwa CFFI tidak berpengaruh signifikan terhadap *market value equity*.

Berdasarkan ekspektasi bahwa perusahaan memiliki CFFI negatif yang diartikan bahwa mayoritas perusahaan lebih banyak menanamkan modalnya untuk investasi daripada menjual *asset-asset* yang dimiliki. Semakin besar nilai negatif dari CFFI dikatakan bahwa perusahaan tersebut semakin banyak memiliki modal berupa *asset* untuk pengembangan perusahaan dan sebaliknya semakin sedikit nilai negatif atau bahkan positif dikatakan kemungkinan perusahaan pada keadaan kesulitan likuiditas sehingga akan menjual *asset-asset* untuk mendapatkan dana. Jika CFFI bernilai positif mengindikasikan manajemen akan membagikan *cash dividend* dalam jumlah yang kecil.

Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis yang diajukan untuk H8 adalah "terdapat pengaruh negatif dan signifikan antara CFFI terhadap *cash dividend*".

Pengaruh Cash Flow From Financing (CFFF) dengan Cash Dividend

CFFF berguna untuk memberikan informasi kepada perusahaan seberapa besar kemampuan perusahaan melunasi hutang-hutangnya kepada para debitur. CFFF diperoleh dari transaksi pinjaman dan pengembalian hutang jangka panjang (*long term debt*), penanaman modal oleh pemilik (*investment by owners*) dan pembayaran dividen kepada pemilik (*distribution to owners*). Data diperoleh dari laporan tahunan arus kas pada masing-masing perusahaan tiap-tiap tahun.

Menurut penelitian Juniarti dan Limanjaya (2005:39) pada tahap *mature*, CFFF tidak dapat dibuktikan adanya pengaruh signifikan terhadap *market value equity*. Hasil yang sama dengan penelitian empiris Yuliani (2006:153) dengan objek pada sektor manufaktur di BEJ periode 2001-2005. Berdasarkan uraian sebelumnya maka peneliti membuat alternatif hipotesis kesembilan (H9) bahwa "CFFF mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap *cash dividend*".

Metode Penelitian

1. Jenis Penelitian

Penelitian ini merupakan tipe penelitian penjelasan (*explanatory research*) yang menyoroti hubungan antara variabel-variabel penelitian dan menguji hipotesis yang dirumuskan.

2. Populasi dan Sampel, Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data dengan cara studi dokumenter dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) 2007. Untuk kepentingan analisis digunakan *pooling data* selama penelitian. Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam LQ-45 periode Januari 2003 sampai dengan Desember 2007. Penentuan *sampling* dilakukan secara *purposive* dengan kriteria sebagai berikut :1). masuk secara terus-menerus dalam Indeks LQ-45 selama periode Januari 2003 sampai dengan Desember 2007. 2). menyampaikan laporan keuangan *audited* selama periode penelitian 3) emiten memperoleh EAT positif dan 4) emiten tersebut membagikan *cash dividend* pada periode 2003-2007.

Prosedur pemilihan sampel:

- 1.masuk dalam Indeks LQ-45 : 45
 - 2.masuk dalam Indeks berturut-turut (Januari 2003-Desember 2007): 21
 - 3.perusahaan yang memperoleh *Earning After Tax* (EAT) negatif ; (3)
 - 4.perusahaan tidak membagi *Cash Dividen* : (5)
- Data akhir sebagai sampel penelitian berjumlah : 13 sampel

Tabel 1. Sampel Penelitian (*purposive*)

KODE	EMITEN	SEKTOR	SUB SEKTOR
AALI	PT. Asira Agro Lestari	Agriculture	Plantation
ANIM	PT. Aneka Tambang	Mining	Metal and Mineral Mining
ASIL	PT. Astra Internasional	Miscellaneous Industry	Automotive and Components
BBCA	PT. Bank BCA	Finance	Bank
BDMN	PT. Bank Danamon	Finance	Transportation
BLTA	PT. Berlian Maja T	Infrastructure, U & T	Bank
BNGA	PT. Bank Niga	Finance	Metal and Mineral Mining
INCO	PT. Inco, Nickel Ind.	Mining	Food and Beverages
INDF	PT. Indofood. SM	Consumer Goods Industry	Telecommunication
ESAT	PT. Indosat	Infrastructure, U & T	Coal Mining
PTBA	PT. Tambang Batubara	Mining	Metal and Mineral Mining
TINS	PT. Timah	Mining	Telecommunication
TLKM	PT. Telekomunikasi	Infrastructure, U & T	

Salah satu ukuran efektifitas perusahaan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan aktiva tetap yang digunakan untuk operasi adalah ROI. Semakin tinggi ROI menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik, karena tingkat pengembalian investasi akan semakin besar. Dengan demikian meningkatnya ROI juga akan meningkatkan pendapatan *return* (terutama *cash dividend*). Pengukuran ROI diperoleh dengan membandingkan *earning after tax* (EAT) dengan total aktiva. Besarnya EAT diperoleh dari laporan laba rugi, sedangkan total investasi dalam penelitian ini adalah total aktiva tetap (bersih) yang tercermin dalam laporan neraca (sisi aktiva/*asset*). Penelitian Kartika dan Sunarto (2003:6) menuliskan bahwa tidak punya hubungan signifikan antara ROI terhadap *Cash Dividend*.

3.Operasional Variabel Penelitian

Masing-masing variabel penelitian secara operasional dapat didefinisikan pada tabel berikut:

Tabel 2. Definisi Operasional Variabel

Variabel	Konsep Variabel	Ukuran	Skala
ROI (X1)	Mengukur kemampuan menghasilkan EAT dari total aktiva yang digunakan perusahaan	$\frac{EAT}{TotalAktiva}$	Rasio
CaR (X2)	Mengukur kemampuan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek melalui kas dan setara kas yang dimiliki	$\frac{Kas + ekuivalenkas}{UL}$	Rasio
CR (X3)	Mengukur kemampuan dalam melunasi kewajiban jangka pendek melalui aktiva lancar yang dimiliki	$\frac{AL}{UL}$	Rasio
DTA (X4)	Mengukur kemampuan dalam melunasi jumlah hutang dari total aktiva yang dimiliki	$\frac{TU}{TA}$	Rasio
EPS (X5)	Mengukur pendapatan per lembar saham yang dihitung dari EAT terhadap <i>Outstanding Share</i>	$\frac{EAT}{JLHLBRSAHAMBIASA}$	Rasio
CF (X6)	Mengukur kemampuan dalam menyediakan aliran kas positif untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan	EAT + D	Rasio
CFFO (X7)	Mengukur kemampuan dalam menghasilkan modal atas kegiatan operasinya sendiri	Kas bersih diperoleh dari Aktivitas Operasi	Rasio
CFFI (X8)	Mengukur kemampuan dalam menghasilkan dana yang diperoleh dari hasil penjualan <i>asset-asset</i> perusahaan	Kas bersih yang digunakan untuk Aktivitas Investasi	Rasio
CFFF (X9)	Mengukur kemampuan dalam melunasi hutang kepada para debitor	Kas bersih yang digunakan untuk Aktivitas Pendanaan	Rasio
Cash Dividend (Y)	Dividen tunai yang dibayarkan perusahaan kepada pemegang saham biasa (<i>common stock</i>)	$\frac{TOTALDIVIDENKAS}{JLHLBRSAHAMBIASA}$	Rasio

4. Teknik Analisis Data

Sebelum dilakukan pengujian regresi terlebih dahulu dilakukan pengujian asumsi klasik untuk mengetahui apakah data yang digunakan telah memenuhi syarat ketentuan dalam model regresi. Pengujian asumsi klasik meliputi uji normalitas dengan menggunakan uji Kolmogorov Smirnov, jika terdapat data yang *outlier* maka tidak akan dilanjutkan untuk proses regresi. Uji autokorelasi dengan Durbin Watson, uji multikolinearitas dan uji heterokedastisitas. Kemudian setelah data diyakini bebas dari pengujian asumsi klasik baru dilakukan regresi linear berganda untuk menjawab hipotesis penelitian. Pembahasan dilakukan dengan pengujian Uji t (parsial) dan Uji F (simultan) dengan menggunakan tingkat kepercayaan 95% ($\alpha=0,05$). Pengolahan data dilakukan dengan menggunakan software *Statistical Package for Social Science (SPSS) ver 13.0 for windows*.

Penelitian ini menggunakan metode *regresi time-series cross-section (pooled regression)*, hubungan variabel-variabel yang akan diteliti telah dinyatakan dalam suatu model persamaan matematik yang telah dimodifikasi peneliti dengan mengadopsi dari model persamaan Kartika dan Sunarto (2003:9) sebagai berikut:

a. Persamaan 1 :

$$Y = a_0 + b_1 ROI_{it} + b_2 CaR_{it} + b_3 CR_{it} + b_4 DTA_{it} + b_5 EPS_{it} + b_6 CF_{it} + \epsilon_{it}$$

b. Persamaan 2:

$$Y = a_0 + b_1 CFFO_{it} + b_2 CFFI_{it} + b_3 CFFF_{it} + \epsilon_{it}$$

Di mana :

Y= Cash Dividend; a= konstanta; ROI= Return on Investment; CaR= Cash Ratio; CR= Current Ratio; DTA= Debt to Total Asset; EPS= Earning Per Share; CF= Cash Flow; CFFO= Cash Flow From Operation; CFFI= Cash Flow From Investing; CFFF= Cash Flow From Financing; $b_1, b_2, b_3, b_4, b_5, b_6, b_7, b_8, b_9$ = parameter; ϵ adalah faktor pengganggu; i menunjukkan suatu perusahaan tertentu dan t menunjukkan tahun/periode tertentu.

Hasil Penelitian dan Pembahasan

1. Pengujian Asumsi Klasik

a. Uji Normalitas

Normalitas diuji dengan uji Kolmogorov-Smirnov, yang menunjukkan bahwa distribusi data yang digunakan sudah memenuhi syarat normalitas. Emiten berjumlah 13 dengan periode penelitian lima tahun sehingga jumlah N observasi adalah 65. Setelah dilakukan uji normalitas terdapat data *outlier* sebanyak 34 sehingga tidak dimasukkan untuk proses regresi dikarenakan data tersebut ekstrim sehingga jumlah observasi berkurang menjadi 31 observasi. Berdasarkan Uji K-S diperoleh data yang normal dengan tingkat signifikan $>0,05$.

Tabel 3. Uji Normalitas Data
(One Sample-Kolmogorof Smirnov Test)

Rasio	Signifikansi	Keterangan
ROI	0,185	Normal
CaR	0,105	Normal
CR	0,175	Normal
DTA	0,593	Normal
EPS	0,244	Normal
CF	0,062	Normal
CFFO	0,139	Normal
CFFI	0,263	Normal
CFFF	0,730	Normal
CD	0,247	Normal

Sumber : Hasil Pengolahan Data

b. Uji Autokorelasi

Setelah dilakukan uji asumsi klasik maka diperoleh hasil bahwa tidak ada autokorelasi yang ditunjukkan dengan Uji Statistik Durbin-Watson. Dari hasil uji Statistik Durbin-Watson t-test, nilai statistik tabel untuk Uji Durbin-Watson dengan 5%, untuk $dl = 1.29$ dan $du = 1.78$. Nilai Durbin-Watson adalah 1,779 maka dikatakan tidak ada autokorelasi.

c. Uji Multikolinearitas

Uji ini dapat dilakukan dengan melihat angka *Variance Inflation Factor* (VIF) yaitu dengan melihat berapa nilai *tolerance* ($1-R^2$ auxiliary) dan berapa nilai VIF nya, jika *tolerance* $< 0,1$ atau jika VIF > 10 , maka terjadi multikolinearitas (Neter, 1993). Dari hasil analisis yang dilakukan terhadap uji multikolinearitas, tampak variabel independen tidak terdapat multikolinearitas, karena nilai VIF masing-masing variabel < 10 .

Tabel 4. Variance Inflation Factor

Variabel	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
ROI	0,247	4,049
CaR	0,210	4,755
CR	0,200	4,991
DTA	0,298	3,356
EPS	0,259	3,858
CF	0,359	2,788
CFFO	0,249	4,009
CFFI	0,395	2,529
CFFE	0,288	3,475

Sumber : Hasil Pengolahan Data

d. Uji Heterokedastisitas

Hasil uji heterokedastisitas yang berupa grafik plot menunjukkan bahwa tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka keadaan ini dapat disimpulkan tidak terjadinya heteroskedastisitas.

2. Analisis dan Pembahasan**a. Statistik Deskriptif**

Data tentang variabel penelitian disajikan dalam statistik deskriptif berikut:

Tabel 5. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian Periode 2003s/d 2007

KET	ROI	CaR	CR	DTA	EPS	CF	CFFO	CFFI	CFFE
Mean	10,40	70,67	182,78	0,57	337,47	2,30	1,40	-4,10	-4,40
Standar deviasi	10,68	70,77	103,90	0,25	356,76	2,44	1,852	1,142	1,064
Maksimum	42,64	265,5	451,14	0,92	1335,2	1,0653	7,092	1,617	2,388
Minimum	0,84	1,48	65,47	0,15	5,97	6,2219	-1,65	-3,88	-3,89
Observasi	31	31	31	31	31	31	31	31	31
Cross-section	65	65	65	65	65	65	65	65	65

Sumber : Diolah Laporan Keuangan Emiten

Tampak pada tabel diatas ROI, CaR, CR, EPS, CF dan CFFO adalah positif, artinya secara fundamental 13 emiten adalah perusahaan yang membukukan *net income* positif. Sedangkan DTA semua perusahaan rata-rata memiliki hutang dengan rasio 0,57 bahkan ada emiten memiliki DTA 92% dan adapula emiten memiliki hutang hanya 15%. Rasio hutang tinggi perlu menjadi perhatian emiten karena akan mengakibatkan emiten untuk terus tergantung pada modal eksternal.

b. Pengujian Hipotesis

Hasil analisis regresi menunjukkan angka R sebesar 0,837 artinya antara variabel bebas dengan variabel terikat memiliki hubungan yang kuat. Nilai adjusted $R^2 = 0,627$ berarti variabel ROI, CaR, CR, DTA, EPS dan CF mampu menjelaskan variabel *cash dividend* sebesar 62,7% sedangkan sisanya 37,3% dijelaskan oleh sebab-sebab lain di luar model. Berdasarkan uji simultan diperoleh F hit = 9,390 dengan signifikansi 0,000 ($p < 0,05$) mengindikasikan bahwa variabel bebas dapat digunakan untuk memprediksi *cash dividend*. Hasil uji regresi dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 6. Hasil Uji Regresi ROI, CaR, CR, DTA, EPS dan CF

R = 0,837 Adjusted $R^2 = 0,627$ F = 9,390 $p = 0,000$				
Variabel	b	t	p	Keputusan
Konstanta	231,730	2,812	0,100	
ROI	-2,153	-1,005	0,325	H1 Ditolak
CaR	-0,00147	-0,004	0,997	H2 Ditolak
CR	-0,303	-1,185	0,248	H3 Ditolak
DTA	-192,393	-2,256	0,033	H4 Diterima
EPS	0,246	3,735	0,001	H5 Diterima
CF	-4,71E-12	-0,661	0,515	H6 Ditolak

Sumber : Diolah dari Data SPSS

Sebagaimana ditunjukkan dalam tabel, ROI berhubungan negatif dan tidak signifikan sehingga menolak H1 berdasarkan uji statistik $p > 0,05$. Artinya, kebijakan perusahaan dalam memberikan dividen kas tidak mempertimbangkan ROI yang diperoleh. Begitu juga bagi investor tidak terlalu mempertimbangkan ROI ketika investor tersebut mengharapkan besarnya dividen kas yang akan dibayarkan oleh perusahaan. Hasil ini sejalan dengan penelitian Kartika dan Sunarto (2003:12).

Cash ratio mempunyai korelasi negatif dan tidak signifikan sehingga H2 ditolak. Sebagaimana ROI variabel ini tidak diperhatikan oleh perusahaan dalam kebijakan membagikan dividen kas. Artinya, *Cash ratio* yang merupakan salah satu rasio likuiditas bagi perusahaan dengan *Cash ratio* yang tinggi kebijakan perusahaan lebih cenderung mengalokasikan kas dan setara kas ke dalam investasi yang lain. Sehingga tujuan untuk kemakmuran pemegang saham bagi perusahaan tidak dipengaruhi rasio *cash ratio*. Hasil yang sama juga dengan kajian Sunarto dan Kartika (2003:12).

Current ratio berkorelasi negatif dan tidak signifikan (H3 ditolak) sejalan dengan Sunarto dan Kartika (2003:12). Hal ini bisa diartikan bahwa rasio lancar likuid tidak mempengaruhi perusahaan untuk membagikan *cash dividend* besar. Rasio likuiditas yang diukur dengan CR tidak membuktikan bahwa pemegang

saham biasa akan memperoleh dividen kas yang besar. Fakta ini bisa berarti bahwa perusahaan memiliki CR tinggi bukan untuk kemakmuran pemegang saham tetapi bisa perusahaan gunakan untuk membuka investasi baru sehingga *growth* perusahaan juga bagus.

Debt to total asset berkorelasi negatif dan signifikan terhadap *cash dividend* (H4 diterima). Data ini, kita bisa memperkirakan bahwa setiap peningkatan *cash dividend* yang dibayarkan perusahaan maka rasio hutang terhadap total aktiva mengalami penurunan. Dikarenakan dengan sumber dana dari investor menyebabkan perusahaan berkewajiban untuk membagikan keuntungan melalui dividen kas kepada setiap pemegang saham. Hasil ini tidak sejalan dengan kajian Sunarto dan Kartika (2003:12). Menurut tulisan tersebut penyebab tidak signifikan dikarenakan data yang diolah tidak terdistribusi secara normal. Sedangkan penelitian ini semua data sudah memenuhi asumsi klasik sehingga perbedaan hasil penelitian berbeda.

Studi ini menunjukkan *Earning Per Share* berhubungan secara positif dan signifikan terhadap dividen kas (H5 diterima). Artinya, semakin tinggi EPS, diprediksi bahwa dividen tunai juga akan meningkat. Bagi pemegang saham penting mempertimbangkan besarnya EPS dalam rangka memprediksi besarnya dividen kas yang akan diterima. Bagi perusahaan dengan EPS besar maka aktivitas perusahaan juga baik karena dengan EPS tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan mampu membukukan *net income* yang tinggi sehingga perusahaan sudah bekerja secara efisien. Hasil ini menunjukkan kesimpulan yang sama dengan Sunarto dan Kartika (2003:12).

Aliran kas yang diperoleh dari *earning after tax + depreciation* mempunyai korelasi negatif dan tidak signifikan sehingga menolak H6. Hasil studi ini diartikan bahwa manajemen perusahaan dalam membagikan dividen tunai tidak memperhatikan jumlah CF yang tersedia dalam perusahaan. Begitu juga bagi pemegang saham dalam memprediksi dividen kas besarnya CF perusahaan go publik tidak dipertimbangkan. Berdasarkan uraian diatas sehingga dapat dirumuskan dalam bentuk matematik berikut (persamaan 1):

$$Y = 231,730 - 2,153ROI - 0,00147CaR - 0,303CR - 192,393DTA + 0,246EPS - 4,71E-12CF + e$$

Persamaan tersebut menunjukkan bahwa selama periode pengamatan rata-rata *cash dividend* sebesar 231,730. Tanda negatif pada ROI, CaR, CR, CF menunjukkan adanya reaksi negatif dari para manajemen perusahaan terutama berhubungan dengan fundamental perusahaan dalam rangka pencapaian laba bersih. Tanda negatif pada DTA sesuai dengan konsep teori yang berlaku bahwa semakin tinggi rasio DTA maka tingkat pencapaian laba akan menurun dikarenakan tingginya beban perusahaan dalam membayar bunga hutang sehingga akan mempengaruhi kebijakan manajemen perusahaan dalam hal pembagian dividen tunai.

Faktor-faktor yang mempengaruhi dividen kas dengan menggunakan variabel CFFO, CFFI dan CFFF disajikan dalam tabel berikut:

Tabel 7. Hasil Uji Regresi CFFO, CFFI dan CFFF

R= 0,507 Adjusted R ² = 0,174 F = 3,113 p=0,043				
Variabel	b	t	p	Keputusan
Konstanta	87,172	3,790	0,001	
CFFO	-7,71E-12	-0,472	0,641	H7 Ditolak
CFFI	-3,12E-11	-1,368	0,183	H8 Ditolak
CFFF	-6,15E-11	-2,335	0,027	H9 Diterima

Sumber : Diolah dari Data SPSS

Tabel di atas menampilkan hasil dari regresi yang menilai faktor-faktor dividen kas. Kas berasal dari operasi berkorelasi negatif dan tidak signifikan sehingga H7 ditolak. Semakin besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan CFFO dari hasil penjualan barang tidak menjadi pertimbangan bagi perusahaan untuk membagikan dividen kas yang tinggi. Artinya kegiatan pokok perusahaan lebih diutamakan untuk kontinuitas usaha misalnya untuk ekspansi, menambah kapasitas produksi, atau pun untuk melakukan diversifikasi terhadap produk yang ada.

Kas yang berasal dari investasi berkorelasi negatif dan tidak signifikan (H8 ditolak). CFFI meliputi transaksi seperti pembelian dan penjualan aktiva yang dimiliki, sehingga baik manajer perusahaan maupun dari sisi pemegang saham tidak menjadikan CFFI sebagai pertimbangan dalam menghitung dividen kas yang akan dibayar dan diterima. Sama seperti CFFO, yang menjadi penyebabnya bahwa perusahaan masih mengutamakan untuk *growth*.

Sedangkan kas yang berasal dari pendanaan atau CFFF berkorelasi negatif dan signifikan sehingga H9 diterima, dapat diartikan bahwa dengan pinjaman yang tinggi kemampuan pembayaran dividen kepada pemilik bisa saja menjadi rendah karena perusahaan sudah dibebankan untuk membayar bunga hutang. Sedangkan dividen kas dibagikan berdasarkan *net income*. Hasil uji regresi ini dituliskan dalam persamaan sebagai berikut (persamaan 2):

$$Y = 87,172 - 7,71E-12CFFO - 3,12E-11CFFI - 6,15E-11CFFF + e$$

Persamaan tersebut semua variabel CFFO, CFFI dan CFFF mempunyai tanda koefisien negatif. Untuk CFFO dan CFFI negatif mengindikasikan bahwa hasil penelitian ini tidak sejalan dengan konsep teori yang mendasari sehingga diperlukan pembuktian lebih lanjut. Sedangkan CFFF negatif diartikan bahwa dengan adanya sejumlah pinjaman maka perusahaan berkewajiban memenuhi tujuan investor untuk makmur sehingga tanda negatif ini sudah sesuai dengan teori yang mendasari. Kemampuan prediksi dengan menggunakan variabel ini ditunjukkan dengan *adjusted R-square* 0,174. Artinya variabel bebas yang digunakan untuk memprediksi variabel terikat memberikan kontribusi yang kecil hanya 17,4% sisanya 82,6% dipengaruhi oleh variabel yang lain. Secara simultan variabel bebas dapat digunakan untuk memprediksi dividen kas dengan F hit 3,113 dan sig 0,043.

Kesimpulan dan Saran

1. Kesimpulan

- Perusahaan dalam memberikan *Cash Dividend* perlu melihat berbagai faktor fundamental yang nampaknya tidak semua faktor tersebut dijadikan bahan pertimbangan perusahaan untuk menetapkan dividen tunai.
- Dalam lima periode pengamatan dari tahun 2003 sampai dengan tahun 2007 keseluruhan perusahaan yang menjadi sampel penelitian membagikan *Cash Dividend* yang berfluktuasi hampir setiap tahun. Fluktuasi disebabkan dari jumlah *net income* yang berbeda dan jumlah lembar saham yang beredar juga mengalami perubahan.
- Dari penerapan model *pooled data* pada persamaan satu diperoleh hasil akhir model dengan Adjusted R^2 dari persamaan regresi ini adalah sebesar 0,627 yang menunjukkan bahwa sekitar 62,7% perubahan *cash dividend* dapat dijelaskan oleh variabel ROI, CaR, CR, DTA, EPS dan CF. Sedangkan sisanya sebesar 37,3% diterangkan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model *pooled data* dalam penelitian ini.
- Sedangkan penerapan model *pooled data* pada persamaan dua diperoleh Adjusted R^2 sebesar 0,174. Secara simultan variabel CFFO, CFFI dan CFFF yang gunakan untuk memprediksi *cash dividend* adalah signifikan dengan nilai 0,043, dengan F hitung 3.113.
- Variabel ROI, CaR, CR, CF, CFFO, CFFI tidak berpengaruh secara parsial terhadap pembagian *cash dividend*. Variabel tersebut tidak berpengaruh dapat disebabkan pihak manajemen perusahaan dalam menetapkan pembagian *cash dividend* tidak berdasarkan faktor-faktor fundamental terhadap variabel tersebut. Akan lebih cenderung pembagian dividen bagi perusahaan melihat fundamental riil terhadap laba bersih yang diperoleh setiap periode.
- Variabel DTA, EPS dan CFFF berpengaruh signifikan terhadap dividen kas. Kajian empiris ini mencerminkan implikasi terhadap teori dalam manajemen keuangan bahwa DTA tinggi maka kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba juga meningkat dikarenakan perusahaan mempunyai sumber-sumber modal yang dapat diinvestasikan dalam kegiatan perusahaan, sehingga dengan pengelolaan modal yang optimal setiap periode perusahaan akan membukukan laba bersih sehingga manajemen perusahaan dapat mengalokasikan laba tersebut untuk kemakmuran pemegang saham berdasarkan perhitungan EPS. Pembagian dividen yang pada akhirnya akan mempengaruhi laporan arus kas pada CFFF, sehingga CFFF mempunyai nilai positif.

2. Saran

- Perusahaan dalam mencari sumber dana eksternal harus mengelola aktivitasnya dengan optimal karena akan berdampak pada kepercayaan investor terhadap perusahaan go publik tersebut. Dividen yang dihangikan berdasarkan hasil keputusan RUPS bagi analis keuangan (pihak *stakeholder*) merupakan faktor untuk menghitung nilai intrinsik saham. Oleh karena itu, perlunya informasi transparan dari perusahaan go publik.
- Bagi calon investor sebelum membeli suatu saham perusahaan *go public* tidak hanya menggunakan data periode lima tahun akan lebih baik menggunakan *time series* yang lebih panjang. Begitu juga terhadap teknik analisis yang digunakan

tidak terbatas pada fundamental saja tetapi perlu dilakukan analisis teknikal. Jika hanya melakukan pada teknik fundamental calon investor harus memahami bahwa fundamental tersebut mempunyai sifat fundamental internal dan fundamental eksternal.

- c. Penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu sampel yang digunakan dibatasi hanya pada perusahaan LQ-45 saja yang terdapat di BEI. Sehingga hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisasi pada perusahaan lainnya di luar indeks tersebut. Untuk itu peneliti selanjutnya harus mengambil sampel penelitian yang cakupannya lebih banyak lagi yaitu dengan cara menambah cakupan tahun penelitian yang lebih luas dan menambah objek penelitian yang tidak hanya pada indeks LQ-45 saja. Bisa juga dengan membandingkan pada indeks KOMPAS 100, Indeks-27, JII. Sehingga dapat terkumpul data yang lebih luas untuk dijadikan sampel penelitian.

Daftar Pustaka

- Amelia, S. 2007. *Analisis Pengaruh Pengumuman Pembagian Dividen Tunai terhadap Return Saham Perusahaan di Bursa Efek Jakarta*, Tesis dipublikasikan, diakses dari <http://elibrary.mh.ipb.ac.id/gdl.php?mod=brws&op=read&id=mbhiph-1231242142142-septiameli-711> pada tanggal 29 April 2009.
- Ang, R.1997. *Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia*, Jakarta: penerbit Medisoft Indonesia
- Charitou, A., and Vafeas, N.1998. "The Association Between Operating Cash Flows and Dividend Changes : An Empirical Investigation", *Journal of Business Finance Accounting*, 25(1) & (2): 225-249.
- Femmyl, I. 2007. *Pengaruh Harga Saham Terhadap Perubahan Dividen Tunai di Bursa Efek Jakarta*, Skripsi dipublikasikan, Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta, 17-28
- Juniarti dan Limanjaya, R. 2005. " Mana yang Lebih Memiliki Value Relevant: Net Income atau Cash Flows (Studi Terhadap Siklus Hidup Organisasi)", *Jurnal Akuntansi & Keuangan*, 7 (1): 22-42.
- Kartika, A.dan Sunarto, 2003, "Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Dividen Kas di Bursa Efek Jakarta," *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, 1-14.
- Partridge. 1989. "Dividend Policy: Case Study Australian Capital Market", *Journal of Finance*, 155-176.
- Potman, AT. 2008. *Menilai Harga Saham Wajar (Stock Valuation)*. Jakarta: PT. Gramedia.
- Retno, P. 2008. *Pengaruh Pengumuman Dividen Tunai Ditinjau dari Kenaikan dan Pemusatan Dividen Terhadap Variabilitas Tingkat Keuntungan dan Likuiditas Saham di Bursa Efek Jakarta*, Skripsi dipublikasikan, diakses dari <http://etd.eprints.ums.ac.id/85> pada tanggal 29 April 2009.
- Siaputra, L., dan Atmadja, A.S. 2006. "Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Perubahan Harga Saham Sebelum dan Sesudah Ex-Dividend Date di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Ekonomi Akuntansi dan Keuangan*, 8 (1): 71-77.
- Suharli, M. 2007. "Pengaruh Profitabilitas dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat", *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, 9 (1): 9-17.

- Suparmono. 2000. "Dividend Announcement Effects on Stock Returns: A Test of the Signaling Hypothesis in the Indonesian Stock Market", *Gajah Mada International Journal of Business*, 2 (3): 351-368.
- Sudarsi, S., (2002), "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Dividen Payout Ratio pada Industri Perbankan yang Listed di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, diakses dari http://id-jurnal.blogspot.com/2008/04/analisis-faktor-faktor-yang_974.html pada tanggal 29 April 2009.
- Taswan. 2003. "Analisis Pengaruh *Insider Ownership*, Kebijakan Utang dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Serta Faktor-faktor yang Mempengaruhinya", *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, diakses dari <http://id-jurnal.blogspot.com/2008/04/analisis-pengaruh-insider-ownership.html> pada tanggal 29 April 2009.
- Yuliani. 2006. " Pengaruh *Cash Flow* terhadap *Market Value Equity* Perusahaan Go Publik di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Kajian Ekonomi dan Bisnis*, 8 (2): 144-158.

