

ANALISIS PENGARUH INVESTMENT OPPORTUNITY SET, KEBIJAKAN HUTANG, PROFITABILITAS DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DAN NILAI PERUSAHAAN (Studi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Dalam Indeks Papan Utama BEI Tahun 2009 – 2016)

Yuliantanti Nugrahandini¹, Irene Rini Demi² P, Soegiono³

¹Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi & Bisnis Universitas Diponegoro

²Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi & Bisnis Universitas Diponegoro

³Magister Manajemen, Fakultas Ekonomi & Bisnis Universitas Diponegoro

ABSTRACT

To obtain maximum returns, prospective investors must have knowledge of the fundamental aspects to be able to place their investments appropriately in the issuer's companies in the capital market. This study aims to examine whether the investment opportunity set, debt policy, profitability and managerial ownership influence the firm value by using dividend policy as an intervening variable. The sample used in this study consisted of 20 companies listed on the Main Board of IDX in the period from 2009-2016. The analysis technique used is Partial Least Square Structural Equation Modeling (PLS-SEM). The results of the study show that IOS has a negative effect on DPR and ROA has a positive effect on the DPR. While other variables did not significantly influence the DPR. The influence of IOS, ROA, and managerial ownership significantly positive on Tobin's Q while DAR, Size and DPR had a significantly negative effect on Tobin's Q. Based on the VAF test, the DPR mediated IOS by 17.17% and mediated ROA by -4.46% or less than 20 % so that it can be concluded that there is almost no mediating role of the DPR on the relationship of IOS and ROA to the firm value.

Keywords : Debt to Total Asset (DAR), Dividend Payout Ratio (DPR), Fim Value, Investment Opportunity Set (IOS), Manajerial Ownership, Return on Asset (ROA).

I. PENDAHULUAN

Rendahnya tingkat pertumbuhan investor domestik yang hanya sebesar 30% dari total investor pada pasar modal di Indonesia memicu Pemerintah untuk meluncurkan program “Yuk Nabung Saham” pada November 2015. Selain bertujuan menjadi tuan di negara sendiri, dengan program ini masyarakat didorong untuk meningkatkan kemampuan kesejahteraan dengan beralih dari budaya menabung menjadi budaya berinvestasi. Untuk memperoleh imbal hasil yang maksimal, baik berupa dividen maupun *capital gain*, calon investor - terutama yang bertujuan untuk melakukan investasi

jangka panjang - harus memiliki pengetahuan mengenai aspek fundamental untuk dapat menempatkan investasinya secara tepat pada perusahaan emiten di pasar modal.

DeAngelo dan Skinner (2004) dalam penelitiannya menemukan bahwa perusahaan yang membayar dividen secara kontinu adalah perusahaan-perusahaan yang sudah maju dengan pendapatan besar. Sedangkan perusahaan berkembang dan perusahaan-perusahaan pada sektor industri teknologi cenderung untuk tidak membayar dividen disebabkan pendistribusian kas bebas perusahaan untuk investasi. Denis dan Osobov (2008)

¹ Corresponding author, E-mail : andini.journey@gmail.com

mengungkapkan perusahaan seiring waktu secara optimal membayar dividen sebagai respons terhadap perubahan dari kesempatan investasi mereka. Menurut mereka, perusahaan, di awal berdirinya membayar dividen lebih sedikit atau lebih jarang dikarenakan peluang investasi mereka melebihi modal internal mereka. Di tahun-tahun berikutnya, dana internal melebihi peluang investasi sehingga perusahaan membayar dividen guna mengoptimalkan kelebihan dana yang ada dan untuk mengurangi kemungkinan arus kas bebas akan sia-sia.

Dalam dunia serba sempurna Miller and Modigliani (1961), dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah kesempatan investasinya, sedangkan dividen hanya merupakan nilai residu. Pada kenyataannya, beberapa studi empiris menemukan bahwa peningkatan dividen merupakan berita baik bagi investor. Sebaliknya penurunan dividen mengundang reaksi negatif dari para investor (Stacescu, 2006a).

Fama & French (1998) dalam penelitiannya menemukan bahwa dividen memiliki hubungan positif dengan nilai perusahaan dan kesempatan investasi. Sedangkan kesempatan investasi cenderung menggambarkan informasi yang bersifat positif akan nilai perusahaan di masa depan lebih dari variabel lainnya. Fama juga menemukan hubungan negatif antara hutang dengan nilai perusahaan. Dikatakan bahwa leverage yang tinggi serta kenaikan tingkat *leverage* dan hutang merupakan informasi yang buruk mengenai nilai perusahaan.

Keputusan investasi yang berawal dari peluang investasi bertujuan untuk mendapatkan keuntungan yang sepadan dengan risikonya. Perusahaan yang memiliki peluang investasi yang tinggi berpotensi lebih tinggi pula untuk tumbuh dan berkembang. Peluang ini tentunya diharapkan memiliki kontribusi dalam

meningkatkan nilai perusahaan. Disisi lain meningkatnya profitabilitas perusahaan memungkinkan perusahaan untuk membayar dividen kepada pemegang saham dan juga dapat menjadi faktor untuk mendorong meningkatnya nilai perusahaan (Denis & Osobov, 2008). Sementara itu kebijakan hutang berpengaruh pada kelangsungan operasional perusahaan. Sedangkan kebijakan dividen berhubungan dengan kepentingan pemilik dan manajer serta dapat menjadi signal bagi investor terhadap prospek perusahaan dimasa depan.

Sebagai sinyal yang baik bagi investor, nilai perusahaan dan pembayaran dividen diharapkan selalu meningkat setiap tahunnya. Fenomena pembayaran dividen dan nilai perusahaan pada perusahaan yang selalu membayar dividen dalam kurun waktu 8 (delapan) tahun berturut-turut yang tercatat pada BEI sejak tahun 2009 sampai dengan 2016 menunjukkan adanya fluktuasi pergerakan kedua variabel tersebut dari tahun ke tahun. Dengan adanya fenomena gap antara data real nilai dividend payout ratio dan nilai perusahaan dengan kondisi idealnya, maka penting penting bagi investor untuk mengetahui faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi nilai dari kedua variabel tersebut untuk membuat suatu keputusan investasi.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi variabel nilai perusahaan serta peran kebijakan dividen dalam memediasi variabel-variabel *Investment Opportunity Set*, *Debt to Asset Ratio*, *Return on Asset*, kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan disebabkan masih adanya *research gap* sehingga memerlukan penelitian lebih lanjut untuk menambah bukti empiris dan memperkaya literatur bagi peneliti maupun investor.

II. TELAAH PUSTAKA

Teori Agency

Agency Theory dikemukakan oleh M. C. Jensen & Meckling (1976). Teori keagenan berkaitan dengan masalah yang bisa muncul dalam hubungan antara pemegang saham (*principal*) dan manajer perusahaan (*agen*) dikarenakan perbedaan kepentingan. Konflik antara manajer dan pemegang saham ini menimbulkan biaya agensi sebagai konsekuensi dari mekanisme pengawasan yang dilakukan pemegang saham terhadap manajer. Menurut Bathala & Rao (1995), konflik ini dapat dikurangi salah satunya adalah dengan mensejajarkan kepentingan pemegang saham dan manajer dengan melakukan bonding. Mekanisme bonding melibatkan manajer sebagai *insider ownership*. Dengan demikian manajer juga merasakan konsekuensi dari pengambilan keputusannya.

Dengan mekanisme bonding, pembagian dividen dapat menjadi alat monitor bagi pemegang saham. Dividen dianggap dapat memberikan kepastian pendapatan bagi pemegang saham dan mengurangi biaya agensi bersamaan dengan penurunan biaya monitoring dikarenakan pemilik saham meyakini kebijakan yang dibuat manajer tidak akan merugikan manajer sendiri sebagai *insider owner*.

Teori Signalling

Teori signalling berguna dalam menggambarkan perilaku ketika dua pihak memiliki akses terhadap informasi yang berbeda, dalam hal ini pemberi sinyal harus mendapatkan keuntungan dari tindakan penerima sinyal ketika informasi diberikan (Connelly et al, 2011). Sesuai dengan teori signalling, perusahaan akan berusaha memberikan sinyal yang baik kepada pasar. Beberapa pakar ekonomi mengemukakan bahwa perusahaan yang mampu membayar bunga hutang dan membayar dividen dalam jangka panjang hanyalah

tipe perusahaan yang memiliki kualitas tinggi (Connelly et al, 2011). Selain itu perusahaan yang dapat mengelola sumber daya dan asetnya secara efisien sehingga dapat memaksimalkan laba yang diperoleh memberikan sinyal positif bagi *stakeholder* sehingga mendapatkan kepercayaan yang lebih baik dari investor dan dapat meningkatkan nilai sahamnya.

Teori Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah seperangkat pedoman perusahaan yang digunakan untuk memutuskan berapa banyak bagian dari laba perusahaan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Beberapa teori yang dihasilkan dari penelitian terdahulu menjadi acuan dalam penentuan kebijakan ini. Menurut *Residual Dividen Theory*, perusahaan menetapkan dividen setelah semua investasi yang menguntungkan habis di biayai. Untuk itu semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan, semakin besar pula arus kas bebas perusahaan yang dapat digunakan untuk membayar dividen bagi pemegang saham (Jensen et al, 1992). *Bird in the hand* adalah teori kebijakan dividen yang dikembangkan oleh Myron Gordon tahun 1963 dan John Lintner tahun 1962 sebagai respon terhadap teori Modigliani dan Miller. Gordon dan Lintner berargumen bahwa pembayaran dividen yang rendah akan menyebabkan kenaikan biaya modal. Mereka menyarankan investor lebih baik memilih *dividen yield* saat ini dari pada *capital gain* dimasa depan dikarenakan lebih pasti dan faktor risiko yang lebih kecil. Teori ini mengasumsikan harga saham perusahaan akan semakin naik apabila dividen yang dibagikan tinggi yang juga berdampak pada peningkatan nilai perusahaan.

Teori Kebijakan Hutang

Perusahaan memerlukan sumber dana yang salah satunya dapat berasal dari hutang. Alasan perusahaan menggunakan hutang sebagai sumber dana antara lain

dikarenakan adanya manfaat pajak atas pembayaran bunga pinjaman. Teori *Trade off* muncul dari Modigliani dan Miller (1963) dan terus berkembang melalui penelitian-penelitian selanjutnya oleh Myers (2001) yang dikenal juga sebagai *balancing theory*. Dalam teori ini disebutkan bahwa hutang yang belum mencapai titik optimal, semakin tinggi akan semakin meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya pada saat sudah mencapai titik optimal maka akan menurunkan nilai perusahaan. Penelitian ini memperhatikan bahwa semakin bertambah nilai hutang maka akan semakin tinggi pula biaya kebangkrutan dan biaya agensi. Dalam teori *balancing*, struktur modal yang baik ditemui dengan mengoptimalkan manfaat hutang melalui penghematan pajak dengan timbulnya biaya agensi dan biaya kebangkrutan.

Perumusan Hipotesis

Pengaruh *Investment Opportunity Set* dengan *Dividend Payout Ratio*

Abbott (2001) menyebutkan *Investment Opportunity set* memiliki efek yang jelas pada kebijakan pembayaran dividen perusahaan. Peningkatan IOS dalam perusahaan menghasilkan kenaikan rasio pembayaran dividen dan juga peningkatan *dividen yield* mereka. Hal ini dikarenakan perusahaan dengan peluang investasi yang tinggi berpotensi menciptakan keuntungan yang tinggi pula sehingga perusahaan tidak segan meningkatkan rasio pembayaran dividen mereka. Penelitian Ardestani et al, (2013) mengungkap perusahaan-perusahaan dengan peluang ekspansi yang menguntungkan memiliki harga saham yang lebih tinggi karenanya dapat membayar dividen yang lebih pula kepada pemegang sahamnya. Untuk itu hipotesis yang dapat dirumuskan dari pernyataan tersebut adalah :

H₁: Investment Opportunity Set mempengaruhi Dividend Payout Ratio secara positif.

Pengaruh Kebijakan Hutang dengan *Dividend Payout Ratio*

Myers & Majluf (1984) mengungkapkan bahwa perusahaan yang lebih profitabel akan cenderung menurunkan permintaan utang. Hal ini dikarenakan perusahaan mempunyai dana internal yang tersedia untuk membiayai investasi. Perusahaan yang membayar dividen tinggi kurang tertarik pada pembiayaan utang. Hal ini menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki biaya tetap yang berasal dari utang yang tinggi cenderung untuk tidak berkomitmen untuk membayar dividen (G. R. Jensen et al., 1992). Hutang menurunkan tingkat konflik antara agen dengan prinsipalnya sehingga prinsipal tidak banyak menuntut pembayaran dividen yang tinggi (Ismiyanti & Hanafi, 2003). Dari pernyataan tersebut dapat diambil hipotesis :

H₂: Kebijakan hutang mempengaruhi Dividend Payout Ratio secara negatif.

Pengaruh Profitabilitas dengan *Dividend Payout Ratio*

Penelitian Statescu (2006) terhadap perusahaan di Switzerland menyebutkan perusahaan yang membayar dividen adalah perusahaan dengan rata-rata profitabilitas yang tinggi. Perusahaan yang profit cenderung membayar sebagian besar pendapatannya sebagai dividen (Chang & Rhee, 1990). Pernyataan tersebut sejalan dengan teori dividen residual dimana perusahaan menempatkan keputusan pembayaran dividen setelah semua biaya untuk investasi dialokasikan. Dengan profitabilitas yang tinggi maka besar kemungkinan emiten meningkatkan pembayaran dividen bagi pemilik saham perusahaannya. Hipotesis yang dapat diambil atas pengaruh tersebut adalah :

H3: Profitabilitas mempengaruhi Dividend Payout Ratio secara positif.

Pengaruh Manajerial Ownership dengan Dividend Payout Ratio

Teori keagenan berkaitan dengan masalah yang bisa muncul dalam pengaruh antara pemegang saham (*principal*) dan manajer perusahaan (agen) dikarenakan perbedaan kepentingan. Pemegang saham menginginkan keuntungan melalui pembagian dividen sedangkan manajer memilih menahan keuntungan untuk keperluan investasi. Menurut Bathala & Rao (1995), konflik ini dapat dikurangi salah satunya adalah dengan mensejajarkan kepentingan pemegang saham dan manajer dengan melakukan bonding. Mekanisme bonding melibatkan manajer sebagai *insider ownership*. Dengan demikian manajer juga merasakan konsekuensi dari pengambilan keputusannya. Penelitian yang dilakukan Siboni & Pourali, (2015) mendukung adanya pengaruh positif dalam kepemilikan manajerial dengan pembayaran dividen. Untuk itu dapat ditarik hipotesis :

H4: Manajerial Ownership berpengaruh positif terhadap Dividend Payout Ratio.

Pengaruh Firm Size dengan Dividend Payout Ratio

Ukuran perusahaan sebagai salah satu proxy biaya keagenan dimana ukuran perusahaan yang lebih besar diharapkan memberikan tingkat keuntungan yang lebih tinggi pula mempengaruhi tingkat pembayaran dividen (Smith & Watts, 1992). Weston and Copeland berpendapat ukuran perusahaan akan menentukan pencapaian profitabilitas dan biaya transaksi yang lebih kecil jika dibandingkan dengan perusahaan kecil dan baru (Rizqia et al, 2013), karenanya perusahaan besar diharapkan lebih dapat memberikan dividen yang lebih tinggi. Dengan demikian dapat ditarik hipotesis :

H5: Ukuran Perusahaan mempengaruhi Dividend Payout Ratio secara positif.

Pengaruh Investment Opportunity Set dengan Nilai Perusahaan

Peluang Investasi berdampak sangat besar pada perspektif stakeholder dan shareholder perusahaan tentang nilai perusahaan. Perusahaan yang tidak mampu mengelola peluang investasinya dapat menderita *expenditure* yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai peluang yang hilang (Kallapur & Trombley, 2001). Perusahaan-perusahaan dengan peluang ekspansi yang menguntungkan memiliki harga saham yang lebih tinggi meskipun mereka saat ini mungkin memiliki pendapatan rendah. Karenanya proxy dari set peluang investasi sejalan dengan peningkatan nilai perusahaan. Dengan demikian dapat ditarik hipotesis :

H6: Investment Opportunity Set mempengaruhi Nilai Perusahaan secara positif.

Pengaruh Kebijakan Hutang dengan Nilai Perusahaan

Meningkatnya nilai hutang berarti meningkat pula biaya tetap perusahaan sekaligus biaya agensi dan biaya kebangkrutan. Teori Balancing menyebutkan struktur modal optimal ditemui dengan menyeimbangkan manfaat hutang. Akan tetapi pada tingkat tertentu justru akan menurunkan nilai perusahaan. Karenanya semakin tinggi hutang semakin menurun nilai perusahaannya (Sujoko & Soebiantoro, 2007). Dari pernyataan tersebut ditarik hipotesis sebagai berikut :

H7: Kebijakan hutang mempengaruhi nilai perusahaan secara negatif.

Pengaruh Profitabilitas dengan Nilai Perusahaan

Profitabilitas sebagai salah satu ukuran kinerja perusahaan merupakan hal yang disorot oleh para investor. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang

stabil dan cenderung meningkat tentunya akan meningkatkan pula kepercayaan investor akan kelangsungan perusahaan tersebut dimasa yang akan datang. Dengan demikian meningkatkan pula nilai perusahaan (Santika dan Kusuma, 2002). Dalam teori signalling profitabilitas perusahaan merupakan sinyal bahwa keputusan investasi yang diambil oleh manajer telah sesuai dan mensinyalkan pertumbuhan perusahaan yang positif dimasa depan (Achmad & Amanah, 2014). Karenanya dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₈: Profitabilitas mempengaruhi Nilai Perusahaan secara positif.

Pengaruh Manajerial Ownership dengan Nilai Perusahaan

Kepemilikan manajerial menciptakan keselarasan antara manajer dan kepentingan pemegang saham. Manajer akan berusaha meningkatkan nilai perusahaan yang mencerminkan harga saham perusahaan. Karenanya, kepemilikan manajerial dapat meningkatkan nilai perusahaan (M. C. Jensen & Meckling, 1976). Hal tersebut didukung pula dalam penelitian Rizqia et al (2013) dan Siboni & Pourali, (2015) yang menemukan pengaruh positif kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Dari pernyataan tersebut diambil hipotesis sebagai berikut :

H₉: Manajerial Ownership mempengaruhi Nilai Perusahaan secara positif.

Pengaruh Firm Size dengan Nilai Perusahaan

Dalam *Pecking order* jika sebuah perusahaan membiayai sendiri secara internal, maka perusahaan itu dianggap kuat. Karenanya semakin besar ukuran perusahaan dianggap semakin kuat nilai perusahaannya. Secara teori, hal ini juga disebabkan kemudahan bagi perusahaan berukuran besar mendapatkan kepercayaan dari kreditur untuk

mendapatkan dana eksternal (Rizqia et al., 2013).

H₁₀ : Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.

Pengaruh Dividend Payout Ratio dengan Nilai Perusahaan

Fama & French (1998) menyebutkan dividen menyampaikan informasi mengenai profitabilitas. Semakin tinggi pembayaran dividen mencerminkan semakin tingginya profitabilitas yang berdampak kepada semakin tinggi pula nilai perusahaan. Teori signalling memberikan gambaran mengenai informasi apa yang seharusnya diberikan perusahaan sebagai sinyal kepada *stakeholder* perusahaan. Pembayaran dividen dapat dianggap sinyal positif bagi pemegang saham dan investor dikarenakan perusahaan dinilai optimis bahwa arus kas mendatang akan lebih baik (Achmad & Amanah, 2014). Karenanya dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₁₁: Kebijakan Dividen mempengaruhi nilai perusahaan secara positif.

Pengaruh Investment Opportunity Set dengan Nilai Perusahaan yang dimediasi oleh Kebijakan Dividen

Sejalan dengan teori signalling, peluang Investasi merupakan komponen yang merepresentasikan nilai perusahaan melalui pilihan investasi yang diambil oleh perusahaan (Smith & Watts, 1992). Keputusan investasi dianggap sebagai sinyal positif atas perkembangan perusahaan dimasa depan. Disisi lain, untuk suatu alasan tertentu, perusahaan cenderung untuk tetap membayar dividen. Manajer meningkatkan nilai dividen hanya jika mereka yakin bahwa prospek pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang lebih baik (Black, 1976). Untuk itu dapat diambil hipotesis sebagai berikut: *H₁₂: Kebijakan Dividen memediasi pengaruh Investment Opportunity Set terhadap nilai perusahaan.*

Pengaruh Kebijakan Hutang dengan Nilai Perusahaan yang dimediasi oleh Kebijakan Dividen

Perusahaan yang memiliki biaya tetap yang berasal dari utang yang tinggi cenderung untuk tidak berkomitmen untuk membayar dividen (G. R. Jensen et al., 1992). Utang yang tinggi menimbulkan risiko yang tinggi bagi perusahaan. Akan tetapi teori *High Risk High Return* masih menjadi acuan investor dalam menilai peluang investasi perusahaan. Pembayaran Dividen diharapkan menjadi counter bagi risiko yang diambil oleh investor dan pemegang saham dalam menanamkan modal pada perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi. Karenanya ditarik hipotesis sebagai berikut :

H₁₃ : Kebijakan Dividen memediasi pengaruh Kebijakan Hutang terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Profitabilitas dengan Nilai Perusahaan yang dimediasi oleh Kebijakan Dividen

Black (1976) dalam makalahnya menyebutkan ketersediaan arus kas perusahaan merupakan hal penting yang mendorong perusahaan untuk meningkatkan pembayaran dividen. Meningkatnya profitabilitas perusahaan menyediakan arus kas bagi perusahaan. Selain itu penyesuaian dividen dilakukan untuk memberikan sinyal akan peluang dimasa depan. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi dianggap sebagai perusahaan yang sehat meningkatkan nilai perusahaannya. Untuk itu dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

H₁₄: Kebijakan Dividen memediasi pengaruh Profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Manajerial Ownership dengan Nilai Perusahaan yang dimediasi oleh Kebijakan Dividen

M. C. Jensen & Meckling (1976) menjelaskan teori agensi sebagai kontrak antara prinsipal dan agen untuk

memberikan pelayanan atas kepentingan masing-masing dengan melibatkan proses pengambilan keputusan yang menjadi otoritas agen. Perbedaan kepentingan ini dapat dikurangi dengan memberikan insentif kepada agen dan dengan melibatkan agen sebagai pemilik saham sehingga agen bisa mendapatkan keuntungan berupa dividen. Dengan demikian diharapkan agen tidak akan mengambil tindakan yang membahayakan kepentingan prinsipal dikarenakan adanya keselarasan kepentingan antara agen dan prinsipal. Hipotesis yang dapat dikemukakan adalah sebagai berikut :

H₁₅: Kebijakan Dividen memediasi pengaruh Manajerial Ownership terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh Firm Size dengan Nilai Perusahaan yang dimediasi oleh Kebijakan Dividen

Ukuran perusahaan dapat diproksikan melalui total asetnya. Pengelolaan total asset yang baik oleh perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. (Abidin & Ziyad, 2014). Dalam *Pecking Order Theory* jika sebuah perusahaan membiayai sendiri secara internal, maka perusahaan itu dianggap kuat dan lebih besar kemungkinannya untuk profit. Karenanya semakin besar pula kemungkinan untuk membagikan dividen. Untuk itu dapat dikemukakan hipotesis sebagai berikut :

H₁₆: Kebijakan Dividen memediasi pengaruh Firm Size terhadap nilai perusahaan.

III. METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Papan Utama Bursa Efek Indonesia sejak tahun 2009 sampai dengan 2016 sebanyak 191 Perusahaan. Sampel dalam penelitian ini didapatkan berdasarkan *purposive sampling* yaitu pemilihan data berdasarkan atas kriteria tertentu dengan

tujuan tertentu. Sampel yang diperoleh setelah menghilangkan data *outlier* adalah sebanyak 20 perusahaan (160 *firm years*).

Variabel Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan dan faktor-faktor yang mempengaruhinya. Variabel independen adalah faktor-faktor

yang diduga mempengaruhi kebijakan dividen dan nilai perusahaan yaitu *Investment Opportunity Set*, kebijakan hutang, Profitabilitas, Kepemilikan Manajerial dan Ukuran perusahaan. Untuk mengetahui pengaruh langsung dan tidak langsung dari variabel dependen dan variabel independen, *Dividend Payout Ratio* digunakan sebagai variabel intervening.

Tabel 1
Definisi operasional dan pengukuran variabel

Jenis Variabel	Variabel	Definisi	Proksi	Pengukuran
Independen	IOS	<i>Investment Opportunity Set</i> merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi dari <i>assets in place</i> dan pilihan investasi di masa yang akan datang dalam proyek yang menguntungkan (Kallapur & Trombley, 2001)	CAPX / A	<i>Book value of fixed assets t - book value of fixed assets t-1</i> : <i>Total assets</i>
Independen	Kebijakan Hutang	Kebijakan hutang merupakan keputusan yang diambil oleh manajer perusahaan dengan menggunakan sumber dana perusahaan yang memiliki biaya tetap dan dimaksudkan untuk meningkatkan keuntungan potensial perusahaan melalui peluang investasi dan memperbesar tingkat penghasilan pemilik atau pemegang saham (Rizqia et al., 2013).	Total Debt to Total Asset Ratio (DAR)	<i>Total Debt/Total Asset</i>
	Profitabilitas	Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba (Rizqia et al., 2013).	Return on Asset (ROA)	<i>Net Income/Total Asset x 100%</i>
	Kepemilikan Manajemen	Kepemilikan manajerial mengacu kepada proporsi dari ekuitas yang dimiliki oleh	Mown	<i>Number of shares owned by commissioners and directors/ Total</i>



Jenis Variabel	Variabel	Definisi	Proksi	Pengukuran
		manajer (Rizqia et al., 2013)		<i>common shares outstanding x 100%</i>
	Ukuran Perusahaan	Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dicerminkan melalui total aktiva perusahaan (Ferri & Jones, 1979).	Size	<i>Ln(Total Asset)</i>
Intervening	Kebijakan Dividen	Kebijakan pembayaran dividen yang dapat dihitung dari rasio persentase laba yang diberikan kepada pemegang saham dalam bentuk kas (Van Horne & Wachowicz, Jr, 2014;)	Dividen Payout Ratio (DPR)	<i>Dividen per Share/Earning per share x 100%</i>
Dependen	Nilai Perusahaan	Nilai performa manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan dan peluang investasi yang dimiliki perusahaan yang tercermin melalui harga saham perusahaan (Sudiyatno & Puspitasari, 2010)	Tobin's Q	$Q = \frac{((\text{Harga saham} * \text{Jumlah saham beredar}) + ((\text{Hutang lancar-aset lancar}) + \text{Hutang jangka panjang}))}{\text{Total Aset}}$

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM). PLS merupakan perluasan dari OLS regresi, principal component dan canonical correlation analysis multivariate. Tahapan analisis menggunakan PLS-SEM setidaknya melalui lima proses tahapan dimana setiap tahapan akan berpengaruh terhadap tahapan selanjutnya, yaitu (1) konseptualisasi model. Dalam penelitian ini variabel berbentuk formatif dan terdapat 11 hubungan langsung dan 5 hubungan tidak langsung. (2) Menentukan metoda

algoritma. Pada penelitian ini outer model menggunakan pilihan PLS Regression karena merupakan default outer model algorithm dan inner model menggunakan pilihan linear karena dalam penelitian ini hipotesis yang dibangun dalam model struktural mempunyai hubungan yang linear. (3) Menentukan metoda resampling yang dalam penelitian ini menggunakan metode bootsrapping. (4) Menggambar diagram jalur sesuai dengan hipotesis dalam penelitian ini. (5) Evaluasi model berdasarkan Goodness of Fit dan (6) Hasil Analisis.

Pengujian Mediasi

Tiga syarat yang harus dipenuhi untuk menunjukkan efek mediasi menurut Baron dan Kenny (1986) adalah: (1) Ada

hubungan yang signifikan antara variabel prediktor dan mediator; (2) Ada hubungan yang signifikan antara variabel mediator



dan criterion; (3) Hubungan antara variabel prediktor dan criterion menjadi tidak signifikan ketika variabel mediator dimasukkan ke dalam model (Latan & Ghozali, 2014).

Selanjutnya untuk mengetahui nilai relatif atau besarnya variance dari indirect effect dapat digunakan rumus VAF (Variance Accounted For). Menghitung VAF dengan rumus pengaruh tidak langsung (indirect effect) Perhitungan VAF dapat di tulis sebagai berikut:

$$VAF = \frac{\text{Indirect Effect}}{\text{Total Effect}} \times 100 \%$$

Nilai VAF menentukan efek mediasi dengan kriteria sebagai berikut :

- VAF > 80% berarti terjadi mediasi penuh (full mediation).
- 20% < VAF < 80% berarti terjadi mediasi sebagian (partial mediation)
- VAF < 20% berarti hampir tidak ada efek mediasi dalam model.

IV. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Tabel 2
Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Mean	SD	Min	Max
<i>Investment Opportunity Set</i> (IOS) x	160	0,06	0,10	-0,10	0,50
Debt to Asset Ratio (DAR) x	160	0,54	0,26	0,13	0,92
Return On Asset (ROA) %	160	10,21	8,43	1,09	38,30
Managerial Ownership (MOWN) %	160	0,23	0,53	0,00	3,40
Firm Size (TA) dalam milyar rupiah	160	142.495	229.373	4.329	1.038.706
Deviden Pay out Ratio (DPR) %	160	40,08	16,77	7,53	99,26
Nilai Perusahaan (Tobin'S Q) x	160	1,49	1,30	0,06	6,46

Sumber: Data penelitian diolah

Deskriptif variabel *Investment Opportunity Set* memiliki nilai rata-rata (mean) sebesar 0,06 yang artinya terdapat kenaikan rata-rata 0,06 kali peluang investasi pada pertumbuhan fixed asset berbanding dengan total asset. Variabel *Debt to Asset Ratio* memiliki nilai rata-rata sebesar 0,54 yang artinya perusahaan dalam sampel penelitian ini jumlah total asetnya rata-rata 0,54 kali didanai oleh hutang. Standar deviasi 0,26 kali lebih kecil dari nilai rata-rata yang artinya DAR sampel memiliki sebaran yang hampir sama atau pergerakan nilai DAR kecil.

Variabel profitabilitas yaitu *Return on Asset* memiliki nilai rata-rata sebesar 10,21% dengan standar deviasi 8,43% dari 160 observasi. Artinya perusahaan dalam

sampel penelitian ini memberikan keuntungan sebesar 10,21 % dari nilai assetnya. Variabel *Managerial Ownership* memiliki nilai rata-rata sebesar 0,23% yang artinya manajer-manajer perusahaan dalam sampel penelitian ini memiliki kepemilikan saham diperusahaan yang dipimpinya rata-rata 0,23% dari jumlah seluruh saham yang beredar.

Variabel *Deviden Payout Ratio* memiliki nilai rata-rata sebesar 40,08% dari 160 observasi. Artinya perusahaan dalam sampel penelitian ini memiliki kebijakan deviden dengan memberikan devidend per share sebesar 40,08% dari nilai earning per share. Standar deviasi 16,77% lebih kecil dari nilai mean sehingga data sampel bersifat homogen dan

pergerakan nilai DPR cenderung kecil. Variabel Tobin's Q memiliki nilai rata-rata sebesar 1,49 kali dengan standar deviasi 1,30 kali dari 160 observasi. Artinya perusahaan dalam sampel penelitian ini

memiliki nilai kapital pasar perusahaan ditambah nilai hutang sebesar 1,49 kali lebih besar dari nilai asset dan data bersifat homogen dengan pergerakan nilai yang kecil.

Tabel 3
Pengujian Adjusted R², Stone-Geiser dan Full Collinearity VIF

	IOS	DAR	ROA	MOWN	SIZE	DPR	Tobin's Q
Full Coll. VIF	1.137	3.495	4.763	1.312	1.977	1.238	3.180
R-Squared						0.163	0.686
Adj. R-Squared						0.135	0.673
Q Squared						0.163	0.686

Sumber: Data Penelitian Diolah

Berdasarkan Tabel 3 nilai *full collinearity vif* kurang dari 5. Dengan demikian model dapat dinyatakan bebas dari masalah kolinearitas vertikal dan lateral. Selanjutnya dari nilai *Adjusted R²* variabel Dividen Pay Out Ratio (DPR) sebesar 0,135 menunjukkan bahwa variansi DPR dapat dijelaskan sebesar 13,5% oleh variansi IOS, DAR, ROA, MOWN dan SIZE sedangkan sisanya 86,5% dijelaskan oleh variansi lain diluar model. Kemudian nilai *Adjusted R²* variabel Tobin's Q sebesar 0,673 menunjukkan bahwa variansi Tobin's Q dapat dijelaskan 67,3% oleh variansi IOS, DAR, ROA, MOWN, SIZE

dan DPR sedangkan sisanya 32,7% dijelaskan oleh variansi lain diluar model. Berdasarkan uji *Stone-Geiser* nilai Q square menunjukkan model mempunyai *predictive relevance* atau kemampuan prediksi. Nilai Q square variabel DPR dikategorikan moderat dengan nilai 0,163 (>0,15) dan Tobin's Q dikategorikan kuat dengan nilai 0,686 (>0,35).

Pada tabel 4, semua nilai parameter sesuai dengan *Rule of Thumb*, maka dapat dinyatakan dari hasil ukuran *Goodness of Fit* penelitian ini memiliki model fit yang baik dan didukung oleh data.

Tabel 4
Pengujian Goodness of Fit

Kriteria	Parameter	Rule Of Thumb
Average path coefficient (APC)	0.189/ P<0.001	Acceptable P < 0.05
Average R-squared (ARS)	0.424/ P<0.001	Acceptable P < 0.05
Average adjusted R-squared (AARS)	0.404/ P<0.001	Acceptable P < 0.05
Average block VIF (AVIF)	2.084	acceptable if < 5, ideally < 3.3
Average full collinearity VIF (AFVIF)	2.443	acceptable if < 5, ideally < 3.3
Tenenhaus GoF (GoF)	0.651	small ≥ 0.1, medium ≥ 0.25, large ≥ 0.36
Statistical suppression ratio (SSR)	0,818	acceptable if ≥ 0.7, ideally = 1
R-squared contribution ratio (RSCR)	0,925	acceptable if ≥ 0.9, ideally = 1
Nonlinear bivariate causality direction ratio (NLBCDR)	0,818	acceptable if ≥ 0.7

Tabel 5
Estimasi koefisien jalur

Description Path	Path Coefficient	P value
Investment Opportunity Set → Deviden Pay out Ratio	-0.146	0.016
Debt to Asset Ratio → Deviden Pay out Ratio	-0.169	0.139
Return On Asset → Deviden Pay out Ratio	0.231	0.039
Managerial Ownership → Deviden Pay out Ratio	-0.066	0.156
Firm Size → Deviden Pay out Ratio	0.035	0.374
Investment Opportunity Set → Tobins'Q	0.082	0.019
Debt to Asset Ratio → Tobins'Q	-0.327	<0.001
Return On Asset → Tobins'Q	0.632	<0.001
Managerial Ownership → Tobins'Q	0.166	0.001
Firm Size → Tobins'Q	-0.104	0.066
Deviden Pay out Ratio → Tobins'Q	-0.117	0.002

Sumber: Data Penelitian Diolah

Berdasarkan Tabel 5 dapat dinyatakan beberapa hubungan variabel yang memiliki pengaruh signifikan terhadap DPR yaitu; IOS berpengaruh negatif dan ROA berpengaruh positif. Sementara semua

variable penelitian memiliki hubungan signifikan dengan variable Tobin's Q dimana IOS, ROA, dan kepemilikan manajerial berpengaruh positif sedangkan DAR, Size dan DPR berpengaruh negatif.

Tabel 6
Pengaruh Langsung dan tidak langsung IOS, DAR, ROA, MOWN, SIZE terhadap Tobin's Q melalui DPR

Description Path	Pengaruh Langsung tanpa DPR		Pengaruh tidak Langsung melalui DPR		Tipe Mediasi
	Path Coefficient	P value	Path Coefficient	P value	
IOS --> TOBINS'Q	0.082	0.019	0.017	0.066	Partial Mediation
DAR --> TOBIN'SQ	-0.327	<0.001	0.020	0.146	No Mediation
ROA --> TOBIN'S Q	0.632	<0.001	-0.027	0.073	Partial Mediation
MOWN --> TOBIN'S Q	0.166	0.001	0.008	0.210	No Mediation
SIZE --> TOBIN'S Q	-0.104	0.066	-0.004	0.389	No Mediation

Sumber: Data Penelitian Diolah



Berdasarkan tabel 6, hanya variabel IOS dan ROA yang memiliki pengaruh langsung maupun tidak langsung yang

signifikan sehingga pengujian mediasi dapat diteruskan menggunakan test VAF.

Tabel 7
Perhitungan VAF untuk hubungan mediasi IOS dan ROA

No.	Hubungan	Direct Effect	Indirect Effect	Total Effect	VAF (%)
1.	IOS → DPR → Tobin's Q	0.082*	0.017*	0.099	17,17
2.	ROA → DPR → Tobin's Q	0.632*	-0.027*	0.605	-4,46

Sumber: Data Penelitian Diolah

Berdasarkan perhitungan nilai VAF pada Tabel 7 nilai VAF pada hubungan mediasi ROA terhadap Tobin's Q melalui DPR negatif. Menurut Latan dan Ghozali (2016), hal ini disebabkan karena adanya efek suppressi dimana keberadaan variabel mediasi merubah arah hubungan variabel independen terhadap variabel dependen. Efek ini dapat dilihat pula pada nilai indeks

SSR yang dihasilkan model < 1. Pada hubungan IOS dengan Tobin's Q yang dimediasi oleh DPR, nilai VAF nya hanya 17,17% dimana VAF < 20% maka dinyatakan hampir tidak ada efek mediasi atau dapat dikatakan DPR tidak cukup mampu memediasi hubungan IOS dengan nilai perusahaan.

V. KESIMPULAN, SARAN, DAN KETERBATASAN PENELITIAN

Kesimpulan

Dari hasil analisis data dan hasil pengujian hipotesis, dapat diambil kesimpulan bahwa nilai set peluang investasi dan profitabilitas merupakan faktor yang secara signifikan mempengaruhi kebijakan dividen. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi memiliki kemungkinan yang tinggi pula dalam membayarkan dividen bagi pemegang saham. Sedangkan semakin tinggi peluang investasi maka perusahaan cenderung mengurangi biaya dividen untuk keperluan investasi. Pergerakan nilai DAR yang kecil ditunjukkan oleh nilai standar deviasinya menyebabkan variabel DAR tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR. Rata-rata kepemilikan manajerial yang sangat kecil juga tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

Adapun nilai perusahaan secara signifikan positif dipengaruhi oleh

Investment Opportunity Set, profitabilitas, dan kepemilikan manajerial, serta secara negatif signifikan dipengaruhi oleh kebijakan hutang, ukuran perusahaan dan kebijakan dividen. Sesuai dengan hipotesis, peluang Investasi berdampak sangat besar pada perspektif stakeholder dan shareholder perusahaan tentang nilai perusahaan. Perusahaan yang dapat memanfaatkan peluang investasinya cenderung memiliki harga saham yang semakin meningkat dan meningkatkan nilai perusahaannya. Profitabilitas yang diproksikan dengan ROA merupakan cermin dari kinerja perusahaan sedangkan kepemilikan manajerial menciptakan keselarasan antara manajer dan kepentingan pemegang saham sehingga semakin besar rasio kepemilikan manajerial semakin bertambah kepentingan manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Rata-rata DAR sebesar 0,54 berarti lebih dari 50% aset perusahaan di biayai oleh hutang. Sesuai teori balancing, struktur modal optimal ditemui dengan menyeimbangkan manfaat hutang dan pada tingkat tertentu justru akan mengurangi nilai perusahaan. Kondisi hutang tersebut juga mempengaruhi hubungan ukuran perusahaan dan DPR yang sama-sama memiliki hubungan negatif dengan nilai perusahaan dimana ukuran perusahaan yang meningkat mayoritas dibiayai oleh hutang dan dengan meningkatnya nilai hutang meningkat pula biaya hutang dan risiko finansial distress yang dihadapi perusahaan sehingga biaya dividen semakin mengurangi saldo laba perusahaan dan menurunkan nilai perusahaan. Adapun dari hasil uji mediasi dapat disimpulkan DPR tidak dapat memediasi variabel DAR, kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan, sedangkan untuk variabel IOS dan ROA, DPR tidak cukup mampu memediasi yang ditunjukkan oleh nilai VAF < 20%.

Saran

Rendahnya nilai *Adjusted R²* variansi Dividen Pay Out Ratio oleh faktor IOS, DAR, ROA, MOWN dan SIZE menjadi landasan bagi penelitian selanjutnya untuk memasukkan faktor fundamental lainnya seperti Free Cash Flow, Earning Volatility, dan Risiko. Selain itu dapat dilakukan perluasan penelitian dengan memasukkan variabel makro ekonomi yang mungkin berpengaruh pada kebijakan dividen antara lain tingkat pertumbuhan ekonomi, tingkat suku bunga, tingkat inflasi serta nilai tukar rupiah terhadap valuta asing.

Untuk mengetahui probabilitas variabel-variabel yang cenderung mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen, maka penelitian selanjutnya dapat

menggunakan metode analisis logistic regression dengan sampel perusahaan yang membayar dividen dan tidak membayar dividen sehingga sampel penelitian lebih besar dan hasilnya dapat lebih menjadi acuan umum bagi investor untuk menempatkan investasinya pada perusahaan emiten.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini dilakukan menggunakan purpose sampling dari perusahaan yang tercatat dalam indeks papan utama Bursa Efek Indonesia sehingga tidak mewakili seluruh populasi dari perusahaan emiten. Selain itu sampel dari penelitian ini adalah semua perusahaan pada indeks papan utama BEI yang membayar dividen secara kontinue dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2016 sehingga jumlah sampel kecil.

Penelitian ini dilakukan menggunakan purpose sampling dari perusahaan yang tercatat dalam indeks papan utama Bursa Efek Indonesia sehingga tidak mewakili seluruh populasi dari perusahaan emiten. Selain itu sampel dari penelitian ini adalah semua perusahaan pada indeks papan utama BEI yang membayar dividen secara kontinue dari tahun 2009 sampai dengan tahun 2016 sehingga jumlah sampel kecil.

Terdapat kemungkinan faktor-faktor lain yang mempengaruhi kebijakan dividen antara lain faktor makro ekonomi dan non ekonomi selain dari faktor internal perusahaan. Hal ini dapat dibuktikan dari nilai *Adjusted R²* variabel Dividen Pay Out Ratio (DPR) sebesar 0,135 yang menunjukkan bahwa variansi DPR dapat dijelaskan sebesar 13,5% oleh variansi IOS, DAR, ROA, MOWN dan SIZE sedangkan sisanya 86,5% dijelaskan oleh variansi lain diluar model.

VI. REFERENSI

- Abidin, Z., & Ziyad, M. (2014). Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen dan Size Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Pada Perusahaan Properti Di Bursa Efek Indonesia). *Wawasan Manajemen*, 2(3), 91–102.
- Achmad, S. L., & Amanah, L. (2014). Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 3(9).
- Ardestani, H. S., Zaleha, S., Rasid, A., & Basiruddin, R. (2013). Dividend Payout Policy , Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of, 3(1), 123–136.
- Bathala, C. T., & Rao, R. P. (1995). The determinants of board composition: An agency theory perspective. *Managerial and Decision Economics*, 16(1), 59–69. Retrieved from <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/mde.4090160108/abstract>
- Chang, R. P., & Rhee, S. G. (1990). and. *Financial Management, Vol. 19, No. 2 (Summer, 1990)*, 19(2), 21–31.
- Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, 37(1), 39–67. <http://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Denis, D. J., & Osobov, I. (2008). Why do firms pay dividends ? International evidence on the determinants of dividend policy \$, 88(1), 62–82. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.06.006>
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *The Journal of Finance*, 53(3), 819–843. <http://doi.org/10.2307/117379>
- Hair, J. F., G. T. M. Hult, C. Ringle, dan M. Sarstedt. 2013. *A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)*. Los Angeles: SAGE.
- Jensen, G. R., Solberg, D. P., & Zorn, T. S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership , Debt , and Dividend Policies *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 247–263.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kallapur, S., & Trombley, M. a. (2001). The investment opportunity set: determinants, consequences and measurement. *Managerial Finance*, 27(3), 3–15. <http://doi.org/10.1108/03074350110767060>
- Latan, H., dan I. Ghozali. 2016. *Partial Least Squares Konsep, Metode dan Aplikasi Menggunakan WarpPLS 50*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](http://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Rizqia, D. A., Aisjah, S., Program, P., & Java, E. (2013). Effect of Managerial Ownership , Financial Leverage , Profitability , Firm Size , and Investment Opportunity on Dividend

Policy and Firm Value, 4(11), 120–130.

- Siboni, Z. M., & Pourali, M. R. (2015). The Relationship between Investment Opportunity, Dividend Policy and Firm Value in Companies Listed in TSE: Evidence from IRAN. *European Online Journal of Natural and Social Sciences* 2015, 4(1), 263–273.
- Smith, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263–292. [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(92\)90029-W](http://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90029-W)
- Stacescu, B. (2006b). Dividend policy in Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management*, 20(2), 153–183. <http://doi.org/10.1007/s11408-006-0013-7>
- Sudiyatno, B., & Puspitasari, E. (2010). Tobin's q dan Altman z-score sebagai Indikator Pengukuran Kinerja Perusahaan. *Kajian Akuntansi*, 2(1), 9–21.
- Yuliani, Isnurhadi, & Bakar, S. W. (2013). Keputusan Investasi, Pendanaan, Dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Risiko Bisnis Sebagai Variabel Mediasi, 17(3), 362–375.