

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kepemilikan Individual Dan Kepemilikan Institusional Dengan Perubahan Peraturan Perpajakan Sebagai Variabel Pemoderasi

Sabrina Kartikasari dan Mienati Somya Lasmana

Universitas Airlangga Surabaya

Email: sabrina.kartikasari@yahoo.com, msl_feunair@yahoo.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kebijakan dividen terhadap kepemilikan individual dan institusional dengan perubahan Peraturan Perpajakan sebagai variabel pemoderasi. Pengujian dilakukan dengan teknik *moderated regression analysis (MRA)*, menggunakan sampel 45 perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2007-2010. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap kepemilikan individual. Namun ketika dimoderasi dengan perubahan Peraturan Perpajakan berupa penurunan dan penyederhanaan tarif pajak atas dividen yang diterima orang pribadi dalam negeri sesuai UU No.36/2009, PP No.19/2009 dan PMK No.111/PMK.03/2010, hasilnya berpengaruh positif dan signifikan. Berbeda dengan kepemilikan institusional yang justru dipengaruhi secara negatif dan signifikan oleh kebijakan dividen baik sebelum dan sesudah dimoderasi oleh Perubahan Peraturan Perpajakan.

Kata Kunci: Pajak Penghasilan atas dividen, kebijakan dividen, kepemilikan individual, kepemilikan institusional.

ABSTRACT

This research purports to examine the effect of the dividend policy on individual and institutional ownership with the change on tax regulation as a moderating variable. Examination was done using moderated regression analysis (MRA), using a sample of 45 companies that listed on the BEI for the period of 2007-2010. The result of this study indicates that the dividend policy has a positive but not significant effect on individual ownership. However, if it is moderated by changes in taxation regulation in the form of reduction and simplification of the tax rate on dividend income received by an individual within the country in accordance with Law No.36/2009, Government Regulation No.19/2009 and PMK No.111/PMK.03/2010, the result is positive and significant. By contrast, the institutional ownership is negatively and significantly affected by dividend policy before as well as after it is moderated by changes in taxation regulation.

Keywords: Income Tax article for dividend, dividend policy, individual ownership, institutional ownership.

PENDAHULUAN

Kondisi yang dicapai pasca krisis ekonomi global 2008 sekarang ini tidak lepas dari upaya pemerintah dalam menarik minat investor sehingga menanamkan modalnya kembali di Indonesia. Mengingat faktor penghambat investasi

terbesar adalah sistem perpajakan yang rumit dan sulit (Daya Saing Kritis Tanpa Perbaikan 2006), sehingga upaya utama yang dilakukan oleh pemerintah untuk mengatasinya adalah dengan *tax policy and administration reform*, yakni UU Nomor 36 Tahun 2008 yang merupakan perubahan keempat dari UU Nomor 7 Tahun 1983

tentang Pajak Penghasilan (selanjutnya disebut UU PPh) yang mulai diberlakukan pada tahun 2009. Dalam Pasal 17 ayat (2c) UU PPh memunculkan ketentuan baru berupa tarif pemotongan Pajak Penghasilan maksimal sebesar 10% dan bersifat final atas dividen yang dibagikan kepada Wajib Pajak orang pribadi dalam negeri, yang secara lebih lanjut diatur dalam Peraturan Pemerintah Nomor 19 tahun 2009 dan Peraturan Menteri Keuangan Nomor 111/PMK.03/2010. Sebelum berlakunya UU Nomor 36 Tahun 2008, dividen yang diterima oleh Wajib Pajak orang pribadi ini menjadi objek PPh Pasal 23 dengan tarif 15% tidak final. Sedangkan dividen yang diterima oleh Wajib Pajak badan dalam negeri tidak mengalami perubahan yang signifikan, tetap menjadi objek PPh Pasal 23 dengan tarif 15% tidak final. Kemudian, kepemilikan institusional yang memiliki penyertaan 25% atau lebih ketika mendapat dividen dikecualikan dari pemungutan pajak penghasilan. Penurunan dan penyederhanaan tarif atas pemajakan dividen tersebut diharapkan dapat menarik investor domestik maupun investor asing untuk menanamkan modalnya kembali di Indonesia.

Menerbitkan saham merupakan salah satu pilihan perusahaan ketika memutuskan untuk melakukan pendanaan perusahaan, karena saham menawarkan tingkat keuntungan yang menarik di mata investor. Potensi keuntungan dari saham yang diperoleh ketika berinvestasi di pasar modal adalah pembagian dividen dan *capital gain*. *Capital gain* adalah keuntungan yang diperoleh dari penjualan aktiva tetap atau selisih harga jual dan harga beli surat berharga (Sartono 2001:483). Sedangkan dividen menurut Norr (1982: 71), adalah "*The amount of the corporation's earnings and profit which the directors (or other appropriate organs of corporation) periodically determine shall be dividend prorata among the shareholder.*"

Alokasi penentuan laba ditahan dan pembayaran dividen merupakan aspek utama dalam kebijakan dividen (Horne 2012). Kebijakan tersebut menimbulkan dua kepentingan yang saling berlawanan dan harus dipenuhi, yaitu antara tanggung jawab perusahaan kepada *shareholder* melalui pembayaran dividen dan mempertahankan kelangsungan hidup perusahaan dengan sumber pembiayaan melalui laba ditahan. Menurut teori *Clientele Effect*, kebijakan dividen yang dapat diukur dengan *dividend per share (DPS)* ditujukan untuk memenuhi kebutuhan segmen investor tertentu (Hanafi 2004). Sehingga masing-masing kelompok investor memiliki preferensi berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok investor yang menganggap dividen sebagai pendapatan yang

pasti (*the bird in the hand*) akan menuntut pembayaran dividen. Sedangkan untuk kelompok investor yang muncul akibat perbedaan pajak (*Tax Differentiation Theory*) akan menghindari pembayaran dividen jika tarif pajaknya tinggi dan cenderung memilih pendapatan dari *capital gain* karena pengenaan tarif pajaknya cenderung lebih rendah, yakni sebesar 0,1% dari jumlah bruto nilai transaksi penjualan, kecuali bagi pemegang saham pendiri yang dikenakan tarif tambahan sebesar 5% dari jumlah bruto nilai transaksi penjualan dan dikenakan secara final, yang secara lebih lanjut diatur dalam Peraturan Pemerintah Nomor 41 Tahun 1994 jo. Peraturan Pemerintah Nomor 14 Tahun 1997. Berbeda dengan Miller dan Modigliani (1961) yang meyakini bahwa pembayaran dividen bersifat *irrelevant (Irrelevancy Dividend Theory)*, karena tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan dan harga saham. Dalam merumuskan teori ini, diasumsikan suatu pasar yang sempurna (tanpa pajak dan biaya kebangkrutan), investor bersifat rasional, dan adanya kepastian yang sempurna (*perfect certainty*).

Kepemilikan saham oleh investor umumnya dibagi menjadi dua jenis, yaitu kepemilikan individual dan institusional (CPA Institute 2007). Investor individual merupakan investor yang melakukan transaksi jual beli sekuritas dalam hal ini termasuk saham untuk kepentingan individu sendiri. (Scott 2003: 199). Berikutnya, Scott (2003: 191) mendefinisikan kepemilikan institusional sebagai entitas yang melakukan kegiatan investasi dalam jumlah besar di pasar sekuritas termasuk di dalamnya saham. Kepemilikan institusional dalam hal ini dapat berupa perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dana pensiun, ataupun perusahaan lainnya. Kepemilikan institusional merupakan pemegang saham mayoritas yang dapat mengurangi masalah agensi dalam perusahaan. Hal ini disebabkan karena jumlah kepemilikan investor institusi yang tidak sedikit dan merupakan dana milik beberapa investor individu (masyarakat) sehingga menyebabkan investor institusi akan lebih berhati-hati dan memberikan pengawasan yang lebih ketat terhadap perilaku manajemen yang tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham (*opportunistic*).

Sponholtz (2005) menyatakan bahwa dividen dapat dijadikan alat untuk meminimumkan jumlah *free cash flow* untuk manajemen. Berbeda halnya dengan Jain (2007) menemukan bahwa investor institusi lebih menyukai perusahaan yang membagikan dividen dalam skala kecil karena investor institusi beranggapan bahwa dengan

adanya pembagian dividen, manajer perusahaan dianggap tidak mampu melihat peluang-peluang investasi yang menguntungkan. Brennan (1990) menyatakan bahwa investor individu lebih menyukai perusahaan yang membayar dividen rendah, bahkan tidak sama sekali, sepanjang pengenaan tarif pajak dividen tinggi. Namun keputusan perusahaan untuk membayar dividen yang rendah akan menimbulkan pandangan dari pihak eksternal bahwa profitabilitas perusahaan buruk, sehingga akan berdampak pada menurunnya harga saham dan penurunan nilai dari perusahaan (teori *signaling* hipotesis). Sehingga dapat disimpulkan bahwa preferensi kebijakan dividen dapat dipengaruhi oleh faktor pajak (*tax incentives*) dan non-pajak (*non-tax incentives*).

Tujuan penelitian adalah untuk menguji bagaimana pengaruh kebijakan dividen terhadap kepemilikan individual dan kepemilikan institusional pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode tahun 2007–2010, serta menguji apakah perubahan peraturan perpajakan memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap kepemilikan individual dan kepemilikan institusional pada perusahaan yang terdaftar di BEI periode tahun 2007–2010.

Hipotesis

Nurwulandari (2003) menyatakan bahwa investor individu cenderung berusaha untuk mendapatkan haknya berupa dividen yang dibagikan oleh perusahaan daripada menginvestasikan kembali laba yang diperoleh perusahaan, karena mereka tidak merasakan adanya kepastian bahwa pihak manajemen tidak akan bertindak curang dengan mementingkan kepentingan pribadi dan mengabaikan nilai dari perusahaan itu sendiri. Berdasarkan teori *signaling hypothesis* yang dikemukakan oleh Litzenberger dan Ramaswamy (1979), keputusan perusahaan untuk membayar dividen yang rendah akan menimbulkan pandangan dari pihak eksternal bahwa profitabilitas perusahaan buruk, sehingga akan berdampak pada menurunnya harga saham dan penurunan nilai dari perusahaan. Sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurwulandari (2003) dan Jain (2007) yang menghasikan kesimpulan bahwa kepemilikan saham oleh individu lebih menyukai perusahaan yang membayar dividen yang tinggi. Sehingga hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H1: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kepemilikan individual

Kepemilikan institusional umumnya merupakan pemegang saham terbesar, sehingga memiliki sumber daya yang lebih dalam menentukan

keputusan perusahaan. Selain itu, kepemilikan investor institusi merupakan dana yang dimiliki beberapa investor individu, sehingga memiliki motivasi yang kuat untuk dapat berperan sebagai agen pengawas yang efektif untuk mengurangi *agency problem* dalam mengendalikan perilaku oportunistik manajer (Bathala et al. 1994). Sehingga dengan tingginya tingkat kepemilikan institusional, dapat mengurangi *agency cost* dan memungkinkan perusahaan membagikan dividen dalam jumlah yang rendah (Dewi 2008). Ditinjau dari aspek perpajakan, kepemilikan institusional merupakan *higher-taxed institutional investor*, sehingga investor institusional cenderung tidak menyukai pembayaran dividen yang tinggi. Investor institusi beranggapan bahwa dengan adanya pembagian dividen, manajer perusahaan dianggap tidak mampu melihat peluang-peluang investasi yang menguntungkan (Jain 2007). Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Jain (2007) dan Dewi (2008), menunjukkan bahwa kepemilikan institusional cenderung menginginkan dividen dalam jumlah yang relatif kecil bahkan tidak sama sekali. Sehingga hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H2: Kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kepemilikan institusional

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Wu (1996) dan Korkeamaki et al. (2010), Reformasi Pajak melalui perubahan tarif pajak telah memberikan dampak positif pada kebijakan dividen yang selanjutnya berpengaruh terhadap tingkat kepemilikan saham secara keseluruhan. Begitu-pula dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Zulaikah (2012) yang menunjukkan bahwa penurunan tarif pajak penghasilan dividen wajib pajak orang pribadi dalam negeri memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap peningkatan kebijakan pembayaran dividen perusahaan. Hal ini menimbulkan pertanyaan apakah perubahan peraturan perpajakan tersebut juga memoderasi preferensi investor individual untuk menginvestasikan sahamnya pada perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah yang cenderung meningkat. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wu (1996), Korkeamaki et al. (2010), dan Zulaikah (2012), maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

H3: Perubahan Peraturan Perpajakan memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap kepemilikan individual.

Mengingat pengenaan pajak atas penghasilan berupa dividen di Indonesia dibagi menjadi dua, yakni Wajib Pajak orang pribadi dan Wajib Pajak badan, sehingga dengan adanya *tax shield* ini dapat menimbulkan pertanyaan, apakah hal ini

berpengaruh terhadap preferensi kepemilikan saham institusional untuk mengalihkan kepemilikannya dalam bentuk kepemilikan individual sehingga dapat meminimalkan pengenaannya (*tax planning*). Sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Korkeamaki et al. (2010), Wu (1996), Chang dan Rhee (1990) bahwa perubahan Peraturan Perpajakan (*tax reform*) berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang ditunjukkan dengan perubahan jumlah kepemilikan saham. Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesisnya adalah:

H4: Perubahan Peraturan Perpajakan memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap kepemilikan institusional.

METODE PENELITIAN

Model Penelitian dan Teknik Analisis

Model penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen terhadap kepemilikan individual dan kepemilikan institusional. Oleh karena itu, digunakan teknik analisis regresi linier sederhana dengan formula sebagai berikut:

$$INDIV = \alpha + \beta_1DPS$$

$$INST = \alpha + \beta_1DPS$$

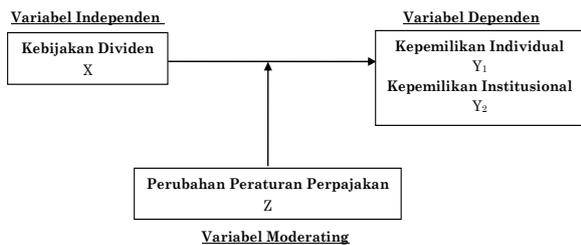
Model penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh kebijakan dividen terhadap kepemilikan individual dan kepemilikan institusional dengan Perubahan Peraturan Perpajakan sebagai variabel pemoderasi. Oleh karena itu, digunakan teknik analisis regresi linier interaksi (*Moderated Regression Analysis-MRA*) dengan formula sebagai berikut:

$$INDIV = \alpha + \beta_1DPS + \beta_2DPS * DUMTAX + e$$

$$INST = \alpha + \beta_1DPS + \beta_2DPS * DUMTAX + e$$

Dimana:

- INDIV = Kepemilikan Individual
- INST = Kepemilikan Institusional
- α = *Intercept* persamaan regresi
- $\beta_1 \beta_2$ = Koefisien regresi
- DPS = Kebijakan Dividen (*Dividend per Share*)
- DUMTAX = *Dummy* Perubahan Peraturan Pajak
- e = *Error*/ variabel pengganggu



Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian

Tabel 1. Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Variabel	Indikator	Tingkat Pengukuran	Skala
Kebijakan Dividen (DPS)	- <i>Dividend per Share</i>	$DPS = \frac{Dividen\ Tunai}{Jumlah\ Saham\ Beredar}$	Rasio
Kepemilikan Individual (INDIV)	- Jumlah Kepemilikan Individual - Jumlah Saham Beredar	$INDIV = \frac{Jumlah\ Kepemilikan\ Individual}{Jumlah\ Saham\ Beredar}$	Rasio
Kepemilikan Institusional (INST)	- Jumlah Kepemilikan Institusional - Jumlah Saham Beredar	$INST = \frac{Jumlah\ Kepemilikan\ Individual}{Jumlah\ Saham\ Beredar}$	Rasio
Perubahan Peraturan Pajak (DUMTAX)	- Sebelum - Perubahan - Setelah	- 0 = Sebelum - 1 = Setelah	Nominal

Sumber: Diolah penulis

Berdasarkan objek dan tujuan penelitian maka digunakan pendekatan kuantitatif asosiatif data sekunder. Populasi yang diambil dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2007 sampai dengan 2010. Pengumpulan data dilakukan secara *panel data (cross section – time series)*. Sampel ditentukan dengan menggunakan metode *purposive sampling (non-random sampling)* yaitu pengambilan sampel yang didasarkan pada pertimbangan untuk menyesuaikan diri dengan beberapa kriteria penelitian agar dapat meningkatkan ketepatan sampel (Cooper and Emory 1995). Kriteria sampel yang digunakan adalah perusahaan yang terdaftar di BEI yang mempublikasikan laporan keuangan tahunan, tidak pernah mengalami *delisting*, tahun fiskal laporan keuangan perusahaan berakhir pada bulan Desember, membagikan dividen tunai dan yang ada kepemilikan individual serta institusionalnya. Sehingga diperoleh jumlah sampel yang akan diteliti sebanyak 45 perusahaan, data terdapat pada Table 2.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Kebijakan dividen menunjukkan besarnya laba perusahaan (*Earning After Tax – EAT*) yang dialokasikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen yang dalam penelitian ini diproyeksikan dengan *dividend per share (DPS)*. Untuk mengetahui perubahan jumlah dividen yang dibayarkan oleh perusahaan tiap tahun, maka dalam perhitungannya digunakan *relative dividend per share (ΔDPS)*. Nilai standar deviasi

Tabel 2. Daftar Perusahaan Sampel

No.	Sektor Industri	Sub Sektor Industri	Nama Perusahaan	Kode	
1.	Pertanian	Perkebunan	PT Bakrie Sumatra Plantations, Tbk	UNSP	
			PT Tunas Baru Lampung, Tbk	TBLA	
		Peternakan	PT Cipendawa, Tbk	CPDW	
2.	Pertambangan	Batubara	PT Bumi Resources, Tbk	BUMI	
			PT Tambang Batu Bara Bukit Asam, Tbk	PTBA	
		Minyak Bumi dan Gas Alam Besi dan Mineral	PT Radiant Utama Interinsco, Tbk	RUIS	
		PT International Nickel Indonesia, Tbk	INCO		
3.	Dasar dan Kimia	Logam dan Produk Lainnya yang Berkaitan Kimia	PT Citra Tubindo, Tbk	CTBN	
			PT Budi Acid Jaya, Tbk	BUDI	
			PT Ekadharna International, Tbk	EKAD	
			PT Sorini Agro Asia Corporindo	SOBI	
		Plastik dan Kemasan	PT Champion Pasifik Indonesia, Tbk	IGAR	
		PT Trias Sentosa, Tbk	TRST		
4.	Aneka Industri	Otomotif dan Komponennya	PT Astra Otoparts, Tbk	AUTO	
			PT Selamat Sempurna, Tbk	SMSM	
5.	Barang Konsumsi	Makanan dan Minuman	PT Aqua Golden, Tbk	AQUA	
			Rokok	PT Gudang Garam, Tbk	GGRM
			PT HM Sampoerna, Tbk	HMSP	
		Farmasi	PT Kalbe Farma, Tbk	KLBF	
			PT Tempo Scan Pacific, Tbk	TSPC	
	Rumah Tangga	PT Mandom Indonesia, Tbk	TCID		
6.	Property, Real Estate, dan Bangunan Konstruksi	Properti dan Real Estate	PT Jaya Real Property, Tbk	JRPT	
			PT Summarecon Agung, Tbk	SMRA	
		Bangunan Konstruksi	PT Adhi Karya (Persero), Tbk	ADHI	
			PT Total Bangun Persada, Tbk	TOTL	
7.	Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi	Transportasi	PT Berlian Laju Tanker, Tbk	BLTA	
			PT Samudera Indonesia	SMDR	
8.	Keuangan	Bank	PT Bank Negara Indonesia, Tbk	BBNI	
			Institusi Keuangan	PT Adira Dinamika Multifinance, Tbk	ADMF
				PT Kresna Graha Sekurindo, Tbk	KREN
		Perusahaan Sekuritas	PT Panin Sekuritas, Tbk	PANS	
			PT Trimegah Securities, Tbk	TRIM	
			PT Asuransi Ramayana, Tbk	ASRM	
			Asuransi	PT Maskapai Reasuransi Indonesia, Tbk	MREI
		9.	Perdagangan, Jasa, dan Investasi	Perdagangan Besar (Barang Tahan Lama dan Tidak Tahan Lama)	PT AKR Corporindo, Tbk
PT Colorpak Indonesia, Tbk	CLPI				
PT Enseval Putera Megatrading	EPMT				
PT Tigaraksa Satria	TGKA				
PT Tunas Ridean, Tbk	TURI				
Perdagangan Eceran	PT Ace Hardware, Tbk			ACES	
	PT Ramayana Lestari Sentosa, Tbk			RALS	
Restoran, Hotel, dan Pariwisata	PT Fast Food Indonesia, Tbk			FAST	
	Periklanan, Percetakan, dan Media			PT Fortune Indonesia, Tbk	FORU
Perusahaan Investasi	PT Surya Citra Media, Tbk			SCMA	
				PT Pool Advista Indonesia, Tbk	POOL

Sumber: Laporan Keuangan, diolah

yang relatif tinggi, yaitu sebesar 2,08 mencerminkan adanya variasi yang cukup besar dari kebijakan dividen yang dibayarkan oleh perusahaan yang terdaftar di BEI periode tahun 2007–2010. Kepemilikan individual merupakan prosentase jumlah kepemilikan saham individu (orang pribadi) dibandingkan dengan jumlah kepemilikan saham keseluruhan, yang menunjukkan besarnya proporsi kepemilikan saham individu

dual di perusahaan tersebut. Sedangkan kepemilikan institusional merupakan prosentase jumlah kepemilikan saham institusi (badan) dibandingkan dengan jumlah kepemilikan saham keseluruhan, yang menunjukkan besarnya proporsi kepemilikan saham institusional di perusahaan tersebut. Nilai standar deviasi yang relatif cukup rendah, yakni 24,53% untuk kepemilikan individu dan 17,95% untuk institusi, mencerminkan tidak

Tabel 3. Deskripsi Statistik

Variabel	N	Minimum	Maksimum	Mean	Standar Deviation
Kebijakan Dividen	119	-0,990000	16,400000	0,70252101	2,082588114
Kepemilikan Individual	99	-0,900000	0,836338	-0,02470541	0,245277254
Kepemilikan Institusional	74	-0,720000	0,793400	-0,00125311	0,179466133
Perubahan Peraturan Perpajakan	135	0	1	0,67	0,473
Valid N (listwise)	64				

Sumber: Data diolah

Tabel 4. Tarif Pajak Dividen yang Diterima oleh Wajib Pajak Orang Pribadi Dalam Negeri

UU No. 17 Tahun 2000		UU No. 36 Tahun 2008	
Tarif Pajak	Sifat Pengenaan Pajak Atas Dividen	Tarif Pajak	Sifat Pengenaan Pajak Atas Dividen
15%	PPh <i>Withholding Tax</i>	10%	PPh Final

Sumber: Undang – undang Nomor 17 Tahun 2000 dan Undang – undang Nomor 36 Tahun 2008.

adanya perubahan yang terlalu besar komposisi dari kepemilikan individual dan institusional pada perusahaan yang terdaftar di BEI selama periode tahun 2007 – 2010.

Variabel Perubahan Peraturan Perpajakan digunakan untuk mengukur perubahan peraturan perpajakan berupa penurunan dan penyederhanaan tarif penghasilan atas dividen yang diterima oleh pemegang saham individual. Variabel Perubahan Peraturan Perpajakan bersifat kualitatif, sehingga untuk mengkuantitatifkannya adalah dengan membangun variabel *dummy* dengan cara memberi nilai 1 atau 0. Angka 0 menunjukkan sebelum perubahan Peraturan Perpajakan (UU Nomor 17 Tahun 2000), sedangkan angka 1 menunjukkan setelah perubahan Peraturan Perpajakan (UU Nomor 36 Tahun 2008) (Tabel 4).

Uji Asumsi Klasik

Untuk memperoleh model regresi terbaik dan memenuhi kriteria BLUE (*Best Linier Unbiased Estimator*), maka harus dilakukan uji asumsi klasik terlebih dahulu yang terdiri dari 4 pengujian: uji normalitas, uji multikolinieritas, uji autokorelasi, dan uji heteroskedastisitas. Salah satu cara untuk melihat normalitas residual adalah dengan melihat grafik *normal probability plot* dan grafik histogram. Setelah dilakukan deteksi outlier menggunakan *case diagnostics* sebanyak 6 kali untuk variabel kepemilikan individual dan 7 kali untuk variabel kepemilikan institusional, maka didapatkan grafik *normal probability plot* dan grafik histogram yang telah memenuhi asumsi normalitas.

Pengujian dengan menggunakan *MRA* sangat rawan terkena asumsi multikolinieritas.

Untuk mengetahui ada tidaknya gejala ini digunakan indikasi nilai VIF (*Varian Inflation Factor*) dan nilai *tolerance*. Hair (2006) menyebutkan angka toleransi VIF untuk terhindar dari gejala multikolinieritas ini ≤ 10 dengan nilai *tolerance* $\geq 0,1$. Dari uji multikolinieritas yang dilakukan, terbukti bahwa variabel kepemilikan individual dan institusional bebas dari gejala multikolinieritas.

Selanjutnya dilakukan uji autokorelasi untuk mendeteksi ada tidaknya korelasi antara unsur gangguan dalam penelitian. Dari Durbin-Watson *test* yang dilakukan, diperoleh nilai D-W 1,868 untuk variabel kepemilikan individual dan 2,197 untuk variabel kepemilikan institusional. Angka ini berada diantara $1,5 < D.W < 2,5$, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi autokorelasi pada kedua variabel Y tersebut.

Gejala heteroskedastisitas dideteksi dengan menggunakan grafik plot (*scatterplot*). Dari hasil grafik *scatterplot* diketahui bahwa terjadi heteroskedastisitas dari sampel yang digunakan dalam penelitian ini. Cara untuk mengatasi hal tersebut adalah dengan mengeluarkan data *outlier* yang menyebabkan gejala heteroskedastisitas terjadi. Setelah menghilangkan data outlier maka diperoleh hasil data yang bebas dari gejala heteroskedastisitas.

Uji Hipotesis

Penelitian ini mempunyai empat hipotesis, pengujian hipotesis pertama dan kedua yaitu untuk menguji pengaruh kebijakan dividen terhadap kepemilikan individual dan institusional menggunakan uji regresi linier sederhana. Sedangkan pengujian hipotesis ketiga dan

Tabel 5. Hasil Uji Regresi Linier Sederhana X terhadap Y₁ dan Y₂

Variabel	Koefisien Regresi	Beta	t	Sig.	Koefisien Regresi	Beta	t	Sig.
Konstanta	-0,013		-0,600	0,550	0,005		0,369	0,713
Kebijakan Dividen	0,006	0,009	0,672	0,503	-0,010	-0,243	-2,047	0,045
F		0,452				4,191		
Sig		0,503				0,045		
R		0,071				0,243		
R ²		0,005				0,059		
Variabel Terikat		Kepemilikan Individual				Kepemilikan Institusional		

Sumber: Data diolah

keempat yaitu untuk menguji apakah perubahan peraturan perpajakan memoderasi kebijakan dividen terhadap kepemilikan individual dan institusional menggunakan *moderated linier regression*. Berdasarkan hasil pengolahan data dengan menggunakan uji regresi linier sederhana maka diperoleh hasil seperti pada Table 5.

Kebijakan Dividen Terhadap Kepemilikan Individual

Pada Tabel 5 terlihat bahwa nilai koefisien determinasi (R²) kepemilikan individual sebesar 0,005, hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kepemilikan individual (Y₁) sebesar 0,005 atau 0,5% sedangkan sisanya sebesar 0,995 atau 99,5% dipengaruhi oleh variabel lain diluar variabel bebas yang digunakan dalam penelitian. Hasil regresi tersebut menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kepemilikan individual dengan nilai koefisien 0,006. Signifikansi uji t kebijakan dividen sebesar 0,503, nilainya lebih besar dari 0,10, maka dapat disimpulkan bahwa "Kebijakan Dividen berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap Kepemilikan Individual" (menerima H₀ dan menolak H₁), sehingga hipotesis pertama tidak terbukti kebenarannya.

Berdasarkan hasil regresi, dapat diketahui bahwa variabel kebijakan dividen mempunyai pengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap kepemilikan individual. Ketidaksignifikannya pengaruh kebijakan dividen mengindikasikan bahwa kebijakan perusahaan untuk membayarkan dividen yang tinggi tidak akan mendorong peningkatan persentase kepemilikan saham individual secara signifikan di perusahaan tersebut. Sehingga hasil tersebut konsisten dengan teori yang dikemukakan *Dividend Irrelevancy Theory* (1961) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen bersifat *irrelevant* karena tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan dan harga saham,

sehingga investor dapat memodifikasi *yields* mereka tanpa terpengaruh oleh besarnya dividen.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan Nurwulandari (2008) dan Jain (2007) yang menghasilkan kesimpulan bahwa kepemilikan saham oleh individu lebih menyukai perusahaan yang membayar dividen yang tinggi, karena pembayaran dividen memiliki tingkat kepastian yang tinggi bila dibandingkan dengan *capital gain* (*Bird in the Hand Theory*). Ketidakkonsistenan ini disebabkan oleh karena hipotesis pertama dalam penelitian ini tidak memperhitungkan insentif pajak berupa perubahan peraturan perpajakan yakni penurunan dan penyederhanaan tarif pajak atas dividen yang diterima investor individu. Sehingga memenuhi salah satu asumsi dari teori *Dividend Irrelevancy*, yakni suatu pasar yang sempurna (tanpa pajak dan biaya kebangkrutan), investor bersifat rasional, dan adanya kepastian yang sempurna (*perfect certainty*).

Kebijakan Dividen Terhadap Kepemilikan Institusional

Pada tabel 5 terlihat bahwa nilai koefisien determinasi (R²) kepemilikan institusional adalah sebesar 0,059, hal ini berarti bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap kepemilikan institusional (Y₂) sebesar 0,059 atau 5,9% sedangkan sisanya sebesar 0,941 atau 94,1% dipengaruhi oleh variabel lain di luar variabel bebas yang digunakan dalam penelitian.

Hasil analisis regresi menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap kepemilikan institusional dengan nilai koefisien 0,006. Signifikansi uji t kebijakan dividen sebesar 0,045, nilainya kurang dari 0,10, maka dapat disimpulkan bahwa "Kebijakan Dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kepemilikan Institusional" (menolak H₀ dan menerima H₁), sehingga hipotesis kedua terbukti kebenarannya.

Hasil ini konsisten dengan teori yang dikemukakan oleh Dewi (2008) dan Jain (2007) yang menyatakan bahwa dengan adanya pembagian dividen yang tinggi, investor institusi menganggap manajer perusahaan tidak mampu melihat peluang-peluang investasi yang lebih menguntungkan. Kepemilikan institusional merupakan pemegang saham terbesar yang dapat berperan sebagai agen pengawas yang efektif untuk mengurangi *agency problem*, hal ini menyebabkan fokus utama dari investor institusi tidak pada memperoleh keuntungan berupa pembayaran dividen, namun cenderung kepada investasi-investasi lain yang lebih menguntungkan. Preferensi investor institusi lebih condong kepada alternatif yang memberikan manfaat yang lebih besar, dalam hal ini pada alternatif yang menawarkan tarif pajak paling rendah. Selain itu, pada umumnya kepemilikan institusional merupakan *higher-taxed institutional investor*, sehingga investor institusi cenderung tidak menyukai pembayaran dividen yang tinggi, dan lebih menyukai *capital gain* karena tarif pajaknya jauh lebih rendah.

Langkah selanjutnya adalah menguji apakah perubahan peraturan perpajakan memoderasi kebijakan dividen terhadap kepemilikan individual dan institusional dengan menggunakan metode *moderated linier regression*. Berdasarkan hasil pengelolaan data maka diperoleh hasil perhitungan seperti pada Table 6.

Perubahan Peraturan Perpajakan Memoderasi Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kepemilikan Individual

Pada Tabel 6 terlihat bahwa nilai koefisien determinasi berganda (R^2) adalah sebesar 0,055, hal ini berarti bahwa kebijakan dividen dan interaksi kebijakan dividen dengan perubahan peraturan perpajakan berpengaruh terhadap kepemilikan individual (Y_1) sebesar 0,055 atau 5,5% sedangkan sisanya sebesar 0,945 atau 94,5% dipengaruhi oleh variabel lain di luar variabel

bebas yang digunakan dalam penelitian. Sedangkan nilai F adalah 2,605 dengan tingkat signifikansi 0,080. Oleh karena tingkat signifikansi ini kurang dari 0,10 maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen (X) dan interaksi kebijakan dividen dan perubahan peraturan perpajakan ($X*Z$) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan individual. Selanjutnya dilakukan uji t yang menunjukkan bahwa interaksi antara kebijakan dividen dengan perubahan peraturan perpajakan mempunyai nilai t sebesar 2,177 dengan tingkat signifikansi 0,032, nilainya kurang dari 0,10 dan koefisien nilai t bertanda positif. Sehingga dari hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa "Perubahan Peraturan Perpajakan memoderasi secara positif pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kepemilikan Individual", sehingga hipotesis ketiga diterima kebenarannya.

Hasil ini konsisten dengan teori yang dikemukakan *Clientele Effect Theory* (1961) yang menyatakan bahwa kelompok investor yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen. Sehingga kebijakan dividen seharusnya ditujukan untuk memenuhi kebutuhan segmen investor tertentu. Untuk kelompok investor yang muncul akibat perbedaan pajak (*Tax Differentiation Theory*) cenderung menginginkan penghasilan dalam bentuk *capital gain* apabila lapisan tarif pajak yang dikenakan terkena lapisan tertinggi. Sebaliknya, kelompok investor yang terkena pajak rendah, umumnya terdiri dari investor individu, lebih menyukai pembayaran berupa dividen.

Dengan adanya perubahan Peraturan Perpajakan berupa penurunan dan penyederhanaan tarif pajak atas penghasilan dividen yang diterima oleh Wajib Pajak Orang Pribadi ini, semakin mendorong investor individu untuk menanamkan modalnya dalam bentuk kepemilikan saham perusahaan. Hal ini dibuktikan dengan adanya pengaruh secara positif dan signifikan dari kebijakan dividen terhadap kepemilikan individu-

Tabel 6. Hasil Uji *Moderated Linier Regression* terhadap Y_1 dan Y_2

Variabel	Koefisien Regresi	Beta	t	Sig.	Koefisien Regresi	Beta	T	Sig.
(Constant)	0,067		0,838	0,404	-0,015		-0,219	0,827
Kebijakan Dividen	0,030	0,042	0,408	0,684	-0,103	0,216	-1,869	0,066
X*Z	0,166	0,226	2,177	0,032	-0,127	-0,256	-2,215	0,030
F		2,605				4,670		
Sig		0,080				0,013		
R		0,235				0,352		
R^2		0,055				0,124		
Variabel Terikat		Kepemilikan Individual				Kepemilikan Institusional		

Sumber: Data diolah

al dengan dimoderasi oleh Perubahan Peraturan Perpajakan. Sehingga kebijakan perusahaan untuk membayarkan dividen yang tinggi akan mendorong peningkatan persentase kepemilikan saham individual secara signifikan di perusahaan tersebut apabila dimoderasi dengan perubahan Peraturan Perpajakan berupa penurunan dan penyederhanaan tarif pajak atas penghasilan berupa dividen yang diterima oleh investor individu.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Wu (1996), Korkeamaki et al. (2010) dan Zulaikah (2012). Menurut penelitian yang dilakukan oleh Wu (1996) dan Korkeamaki et al. (2010), Reformasi Pajak melalui perubahan tarif pajak telah memberikan dampak positif pada kebijakan dividen yang selanjutnya berpengaruh terhadap tingkat kepemilikan saham secara keseluruhan. Begitupula dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Zulaikah (2012) yang menunjukkan bahwa penurunan tarif pajak penghasilan dividen atas wajib pajak orang pribadi dalam negeri memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap peningkatan kebijakan pembayaran dividen perusahaan.

Perubahan Peraturan Perpajakan Memoderasi Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Kepemilikan Institusional

Berbeda halnya dengan kepemilikan institusional yang memiliki nilai R^2 sebesar 0,124, hal ini berarti bahwa kebijakan dividen dan interaksi kebijakan dividen dengan perubahan peraturan perpajakan berpengaruh terhadap kepemilikan institusional (Y_2) sebesar 0,124 atau 12,4% sedangkan sisanya sebesar 0,876 atau 87,6% dipengaruhi oleh variabel lain diluar variabel bebas yang digunakan dalam penelitian. Berdasarkan tabel 6, dapat terlihat bahwa nilai F adalah 4,670 dengan tingkat signifikansi 0,013. Oleh karena tingkat signifikansi ini kurang dari 0,10 maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen (X) dan interaksi kebijakan dividen dan perubahan peraturan perpajakan ($X*Z$) secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan institusional. Selanjutnya dilakukan uji t yang menunjukkan hasil bahwa interaksi antara kebijakan dividen dengan perubahan peraturan perpajakan mempunyai nilai t sebesar -2,215 dengan tingkat signifikansi 0,030. Nilai signifikansi ini kurang dari 0,10 dan koefisien nilai t bertanda negatif, sehingga dari hasil ini dapat disimpulkan bahwa “Perubahan Peraturan Perpajakan memoderasi secara negatif pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Kepemilikan Insti-

tusional”, sehingga hipotesis keempat diterima kebenarannya.

Hasil ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Korkeamaki et al. (2010), Wu (1996), Chang dan Rhee (1999), serta teori yang dikemukakan *Tax Differentiation Theory* (1982) yang menyatakan bahwa sebaiknya dividen dibagikan dalam jumlah yang rendah agar dapat menghemat pajak. Karena pada umumnya pajak yang dikenakan terhadap dividen lebih tinggi daripada pajak yang dikenakan terhadap *capital gain*. Dengan adanya perubahan Peraturan Perpajakan ini, semakin mendorong investor institusi untuk mengalihkan kepemilikan institusinya dalam bentuk kepemilikan saham individu untuk mendapatkan insentif pajak berupa penurunan dan penyederhanaan tarif pajak. Sehingga kebijakan perusahaan untuk membayarkan dividen yang tinggi akan mendorong penurunan persentase kepemilikan saham institusi secara signifikan di perusahaan tersebut apabila dimoderasi dengan perubahan Peraturan Perpajakan. Faktor utama yang menyebabkan pengalihan kepemilikan saham pada perusahaan tersebut disebabkan oleh karena kebijakan *right issue* yang dimiliki oleh perusahaan, dimana perusahaan hanya diperbolehkan untuk menerbitkan saham yang telah disetujui dalam Rapat umum Pemegang Saham (RUPS) dan diprioritaskan untuk dijual kepada pemegang saham lama (*preemptive right*).

Selain itu, hal lain yang menjadi perhatian dalam penelitian ini adalah perbedaan tingkat sensitifitas peningkatan kepemilikan individual dengan penurunan kepemilikan konstitusional. Nilai koefisien peningkatan variabel kepemilikan individual dengan dimoderasi perubahan Peraturan Perpajakan menunjukkan koefisien sebesar 0,166, lebih besar dibandingkan koefisien penurunan variabel kepemilikan institusional dengan dimoderasi perubahan Peraturan Perpajakan, yakni sebesar 0,127. Hasil ini menunjukkan bahwa peningkatan variabel kepemilikan individual memiliki tingkat sensitifitas lebih besar dibandingkan penurunan variabel kepemilikan institusional dengan dimoderasi perubahan Peraturan Perpajakan. Hal ini disebabkan oleh karena adanya investor baru yang terdorong untuk menanamkan modalnya dalam bentuk kepemilikan saham individual dengan didukung oleh perubahan Peraturan Perpajakan, mengingat beban pajak atas penghasilan berupa dividen yang ditanggung oleh investor individu menjadi semakin ringan.

Selain itu penyebab lain yang mempengaruhi kondisi tersebut adalah karena beberapa dari investor institusi memiliki prosentase kepemilikan

saham pada perusahaan lebih besar dari 25% dari jumlah modal yang disetor, sehingga termasuk ke dalam kriteria penghasilan dividen yang dikecualikan dari objek pajak (*non taxable income*), yang diatur di Pasal 4 ayat 3 huruf f angka 2 UU PPh. Karena alasan mendapatkan fasilitas pengecualian objek pajak atas penghasilan berupa dividen tersebut, beberapa investor institusi cenderung untuk enggan mengalihkan kepemilikan saham institusinya ke dalam bentuk kepemilikan individual, serta mendorong investor institusi untuk tetap berada di pasar modal dan tidak menarik investasinya pada perusahaan tersebut.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa insentif pajak dengan cara menurunkan tarif pajak atas penghasilan berupa dividen untuk Orang Pribadi sebenarnya sudah cukup efektif, karena memberikan insentif agar investor individu dan investor institusi untuk tetap berada di pasar modal dan tidak menarik investasinya dari pasar modal Indonesia. Namun dari hasil analisis regresi menunjukkan bahwa nilai koefisien determinasi (R^2) masih sangat rendah, sehingga kebijakan dividen yang dimoderasi oleh insentif pajak (*tax incentive*), bukan menjadi faktor utama yang menentukan preferensi investor untuk menanamkan modalnya di suatu perusahaan. Ada faktor – faktor lain selain pajak (*non tax incentive*), seperti profitabilitas, *investment opportunity*, *firm size*, dan *firm characteristic*; yang mendorong investor untuk menanamkan atau menarik modalnya pada suatu perusahaan, meskipun pada faktanya faktor pajak tidak dapat dihindari, karena merupakan faktor tetap yang membatasi investor dalam berinvestasi.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis pada pembahasan, dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Kebijakan pembayaran dividen mempunyai pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kepemilikan saham individual. Karena tidak memperhitungkan insentif pajak berupa perubahan peraturan perpajakan, sehingga memenuhi salah satu asumsi dari teori *Dividend Irrelevancy*.
2. Kebijakan pembayaran dividen mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap kepemilikan saham institusional. Hal ini karena fungsinya sebagai agen pengawas yang efektif sehingga investor institusi lebih fokus kepada investasi yang lebih menguntungkan, mengingat tarif pajak dividen untuk investor institusi lebih tinggi jika dibandingkan dengan tarif pajak *capital gain*.

3. Perubahan Peraturan Perpajakan memoderasi secara positif dan signifikan pengaruh kebijakan pembayaran dividen terhadap kepemilikan saham individual. Perubahan peraturan perpajakan berupa penurunan dan penyederhanaan tarif pajak atas dividen mendorong investor individu untuk semakin menanamkan modalnya di pasar modal (*Tax Differentiation Theory*).
4. Perubahan Peraturan Perpajakan memoderasi secara negatif dan signifikan pengaruh kebijakan pembayaran dividen terhadap kepemilikan saham institusional. Karena investor institusi merupakan *higher tax investor*, sehingga Perubahan Peraturan Perpajakan mendorong investor institusi untuk mengalihkan kepemilikan sahamnya ke kepemilikan dalam bentuk individual.
5. Perubahan Peraturan Perpajakan akan mendorong perusahaan untuk membayarkan dividen dalam jumlah yang cukup besar, sehingga mendorong investor baru untuk menanamkan modalnya dalam bentuk kepemilikan saham individual.
6. Fasilitas pengecualian objek pajak atas penghasilan berupa dividen yang diterima oleh investor institusi membuat investor institusi cenderung untuk enggan mengalihkan kepemilikan saham institusinya ke dalam bentuk kepemilikan individual, serta mendorong investor institusi untuk tetap berada di pasar modal dan tidak menarik investasinya pada perusahaan tersebut.

Saran

1. Perusahaan sebaiknya melakukan evaluasi terhadap kebijakan pembayaran dividen dengan mempertimbangkan faktor perpajakannya. Dengan adanya keuntungan berupa penurunan dan penyederhanaan tarif pajak atas dividen yang diterima investor individu, diharapkan mendorong perusahaan untuk meningkatkan pembayaran dividen sehingga dapat menginsentif investor domestik dan asing untuk semakin menanamkan modalnya di pasar modal Indonesia.
2. Bagi investor dan calon investor, dalam rangka menanamkan modalnya, diharapkan dapat lebih memperhatikan efek perpajakannya. Sehingga dapat memanfaatkan keringanan tarif pajak atas dividen yang diterima oleh investor individu.
3. Pemerintah sebaiknya mengevaluasi kembali perubahan peraturan perpajakan yang telah direalisasi, meskipun insentif pajak dengan cara menurunkan tarif pajak dividen yang

diterima investor individu sebenarnya sudah cukup efektif, namun belum menjadi faktor utama dalam peningkatan investasi di pasar modal Indonesia. Hal ini karena tarif pajak atas dividen masih jauh lebih tinggi bila dibandingkan dengan tarif pajak atas investasi lainnya, seperti *capital gain*.

4. Nilai koefisien determinasi yang masih rendah dalam penelitian ini hendaknya dijadikan pertimbangan oleh peneliti berikutnya untuk menggunakan faktor-faktor kontrol yang lain seperti profitabilitas, *firm size*, dan *firm characteristic* untuk menjelaskan pengaruh kebijakan dividen terhadap kepemilikan individual dan institusional.

DAFTAR PUSTAKA

- Bathala, et al. (1994). Managerial Ownership, Debt Policy, and The Impact of Institutional Holding: An Agency Perspective. *Financial Management*, 38-50.
- Brennan, M. J. and Thakor, A. V. (1990). Shareholder Preferences and Dividend Policy. *The Journal of Finance*, 993-1018.
- Chang, R. P. and Rhee, S. G. (1990). The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decision. *Journal Finance and Economic*, 21-31.
- Cooper, D. R. and Emory, C. W. (1995). *Business Research Method*. US: Irwin.
- CPA Institute. (2007). *Managing Investments Portofolios: A Dinamic Process*, Third Edition, New Jersey: John Wiley & Sons. Inc.
- Dewi, S. C. (2008). Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, 10(1), 47-58.
- Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter. (2012). *Outlook Ekonomi Indonesia: Krisis Finansial Global dan Dampaknya terhadap Perekonomian Indonesia*. http://www.bi.go.id/web/id/Publikasi/Kebijakan+Moneter/Outlook+Ekonomi+Indonesia/oei_0109.html
- Hair, J. F. (2010). *Multivariate Data Analysis*, New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Hanafi, M. M. (2004). *Manajemen Keuangan*, Yogyakarta: BPFU UGM.
- Horne, J. C. and Wachowicz, J. M. (2012). *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*, Edisi Ke-13, Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Jain, R. (2007). Institutional and Individual Investor Preferences from Dividends and Share Repurchase. *Journal of Economics and Business*, 406-426.
- Korkeamaki, et al. (2010). Tax Reform and Payout Policy: Do Shareholder Clienteles or Payout Policy Adjust?. *Journal of Corporate Finance*, 572-587.
- Litzenberger, R. H. and Ramaswamy, K. (1979). "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*, 163-195.
- Miller, M. H. and Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 411-433.
- Norr, M. (1982). *The Taxation of Corporation and Shareholders*. Netherland: Deventer Kluwer Law and Tax Publisher.
- Nurwulandari, A. (2003). *Analisis Hubungan Antara Kepemilikan Saham Minoritas dan Dividend Payout Ratio dengan Laba dan Investment Opportunity Set Sebagai Variabel Moderasi*. Skripsi Universitas Nasional, Fakultas Ekonomi. Jakarta.
- Peraturan Menteri Keuangan Nomor 111/PMK.03/ (2010). *Tentang Tata Cara Pemotongan, Penyetoran, dan Pelaporan Pajak Penghasilan atas Dividen yang Diterima atau Diperoleh Wajib Pajak Orang Pribadi Dalam Negeri*.
- Peraturan Pemerintah Nomor 41 Tahun 1994, *Tentang Pajak Penghasilan atas Penghasilan dari Transaksi Penjualan Saham di Bursa Efek*.
- Peraturan Pemerintah Nomor 14 Tahun 1997, *Tentang Pajak Penghasilan atas Penghasilan dari Transaksi Penjualan Saham di Bursa Efek*.
- Peraturan Pemerintah Nomor 19 Tahun 2009, *Tentang Penyampaian Peraturan Pemerintah Nomor 19 Tahun 2009 tentang Pajak Penghasilan Atas Dividen yang Diterima atau Diperoleh Wajib Pajak Orang Pribadi Dalam Negeri*.
- Republik Indonesia, *Undang-Undang Nomor 17 Tahun 2000 tentang Perubahan Ketiga atas Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 Tentang Pajak Penghasilan*.
- Republik Indonesia, *Undang-undang Nomor 36 Tahun 2008 tentang Perubahan Ketiga atas Undang-Undang Nomor 7 Tahun 1983 Tentang Pajak Penghasilan*.

- Sartono, A. (2001). *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: BPEF-Yogyakarta.
- Scott, D. L. (2003). *Wall Street Words: An A to Z Guide to Investment Terms for Today's Investor*. Third Edition, Boston: Houghton Mifflin Company.
- Sponholtz, C. (2005). *Separating The Stock Market's Reaction to Simultaneous Dividend and Earnings Announcements*, Working Paper, Denmark University of Aarhus.
- Wu, C. (1996). Taxes and Dividend Policy, *International Review of Economics and Finance*, page 291-305.
- Zulaikah, N. (2012). *Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen Perusahaan dan Penurunan Tarif Pajak Penghasilan Dividen Orang Pribadi Dalam Negeri sebagai Variabel Moderator*. Tesis: Universitas Airlangga, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Surabaya.