

# FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN DEVIDEN: INVESTIGASI PENGARUH TEORI STAKEHOLDER

Atika Jauhari Hatta<sup>1</sup>

## Abstract

*Some debates have been considerable around how dividend policy affects shareholder wealth. There are three contradictive theories; some researchers believe that dividends increase shareholder wealth while others argue that dividends are irrelevant, and the others believe that dividend decrease shareholder wealth. The objective of this paper is to investigate the relationship the dividend policy decisions and investments decisions of a firm. The theory has been proposed that can link the two decisions, called stakeholder theory. This theory views the firm as a nexus of contracts and includes investor and non-investor as firm's stakeholders. The interest of non-investor stakeholder can influence financial decisions through implicit claims. Using net organizational capital (NOC) as a proxy for the level of non-investor stakeholder influences, this research found that such relationship does exist, even though the sign doesn't consistent with the hypothesis.*

**Keywords:** *Dividend policy, implicit claim, and Stakeholder theory.*

## PENDAHULUAN

---

Keputusan pembagian deviden merupakan suatu masalah yang sering dihadapi oleh perusahaan. Manajemen sering mengalami kesulitan untuk memutuskan apakah akan membagi devidennya atau akan menahan laba untuk diinvestasikan kembali kepada proyek-proyek yang menguntungkan guna meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Berhubungan dengan hal tersebut, maka masalah yang akan timbul adalah bagaimana suatu kebijakan deviden akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Dalam keputusan pembagian deviden perlu dipertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Dengan demikian laba tidak seluruhnya dibagikan ke dalam bentuk deviden namun perlu disisihkan untuk diinvestasikan kembali. Berkaitan dengan kebijakan deviden tersebut terlihat bahwa terdapat beberapa pihak yang saling berbeda kepentingan, yaitu antara kepentingan pemegang saham, pemegang obligasi, dan pihak perusahaan itu sendiri. Besar kecilnya deviden yang akan dibayarkan oleh perusahaan tergantung pada kebijakan deviden dari masing-masing perusahaan, sehingga

---

<sup>1</sup> Fakultas Ekonomi Universitas Proklamasi Yogyakarta

pertimbangan manajemen sangat diperlukan. Dengan demikian perlunya bagi pihak manajemen untuk mempertimbangkan faktor-faktor apa saja yang akan mempengaruhi kebijakan deviden yang ditetapkan oleh perusahaan. Kebijakan deviden pada dasarnya adalah penentuan seberapa besar porsi keuntungan yang akan diberikan kepada pemegang sahamnya dan yang akan ditahan sebagai *retained earnings*. Perbandingan antara deviden dan keuntungan merupakan rasio pembayaran deviden.

Beberapa penelitian telah mengemukakan bagaimana suatu kebijakan deviden dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Penelitian yang menunjukkan hal tersebut dilakukan oleh Gordon (1959), mengenai bagaimana deviden dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, penelitian Miller dan Scholes (1978), tentang deviden yang tidak relevan terhadap kesejahteraan pemegang saham, bahkan adapula penelitian yang dilakukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy (1979), yang menunjukkan bahwa deviden dapat menurunkan tingkat kesejahteraan pemegang saham. Beberapa penelitian tersebut saling kontradiktif, sehingga sering menimbulkan kebimbangan pada pihak manajemen maupun pihak lain yang berkepentingan terhadap perusahaan.

Berkaitan dengan teori bahwa deviden akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham, terdapat beberapa penelitian yang belakangan ini dilakukan untuk menginvestigasi adanya interaksi antara keputusan finansial dan keputusan investasi, penelitian tersebut dilakukan oleh Cornell dan Shapiro (1987), Peterson dan Benesh (1983), Prezas (1988), dan Ravid (1988). Dalam penelitian yang dilakukan oleh Cornell dan Shapiro dikemukakan bahwa non-investor stakeholder (misalnya: karyawan, konsumen, supplier, distributor, dan perusahaan lain yang menyediakan barang dan jasa) mempengaruhi interaksi hubungan antara keputusan finansial dan keputusan investasi tersebut.

Tujuan dari penelitian ini adalah menginvestigasi hubungan antara pengambilan keputusan kebijakan deviden dan keputusan investasi dari suatu perusahaan. Penelitian ini lebih mereplikasi dari penelitian yang dilakukan oleh Holder, Langrehr, dan Hexter (1998), yang mengambil tinjauan dari sudut pengaruh teori stakeholder. Dalam penelitian tersebut diungkapkan mengenai klaim implisit yang dapat mempengaruhi interaksi antara keputusan investasi dan keputusan kebijakan deviden.

## LANDASAN TEORI

---

Kebijakan dividen sering dianggap sebagai *signal* bagi investor dalam menilai baik buruknya perusahaan, hal ini disebabkan karena kebijakan dividen dapat membawa pengaruh terhadap harga saham perusahaan. Dengan demikian seberapa besar porsi laba yang akan dibagikan dalam bentuk dividen dan seberapa besar porsi laba yang akan ditahan untuk diinvestasikan kembali, merupakan masalah yang cukup serius bagi pihak manajemen.

Terdapat sejumlah perdebatan diseputar bagaimana kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan, yaitu:

### **Dividen dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham**

Gordon (1959) dan Lintner (1956), berpandangan bahwa semakin tinggi *dividen payout ratio* ( $D_1/P_0$ ), maka semakin tinggi pula nilai dari perusahaan. Gordon dan Lintner berpendapat bahwa investor menilai *dividen payout* lebih besar daripada pertumbuhan ( $g$ ), karena mereka merasa lebih yakin jika menerima dividen dibandingkan jika menerima *capital gain* dari laba yang ditahan. Pendapat Gordon dan Lintner ini oleh Modigliani-Miller (1961), disebut dengan *the bird in the hand fallacy*.

### **Dividen tidak relevan**

Teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak relevan terhadap tingkat kesejahteraan pemegang saham, dikemukakan Martin, Petty, Keown, and Scott (1991); Miller (1986); Miller dan Modigliani (1961). Dasar pemikiran yang dikemukakan adalah dalam kondisi bahwa keputusan investasi yang *given*, pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Nilai perusahaan lebih ditentukan oleh *earning power* dari aset perusahaan. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi.

### **Dividen menurunkan tingkat kesejahteraan pemegang saham**

Teori ini dikemukakan oleh Litzenberger dan Ramaswamy (1979). Pandangan yang dikemukakannya bahwa semakin tinggi *dividend payout ratio* suatu perusahaan, maka nilai perusahaan tersebut akan semakin rendah. Hal ini didasarkan pada pemikiran jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif yang lebih rendah daripada pajak atas dividen, maka saham yang memiliki pertumbuhan yang tinggi akan menjadi lebih menarik dan lebih banyak diminati. Berkaitan dengan *clientile effect*, terdapat dua kelompok investor, yaitu investor

yang lebih menyukai untuk memperoleh pendapatan saat ini dalam bentuk pembagian dividen, namun ada pula investor yang menyukai untuk menginvestasikan kembali pendapatan mereka, karena investor ini berada dalam tarif pajak yang cukup tinggi. Dengan adanya dua kelompok tersebut, maka ada kecenderungan perusahaan untuk enggan melakukan perubahan kebijakan dividen. Hal ini disebabkan perubahan kebijakan dividen akan mengakibatkan beberapa investor akan menjual sahamnya, dan sebagai akibatnya harga saham akan mengalami penurunan.

Berkaitan dengan temuan dari Gordon (1959), bahwa dividen akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, terdapat sejumlah penelitian yang menghipotesiskan kemungkinan adanya interaksi antara keputusan investasi dan keputusan finansial (Titman, 1984). Model ini menyarankan pemegang ekuitas mempunyai insentif untuk memaksimalkan kesejahteraan non-investor stakeholder dalam perusahaan.

Terdapat beberapa literatur yang mengajukan sebuah teori yang menghubungkan dua keputusan tersebut, yaitu teori Stakeholder (*Stakeholder Theory*). Teori tersebut memberikan suatu pandangan perusahaan sebagai suatu *nexus of contract* (kumpulan kontrak-kontrak) dengan memasukkan investor dan non-investor sebagai stakeholder perusahaan. Teori stakeholder ini dikemukakan oleh Cornell dan Shapiro (1987) yang melengkapi temuan dari Titman (1984), dengan melihat klaim implisit (*implicit claim*) dari suatu perusahaan.

Aspek klaim implisit dari teori stakeholder Cornell dan Shapiro menciptakan hubungan antara keputusan investasi dan keputusan finansial/keuangan perusahaan, karena tingkat dari *net operating income* dari perusahaan dapat dipengaruhi oleh keputusan finansial, seperti rasio pembayaran dividen (*dividen-payout ratio*). Dengan kata lain kas yang seharusnya digunakan untuk investasi dan nantinya akan memperbesar *net operating income* perusahaan, akan menjadi berkurang jumlahnya jika digunakan untuk membayar dividen. Satu faktor penting dari teori ini adalah perbedaan antara klaim implisit dan klaim eksplisit dari perusahaan. Klaim eksplisit digolongkan sebagai jaminan produk (*product warranties*), kontrak harga, dan kontrak gaji, atau dengan kata lain merupakan kontrak hukum/sudah jelas hukumnya (*legal law*). Sedangkan klaim implisit digolongkan sebagai klaim dari pihak yang mempunyai hubungan dengan perusahaan, seperti: supplier, distributor, konsumen, klien, ataupun karyawan, misalnya: kemampuan untuk menghasilkan jasa atau pelayanan yang baik, mempekerjakan orang lain tanpa kontrak, atau meneruskan sumber *supply* yang tidak memerlukan negosiasi baru.

Kepentingan dari non-investor stakeholder dapat mempengaruhi proses pengambilan keputusan finansial dari perusahaan dengan melalui klaim implisit dan eksplisit dari nilai perusahaan (Jensen, 1983). *Implicit claimholder*, sebagai contoh konsumen misalnya, membeli sebuah produk yang berupa komputer, konsumen tersebut akan memberikan keuntungan bagi perusahaan yang berupa *value* dalam bentuk *future business* yang sifatnya tidak berujud (*intangible*), misalnya rekomendasi pada temannya atau konsumen potensial lainnya mengenai produk tersebut. Dengan demikian perusahaan mempunyai klaim implisit yang dipegang oleh konsumen, misalnya: konsumen mempunyai klaim untuk berekspektasi bahwa perusahaan akan menghasilkan barang yang *reliable*, terjaga kualitasnya, selalu *up-date*, dan dapat diperjualbelikan pada harga yang sewajarnya (*reasonable cost*). Untuk dapat memenuhi klaim tersebut biasanya perusahaan mempunyai tingkat likuiditas yang tinggi.

*Net Organizational Capital* (NOC) yang didefinisikan oleh Cornell dan Shapiro, digunakan untuk menggolongkan tingkat dari pengaruh non-investor stakeholder pada pembayaran deviden. NOC merupakan aset organisasi yang melebihi kewajiban untuk membayar klaim atau hutang, dengan kata lain adalah selisih antara aset dikurangi hutang perusahaan. Jumlah dimana aset organisasi ini melebihi kewajiban/hutang organisasi adalah merupakan tingkat NOC, dimana memberikan tambahan bagi pemegang saham. Sepanjang perusahaan menginvestasikan dalam kemampuan untuk memenuhi klaim stakeholder, maka tingkat dari NOC akan meningkat, selama nilai bagi stakeholder dapat melebihi biaya bagi perusahaan dalam memenuhi klaim tersebut.

Barton, Hill, dan Sundaram (1989), menguji prediksi dari *stakeholder theory* untuk struktur modal, dengan mengkategorikan secara subyektif perusahaan ke dalam *high* atau *low* NOC group. Mereka menemukan bahwa *high* NOC firm cenderung untuk lebih konservatif dalam finansial (menggunakan lebih banyak ekuitas dibandingkan dengan *low* NOC firm). Perusahaan dengan tingkat NOC yang lebih tinggi juga membutuhkan tingkat likuiditas yang tinggi untuk dapat memenuhi pembayaran dari klaim implisit yang potensial. Untuk meningkatkan likuiditas, perusahaan dapat menurunkan rasio pembayaran deviden. Dengan pembayaran deviden yang rendah berarti perusahaan akan membutuhkan pembiayaan dari luar yang sedikit, sepanjang mereka dapat menyimpan kas secara internal (laba yang ditahan) daripada membayar deviden. Penyimpanan kas ini konsisten dengan teori *pecking order* dari Myers (1984).

Cornell dan Shapiro (1987), menghipotesiskan bahwa manajer dari suatu perusahaan dapat memberikan signal mengenai kemampuan

mereka untuk melakukan pembayaran pada klaim implisit mereka dengan membayar deviden yang lebih tinggi. Namun hipotesis ini tidak konsisten dengan tujuan dari signal tersebut, karena perusahaan berkeinginan untuk mengindikasikan bahwa kebutuhan kas lebih besar untuk melakukan pembayaran pada klaim implisit, sementara dalam menetapkan rasio pembayaran deviden yang tinggi dapat menurunkan kas untuk melakukan pembayaran tersebut, dengan demikian membuat signal yang tidak konsisten. Signal seharusnya dibuat konsisten dengan tujuan dari mempunyai likuiditas yang tinggi.

Penelitian yang dilakukan oleh Shapiro (1990), memberikan hipotesis yang berbeda pada hubungan antara kebijakan deviden dan NOC. Perusahaan yang secara relatif mempunyai tingkat NOC yang tinggi membutuhkan perhatian tentang stabilitas deviden. Teori yang dikemukakan oleh Shapiro menyebutkan bahwa perusahaan yang mempunyai rasio pembayaran deviden yang lebih rendah akan memberikan signal pada stakeholder bahwa mereka dapat melakukan pembayaran pada *implicit claim*. Hipotesis ini sesuai dengan apa yang dikemukakan oleh Barton, Hill dan Sundaram (1989).

Penelitian pada klaim implisit sangat sulit, menurut Cornell dan Shapiro (1987), penilaian ini berhubungan dengan tingkat dari *spillover effect*, dimana suatu perusahaan mempunyai beberapa *product line*, *business line*, atau divisi. Yang dimaksud dengan *spillover effect* dapat dicontohkan sebagai berikut, misalkan suatu perusahaan memilih untuk mengidentifikasi semua produk tersebut dibawah satu *brand name* atau *business line* dan produk tersebut sama, jika terjadi perubahan dalam nilai dari klaim implisit dari satu produk maka akan membawa pengaruh pada produk lain. Dengan demikian jika salah satu *product line* perusahaan kualitasnya buruk maka akan membawa nama buruk bagi seluruh *line business* dalam perusahaan. Suatu perusahaan yang dibedakan ke dalam *line business* yang tidak berhubungan atau banyak divisi akan mempunyai pengaruh *spillover* yang lebih sedikit dibandingkan yang *focused firm*.

Beberapa penelitian terdahulu berkaitan dengan kebijakan deviden yang pernah dilakukan di Indonesia, antara lain adalah penelitian yang dilakukan Efendri (1993), yang berjudul "*Faktor-faktor Yang Dipertimbangkan Dalam Kebijakan Deviden Oleh Perusahaan-Perusahaan Go Publik Di Indonesia*". Dalam penelitian tersebut digunakan kuesioner untuk mengetahui persepsi manajemen tentang faktor-faktor yang dipertimbangkan dalam kebijakan pembagian deviden kas. Penelitian yang menggunakan 84 sampel ini menghasilkan kesimpulan bahwa faktor peningkatan dan penurunan laba termasuk

faktor yang sangat penting yang dipertimbangkan manajemen dalam kebijakan pembagian deviden kas.

Penelitian lain yang serupa dilakukan oleh Widyantoro (1995), dengan judul "*Analisis Beberapa Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Deviden Pada Badan Usaha Milik Negara Bentuk Persero*". Penelitian tersebut menggunakan sampel *purposive* sebanyak 81 perusahaan yang telah diaudit pada tahun 1992. Dengan mengajukan model regresi berganda dengan empat variabel independen, yaitu: rencana pembayaran hutang, rencana investasi, rencana penambahan modal kerja, dan tingkat kesejahteraan perusahaan, serta variabel dependennya adalah deviden untuk pemerintah. Hasil yang diperoleh dalam penelitian tersebut adalah hanya faktor rencana investasi dan faktor rencana penambahan modal kerja saja yang berpengaruh terhadap kebijakan deviden.

Penelitian yang lain dilakukan oleh Ramli (1994), yang berjudul "*Analisa Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Deviden Industri Manufaktur Di Bursa Efek Jakarta*". Dalam penelitian ini digunakan 63 sampel perusahaan dari tahun 1992 sampai 1994. Pengujian dilakukan dengan regresi berganda dengan dua variabel independen, yaitu: *earning per share* (EPS) dan *debt equity ratio* (DER), sementara untuk variabel dependennya digunakan *dividend per share*. Hasil secara keseluruhan menyebutkan bahwa besarnya tingkat keuntungan (EPS) berpengaruh positif terhadap besarnya deviden, dan besarnya tingkat hutang berpengaruh negatif terhadap besarnya deviden. Dari pengujian tersebut diperoleh hasil hanya variabel EPS saja yang berpengaruh terhadap kebijakan deviden.

Penelitian yang lain adalah penelitian yang dilakukan Dermawan (1997), yang berjudul "*Faktor-Faktor Penentu Kebijakan Pembayaran Deviden Pada Perusahaan Yang Go Publik Di Bursa Efek Jakarta tahun 1994*". Dalam penelitian tersebut digunakan *purposive sampling* dengan jumlah sampel sebanyak 67 perusahaan yang listing di BEJ selama tahun 1991 sampai 1996. Penelitian tersebut menggunakan analisis regresi berganda terhadap 8 variabel independen, yaitu: rata-rata rasio pembayaran deviden, *delta current liabilities*, *return on investment*, *expected capital expenditures*, *average growth in dividends*, banyaknya pemegang saham, *net plant* dibagi *total assets*, dan *cash flow variability*, sedangkan variabel dependennya adalah *dividend payout ratio*. Hasil yang diperoleh dalam penelitian ini adalah hanya rata-rata tingkat pertumbuhan deviden yang berpengaruh terhadap rasio pembayaran deviden. Selain itu hasil yang lain adalah faktor-faktor yang mempengaruhi besarnya rasio pembayaran deviden antara perusahaan manufaktur besar dan perusahaan manufaktur kecil berbeda.

## PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Dari penelitian terdahulu yang dikemukakan oleh Cornell dan Shapiro (1987), Peterson dan Benesh (1983), Prezas (1988), Ravid (1988) serta Titman (1984), mengungkapkan bahwa terdapat interaksi antara keputusan investasi dan keputusan finansial. Serta teori stakeholder yang dikemukakan oleh Cornell dan Shapiro bahwa non-investor stakeholder mempengaruhi interaksi antara keputusan investasi dan finansial ini. Dengan demikian proposisi yang diajukan adalah non-investor stakeholder dan investor stakeholder mempunyai pengaruh terhadap kebijakan deviden perusahaan. Pengujian proposisi tersebut adalah dengan menggunakan pengukuran yang lebih langsung dari *free cash flow* sebagai suatu cara untuk menghubungkan deviden dengan biaya agen (*agency cost*) dan *objective smoothing procedures* pada rasio pembayaran deviden.

Dari teori yang telah dikemukakan diatas, terdapat beberapa faktor yang diduga dapat mempengaruhi kebijakan deviden, yaitu:

### Variabel NOC

Shapiro (1990), mengindikasikan bahwa manajer memberikan signal mengenai kemampuan mereka untuk menghargai klaim implisit adalah dengan membayar deviden yang rendah. Hal ini berarti bahwa lebih banyak kas yang tersimpan di dalam perusahaan untuk membayar klaim implisit dan mengurangi risiko yang mungkin terjadi bila dilakukan pemotongan deviden. Dengan demikian dapat diambil hipotesis:

***H<sub>1</sub>: Terdapat hubungan negatif antara Net Organizational Capital (NOC) dan rasio pembayaran deviden.***

Suatu masalah yang muncul dalam pengujian hipotesa ini adalah kesulitan dalam mengukur NOC. Namun *spillover effect* dapat dipakai sebagai proksi untuk tingkat NOC, dimana hal ini didasarkan pada ide dari fokus perusahaan yang mengukur konsentrasi perusahaan di dalam *core business*-nya.

### Besarnya Perusahaan

Dari penelitian yang dilakukan oleh Lloyd, Jahera, dan Page (1985) dan Vogt (1994), mengindikasikan bahwa besarnya perusahaan memainkan peranan dalam menjelaskan rasio pembayaran deviden dalam perusahaan. Mereka menemukan bahwa perusahaan yang besar cenderung untuk lebih *mature* dan mempunyai akses yang lebih



mudah dalam pasar modal, dimana hal tersebut akan mengurangi ketergantungan mereka pada pendanaan internal, sehingga perusahaan akan memberikan rasio pembayaran deviden yang tinggi. Untuk memisahkan *agency effects* dari pengaruh besarnya perusahaan, maka dalam penelitian ini akan diregresi prosentase dari saham yang dimiliki oleh *insiders* dan *natural log* dari jumlah pemegang saham biasa dengan *natural log* dari total aset. Proksi yang digunakan untuk mengukur besarnya perusahaan dalam penelitian ini adalah *log total asset*. Penggunaan proksi tersebut sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Newbould dan Wilson (1977) serta Mumford (1990) seperti diungkapkan dalam penelitian Machfoedz (1994). Dengan demikian dapat ditarik hipotesis:

**H2: Terdapat hubungan positif antara besarnya perusahaan dan rasio pembayaran deviden.**

#### **Variabel Agency Cost**

Kepemilikan *insider* digunakan untuk mengukur biaya agen, yaitu dengan menghitung prosentase dari *total share outstanding* yang dimiliki oleh *insider*. Dengan semakin meningkatnya kepemilikan dari manajemen, maka biaya agensinya akan semakin menurun, sepanjang manajer tersebut mengharapkan efek kesejahteraan yang lebih pada keputusannya (Subrahmanyam, Rangan, dan Rosenstein, 1997). Dengan demikian dapat diambil hipotesis sebagai berikut:

**H3: Terdapat hubungan negatif antara prosentase dari jumlah saham yang dimiliki oleh insider dengan rasio pembayaran deviden.**

Pengukuran kedua dari biaya agen adalah dengan memonitor/mengawasi (*monitoring*) manajer yang dilakukan oleh pemegang saham. Jika seorang pemegang saham memegang bagian yang substansial dalam ekuitas perusahaan, *institutional investor* misalnya, maka *monitoring* yang dilakukan terhadap individual ini merupakan aktivitas yang berbiaya rendah sebagai suatu prosentase dari kesejahteraan individual di dalam kepemilikan. Dengan demikian perusahaan dengan konsentrasi pemilikan yang rendah, atau secara relatif mempunyai jumlah pemegang saham yang banyak, akan menaikkan rasio pembayaran deviden. Dalam hal ini dapat diambil hipotesis sebagai berikut:

**H4: Terdapat hubungan positif antara rasio pembayaran deviden dengan konsentrasi kepemilikan.**

Pengukuran yang ketiga dari biaya agen adalah *free cash flow* di dalam suatu perusahaan. Jensen (1986), mengatakan *free cash flow* sebagai aliran kas dimana kelebihan pendanaan dibutuhkan untuk semua proyek yang mempunyai *net present value* yang positif setelah keseluruhan proyek tersebut didiskontokan pada *cost of capital*-nya. *Free cash flow* (FCF) secara sederhana dapat diterjemahkan sebagai kas yang menganggur, yaitu sisa kas setelah digunakan untuk berbagai keperluan proyek yang telah direncanakan perusahaan, seperti: melunasi hutang, membayar deviden, melakukan investasi, dan lain-lain. Dengan demikian tingkat FCF yang relatif rendah akan mengurangi biaya agen sehingga kebutuhan dari deviden untuk membayar biaya agen menjadi berkurang. Oleh karena itu semakin tinggi FCF maka semakin tinggi rasio pembayaran deviden. Dengan demikian dapat diambil hipotesis sebagai berikut:

**H5: Terdapat hubungan positif antara free cash flow dan rasio pembayaran deviden.**

#### **Variabel Transaction Cost**

Pembayaran deviden yang tinggi akan mengurangi ekuitas biaya agen namun akan menaikkan biaya transaksi yang berhubungan dengan pendanaan internal (Rozeff, 1982). Perusahaan yang memiliki pengalaman ataupun yang mengharapkan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan mempertahankan rasio pembayaran deviden yang rendah untuk menghindari biaya untuk pembiayaan internal. Karena tidak dapat digunakan pengukuran secara langsung terhadap biaya transaksi, maka digunakan variabel pertumbuhan yang dipakai sebagai proksi, yang diciptakan oleh Barton, Hill, dan Sundaram (1989), dimana mereka menggunakan variabel pertumbuhan penjualan yang berhubungan dengan *natural log* dari penjualan dengan waktu. Dengan demikian digunakan variabel tingkat pertumbuhan sebagai proksi dari biaya transaksi. Hipotesis yang diajukan adalah:

**H6: Terdapat hubungan negatif antara ratio pembayaran deviden dengan variabel tingkat pertumbuhan, sepanjang biaya transaksi yang tinggi akan mengimbangi keuntungan biaya agen dari deviden.**

## METODE PENELITIAN

---

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dari tahun 1993 sampai 1999, dengan menggunakan analisis *pooled time series cross-sectional*. Hingga tahun 1999 terdapat kurang lebih 146 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ, dan terbagi atas 21 sub sektor. Sedangkan sampel yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan manufaktur yang *listing* di BEJ sejak tahun 1993 sampai 1999.
2. Perusahaan yang mempunyai *insider ownership*, serta data-data lain yang dibutuhkan dalam penelitian ini secara lengkap.
3. Perusahaan yang mempunyai prosentase kepemilikan institusional.

Dari seluruh populasi yang ada, sampel yang memenuhi kriteria yang telah ditentukan tersebut terdiri atas 45 perusahaan dengan jumlah observasi sebanyak 108 observasi. Namun dari jumlah observasi tersebut terpaksa di-*drop* sebanyak 23 observasi karena dianggap sebagai *outlier*, hal tersebut dapat terlihat pada nilai *Cook's distance*-nya. Dengan demikian terdapat 85 observasi yang akan digunakan dalam penelitian ini.

Data yang digunakan dalam penelitian ini diambil dari data sekunder yang tersedia di BEJ yang berupa laporan keuangan tahunan dari seluruh perusahaan manufaktur yang telah go publik, yang terdiri atas neraca, laporan laba rugi, arus kas beserta penjelasannya. Sedangkan sumber data diperoleh dari: Indonesian Capital Market Directory, laporan keuangan tahunan dari tiap-tiap perusahaan, prospektus perusahaan, JSX statistik-tahunan, dan jurnal-jurnal serta penelitian sebelumnya.

Pada bagian ini akan dijabarkan suatu model ekonometrik dan variabel yang digunakan dalam penelitian, dengan pengembangan dari penelitian yang dilakukan oleh Barton, Hill, dan Sundaram (1989); Lloyd, Jahera, dan Page (1985). Persamaan regresi yang dikemukakan dibawah ini dipakai sebagai dasar untuk menguji hipotesis tentang hubungan antara NOC (memberikan ciri bagi tingkat pengaruh dari non-investor stakeholder terhadap pembayaran deviden) dari suatu perusahaan dan pembayaran devidennya. Untuk menspesifikasi model tersebut secara lebih lengkap, maka dimasukkan variabel lain dengan berdasarkan pada penelitian terdahulu.

**Model yang diajukan:**

$$DPR_{it} = \beta_0 + \beta_1 FS_{it} + \beta_2 LTA_{it} + \beta_3 INS_{it} + \beta_4 LCshr_{it} + \beta_5 FCF_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \epsilon_{it} \text{ ---- (1)}$$

Dalam hal ini,

- $DPR_{it}$  = rasio pembayaran dividen dari perusahaan i dalam tahun fiskal t  
 $FS_{it}$  = mengukur fokus dari perusahaan i tahun t  
 $LTA_{it}$  = natural log dari total aset perusahaan i tahun t  
 $INS_{it}$  = residual dari *insider ownership* untuk perusahaan i tahun t; *regressed on* LTA (diregres pada LTA)  
 $LCshr_{it}$  = *residual* dari *natural log* dari jumlah pemegang saham biasa untuk perusahaan i tahun t; *regressed on* LTA  
 $FCF_{it}$  = *free cash flow* untuk perusahaan i tahun t  
 $GROW_{it}$  = pertumbuhan penjualan dari perusahaan i tahun t dengan menggunakan penjualan 5 tahun sebelumnya

Fokus dari perusahaan, *free cash flow*, dan *GROW* dihitung dengan cara sebagai berikut:

$$FS_{it} = \text{MAX}_{j=1}^{N_{it}} \frac{S_{jit}}{S_{it}} \text{ ---- (2)}$$

Dalam hal ini,

- $N_{it}$  = jumlah dari lini bisnis yang dilaporkan perusahaan i tahun t.  
 $S_{jit}$  = penjualan untuk lini bisnis j bagi perusahaan i tahun t  
 $S_{it}$  = jumlah total penjualan perusahaan i tahun t

$$\text{Free cash flow} = \frac{\text{net income} + \text{depreasi} + \text{Interest exp ense} + \text{capital exp enditure}}{\text{total asset}}$$

$$GROW_{it} = \frac{\text{cov}(\ln SALE_{in}, n)}{\text{var}(n)} \text{ untuk } n = (t-4), (t-3), \dots, (t-4) \text{ ---- (3)}$$

Beberapa pengujian yang digunakan dalam penelitian ini adalah pengujian terhadap tiga asumsi klasik yaitu: multikolinieritas, heteroscedastisitas dan autokorelasi, uji F, dan uji t. Semua pengujian hipotesis akan diolah dengan menggunakan komputer program *Statistical Package for Social Science (SPSS)*.

Pengujian yang dilakukan terhadap 3 asumsi klasik yang pertama adalah pengujian terhadap multikolinieritas. Dalam hal ini yang akan diuji bukan ada tidaknya multikolinieritas namun berbahaya atau

tidaknya, sebab tidak ada suatu persamaan pun tanpa multikolinieritas. Uji terhadap multikolinieritas merupakan pengujian untuk melihat adanya keterkaitan hubungan antar variabel independen. Penelitian yang mengandung multikolinieritas akan berpengaruh terhadap hasil penelitian sehingga penelitian tersebut menjadi tidak berfungsi. Cara untuk mendeteksi adanya asumsi klasik tersebut adalah dengan uji Gujarati, atau dengan cara melihat tabel VIF-nya. Jika nilai VIF lebih dari 10 maka ada indikasi adanya multikolinieritas yang berbahaya.

Pengujian yang kedua terhadap asumsi klasik adalah pengujian adanya autokorelasi. Pengujian ini dimaksudkan untuk melihat adanya hubungan antara data (observasi) satu dengan data yang lainnya dalam 1 variabel. Cara untuk mendeteksi adanya autokorelasi adalah dengan menggunakan Durbin Watson (DW) statistik .

Pengujian yang terakhir dilakukan untuk mendeteksi adanya heteroscedastisitas, yaitu untuk melihat jarak kuadrat titik-titik sebaran terhadap garis regresi. Untuk mendeteksi asumsi tersebut akan digunakan uji Glesjer, atau dengan cara lain yaitu uji Park.

Langkah pertama dalam menganalisis kesesuaian (*fitted*) model regresi berganda setelah kelayakannya (*appropriateness*) adalah menguji apakah terdapat hubungan antara variabel dependen dengan seperangkat variabel independen. Uji F dilakukan untuk menguji hubungan regresi antara variabel dependen dan variabel independen dengan menguji  $H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = 0$ . Jika  $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5,$  dan  $\beta_6$  sama dengan nol maka berarti bahwa tidak ada hubungan regresi antara variabel dependen dan seperangkat variabel independen, demikian pula sebaliknya. Jika F hitung lebih kecil atau sama dengan F tabel maka *conclude*  $H_0$ , namun bila F hitung lebih besar dari F tabel maka *conclude*  $H_1$ .

Pengujian hipotesis alternatif diuji dengan menggunakan uji t untuk menguji signifikansi nilai parameter hasil regresi serta melihat kecocokan tanda (hubungan positif atau negatif) antara hipotesis alternatif dan hasil pengujian. Uji ini dilakukan dengan membandingkan nilai t hitung dengan nilai t tabelnya. Bila t hitung hasil regresi lebih besar dari nilai t tabel, maka hipotesis alternatif akan diterima. Namun jika sebaliknya t hitung hasil regresi lebih kecil dari nilai t tabel, maka hipotesis alternatif akan ditolak.

## HASIL

---

Dalam pengujian asumsi klasi mengenai adanya multikolinieritas diperoleh hasil regresi yang menunjukkan bahwa t hitung untuk masing-

masing variabel independen kecil dan R-squarenya juga kecil. Demikian pula jika dilihat dari matrik korelasinya tidak menunjukkan angka diatas batas yang ditoleransi yaitu sebesar 0,87. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat adanya multikolinieritas yang berbahaya dalam penelitian ini. Dengan melihat tabel VIF diperoleh hasil bahwa tidak ada nilai VIF yang berada diatas 10, dengan demikian memberikan arti bahwa tidak terdapat multikolinieritas yang berbahaya.

Pengujian asumsi klasik yang kedua dilakukan untuk menguji adanya autokorelasi, hasil regresi pada tabel *model summary* diperoleh angka DW statistic sebesar 1,771. Dari *rule of thumb* bahwa DW statistic harus mendekati 2, mengindikasikan bahwa tidak terdapat autokorelasi. Cara yang lain untuk meyakinkan dapat dilihat pada tabel Durbin Watson, dimana akan diperoleh angka *dl* sebesar 1,52 dan angka *du* sebesar 1,77. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa DW statistic (*d*) berada diantara *du* dan *4-du* ( $1,77 < 1,771 < 2,23$ ), yang berarti bahwa tidak terdapat autokorelasi dalam penelitian ini.

Pengujian yang terakhir dilakukan untuk mendeteksi adanya heteroscedastisitas, dengan uji Glesjer diperoleh bukti bahwa semua variabel independen tidak signifikan sehingga tidak terdapat asumsi klasik heteroscedastisitas. Atau untuk lebih meyakinkan dapat digunakan uji Park, hasil uji Park diperoleh hasil *t* statistik yang semuanya tidak signifikan, hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat heteroscedastisitas.

Pengujian dilakukan terhadap 85 observasi dengan melakukan regresi berganda. Dari hasil pengujian regresi tersebut secara keseluruhan diperoleh hasil seperti terlihat dalam Tabel 1.

**Tabel 1**  
**ANOVA Model Regresi Berganda**

MODEL	R	R SQUARE	ADJUSTED R SQUARE	STD. ERROR OF THE ESTIMATE	DURBIN-WATSON
1	.390	.152	.087	13.1144	1.771

MODEL		SUM OF SQUARES	DF	MEAN SQUARE	F	SIG.
1	Regression	2410.839	6	401.807	2.336	.040
	Residual	13415.035	78	171.988		
	Total	15825.874	84			

a. Predictors : (Constant), GROW, FS, LTA, FCF, INS, LCSHR

b. Dependent Variable : DPR

Dari data tersebut terlihat bahwa nilai F test dari keenam variabel tersebut adalah 2,336 dengan tingkat signifikansi 0,040; hal ini

menunjukkan bahwa terdapat hubungan antara variabel dependen dengan seperangkat variabel independen. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa terdapat hubungan regresi antara rasio pembayaran deviden (DPR) dengan variabel fokus perusahaan (FS), total asset (LTA), *insider ownership* (INS), jumlah pemegang saham biasa (LCSHR), free cash flow (FCF) dan pertumbuhan penjualan perusahaan (GROW). Hasil tersebut menunjukkan bahwa hanya 8,7% dari variasi DPR yang dapat dijelaskan oleh FS, LTA, INS, LCSHR, FCF dan GROW. Sedangkan 97,3% sisanya dijelaskan oleh variabel lain. Semakin besar adjusted R<sup>2</sup> akan semakin baik bagi model regresi, karena variabel independen dapat menjelaskan variabel dependen secara lebih baik. Semakin besar adjusted R<sup>2</sup> (mendekati 1) berarti semakin besar tingkat hubungan linier statistik dalam observasi (Neter et al., 1993).

Pengujian terhadap pengaruh individual dari hasil regresi berganda ini dimaksudkan untuk menguji hipotesis 1 sampai hipotesis 6, hasil yang diperoleh adalah terlihat pada Tabel 2.

**Tabel 2.**  
**Koefisien Model Regresi Berganda**

		UNSTANDARDIZED COEFFICIENTS		STANDARDIZED COEFFICIENTS	T	SIG.	COLLINEARIT Y STATISTICS	
Model		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-23.801	23.219		-1.025	.308		
	FS	.154	.060	.284	2.560	.012	.881	1.135
	LTA	2.541	1.154	.232	2.202	.031	.977	1.024
	INS	.160	.151	.176	1.054	.295	.389	2.570
	LCSHR	.126	.105	.203	1.201	.233	.380	2.634
	FCF	-2.940E-02	.076	-.041	-.389	.699	.962	1.039
	GROW	-2.717	4.833	-.060	-.562	.576	.965	1.036

a. Dependent Variable: DPR

Dari Tabel 4.3. tersebut dapat diperoleh model regresi berganda sebagai berikut:

$$DPR = -23,801 + 0,154FS + 2,541LTA + 0,160INS + 0,126LCSHR - 0,0294FCF - 2,717GROW + \epsilon$$

Pengujian yang pertama dilakukan terhadap variabel FS, diperoleh t hitung sebesar 2,560 dengan signifikansi sebesar 0,012. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel FS cukup signifikan dalam mempengaruhi variabel DPR secara individual walaupun arahnya tidak sesuai dengan yang telah dihipotesiskan, dengan demikian hipotesis pertama ditolak. Hubungan antara FS dengan NOC dihipotesiskan negatif, namun kenyataan dari hasil penelitian di Indonesia menunjukkan hubungan tersebut positif, dengan demikian tidak konsisten dengan hasil penelitian dari Holder et al. yang dilakukan di luar negeri. Hal ini dimungkinkan karena kondisi pasar modal di Indonesia yang belum seefisien pasar modal di Amerika. Alasan lain yang dapat dikemukakan adalah untuk kondisi di Indonesia, terdapat kemungkinan bahwa manajer dalam mengindikasikan kemampuan mereka dalam memenuhi klaim implisit adalah dengan melakukan pembayaran deviden yang tinggi sehingga memberikan signal bahwa perusahaan mempunyai nilai perusahaan yang tinggi sesuai dengan hipotesis yang dikemukakan Cornell dan Shapiro (1987).

Pengujian terhadap variabel kontrol LTA untuk mengontrol pengaruh besarnya perusahaan mendapatkan hasil t hitung sebesar 2,202 dengan signifikansi sebesar 0,31. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel LTA berpengaruh secara signifikan terhadap variabel DPR dengan arah yang positif, sehingga dengan demikian hipotesis kedua gagal untuk ditolak (hipotesis kedua diterima).

Pengujian selanjutnya dilakukan terhadap variabel kontrol INS untuk mengontrol biaya agen. Hasil yang diperoleh t hitung menunjukkan angka 1,054 dengan signifikansi sebesar 0,295. Hal ini berarti bahwa variabel INS tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR, dengan demikian hipotesis alternatif yang ketiga ditolak.

Pengujian bagi variabel LCSHR sebagai variabel kontrol kedua untuk mengontrol biaya agen memberikan hasil t hitung sebesar 1,201 dengan signifikansi sebesar 0,233. Hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel LCSHR tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran deviden (DPR), sehingga hipotesis alternatif keempat yang diajukan ditolak.

Pengujian selanjutnya dilakukan untuk menguji variabel FCF yang merupakan variabel kontrol yang ketiga bagi biaya agen. Hasil menunjukkan bahwa t hitung sebesar -0,389 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,699. Hal ini menunjukkan bahwa FCF tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran deviden, dengan demikian hipotesis alternatif yang kelima ditolak.

Pengujian pengaruh secara individual yang terakhir dilakukan terhadap variabel GROW sebagai variabel kontrol untuk mengontrol



biaya transaksi. Hasil yang diperoleh menunjukkan  $t$  hitung sebesar  $-0,562$  dengan tingkat signifikansi sebesar  $0,576$ . Hal tersebut berarti bahwa variabel *GROW* tidak berpengaruh terhadap *DPR*, dengan demikian hipotesis alternatif yang keenam ditolak.

## KESIMPULAN

---

Kesimpulan yang dapat ditarik dalam penelitian ini adalah terdapat hubungan (*relation*) antara variabel dependen dengan seperangkat variabel independen, atau dengan kata lain terdapat hubungan regresi antara rasio pembayaran deviden dengan fokus perusahaan, total aset, *insider ownership*, jumlah pemegang saham biasa, *free cash flow* dan *grow*. Hasil uji *F* ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Holder et al. (1998), yang direplikasi dalam penelitian ini namun tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan di Indonesia oleh Dermawan (1997), yang juga mengungkap masalah faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan deviden, walaupun konstruk yang digunakan berbeda dan hanya 1 variabel independen yang sama dengan penelitian ini yaitu variabel konsentrasi kepemilikan saham dalam hubungannya dengan biaya agen.

Sedangkan dari hasil pengujian secara individual ditunjukkan bahwa terdapat 2 variabel yang  $t$ -hitungnya signifikan, yaitu variabel *FS* dan variabel *LTA*, sedangkan 4 variabel independen yang lain yang digunakan sebagai variabel kontrol tidak berpengaruh secara signifikan terhadap rasio pembayaran deviden, yaitu variabel *LCSHR*, *INS*, *FCF*, dan *GROW*. Dari 6 hipotesis yang diajukan hanya 1 hipotesis saja yang dapat diterima, yaitu hipotesis kedua yang menyatakan bahwa terdapat hubungan yang positif antara besarnya perusahaan dan rasio pembayaran deviden.

Hasil pengujian uji  $t$  menunjukkan bahwa variabel *FS* secara signifikan berpengaruh terhadap rasio pembayaran deviden walaupun arahnya tidak sesuai dengan yang diharapkan. Dalam penelitian ini diharapkan variabel fokus perusahaan yang digunakan sebagai proksi untuk mengukur tingkat *NOC* melalui *spillover effect* dalam melihat pengaruh non-investor stakeholder dalam mempengaruhi kebijakan deviden, berhubungan negatif dengan rasio pembayaran deviden. Logika yang digunakan adalah, manajer dalam memberikan signal tentang kemampuan mereka dalam memenuhi klaim implisit adalah dengan membayar deviden yang rendah, sehingga banyak kas yang tersimpan dalam perusahaan untuk membayar klaim implisit dan mengurangi resiko yang mungkin terjadi bila dilakukan pemotongan deviden. Namun dari uji  $t$  tersebut diperoleh arah yang positif walaupun

hasilnya signifikan, sehingga hipotesis alternatif yang diajukan ditolak. Hal tersebut memberikan arti bahwa non-investor stakeholder mempunyai pengaruh dalam penentuan kebijakan deviden. Arah yang tidak sesuai dengan yang diharapkan ini barangkali disebabkan oleh karena manajer dalam memberikan signal mengenai kemampuan mereka dalam membayar klaim implisit tidak ditunjukkan dengan membayar deviden yang rendah, namun justru ditunjukkan dengan membayar deviden yang tinggi. Dengan demikian hasil tersebut juga menunjukkan bahwa terdapat interaksi antara keputusan investasi dengan keputusan finansial, dimana tingkat dari net operating income perusahaan dapat dipengaruhi oleh keputusan finansial seperti rasio pembayaran deviden.

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan Alli et al. (1993), hanya variabel HOLDING (dalam penelitian ini digunakan variabel LCSHR) yang hasilnya konsisten dengan di Indonesia, sedangkan variabel EXCAP, INTANG dan CVF tidak dapat digeneralisasi di Indonesia. Sedangkan berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Efendri (1993), tidak seluruh variabel yang digunakan berpengaruh secara signifikan terhadap rasio pembayaran deviden, variabel AVE, DPR, D.CR.LBT dan ROI tidak berpengaruh signifikan. Selanjutnya dari penelitian yang dilakukan Dermawan hanya variabel AV.GR.DV saja yang berpengaruh terhadap rasio pembayaran deviden. Beberapa hal yang menyebabkan terjadinya keadaan tersebut antara lain dikarenakan manajemen belum sepenuhnya memperhatikan pengaruh dari variabel independen yang tidak signifikan tersebut, ada kemungkinan bahwa salah satu faktor yang penting dalam pembayaran deviden perusahaan adalah untuk menghindari di-*delisting*-nya perusahaan tersebut.

## **KETERBATASAN PENELITIAN**

Penulis menyadari bahwa penelitian ini tidak terlepas dari keterbatasan-keterbatasan yang antara lain disebabkan oleh beberapa hal sebagai berikut:

1. Dengan diambilnya sampel yang tidak *random* (hanya perusahaan manufaktur saja) maka hasil penelitian tidak dapat untuk menggeneralisasi seluruh perusahaan yang go publik di Indonesia.
2. Dengan diambilnya sampel dari tahun 1993 sampai 1999 mungkin merupakan windows atau waktu pengamatan yang kurang baik karena pada awal tahun 1997 Indonesia memasuki krisis moneter hingga saat ini, dengan demikian hal tersebut akan berpengaruh terhadap hasil penelitian, dikarenakan setelah tahun 1996 terbukti

- banyak perusahaan yang tidak mampu untuk membayar deviden, sehingga observasi tidak konsisten.
3. Proksi yang digunakan dalam penelitian ini semuanya mengacu pada penelitian yang dilakukan di Amerika sehingga kondisinya tidak sesuai dengan kondisi di Indonesia, dimana telah diketahui bahwa kondisi pasar modal di Indonesia belum seefisien di Amerika.
  4. Adanya pengaruh dari kondisi masing-masing subsektor industri pada perusahaan manufaktur, dapat mempengaruhi penentuan faktor-faktor yang dipertimbangkan dalam menentukan rasio pembayaran deviden.

Dengan melihat keterbatasan di atas penulis menyadari bahwa tidak ada satu penelitian pun yang sempurna. Untuk itu perlu dilakukan penelitian untuk memberikan hasil yang lebih baik dari riset ini. Semoga penelitian ini dapat bermanfaat dan memberikan wawasan bagi penelitian selanjutnya.

#### **KEMUNGKINAN PENGEMBANGAN**

---

Kemungkinan yang dapat dilakukan untuk penelitian selanjutnya adalah dengan mengambil sampel secara lebih random, tidak hanya terbatas pada perusahaan yang manufaktur saja, atau dengan memperluas populasinya dengan mengambil tahun sebelum 1993 yang mungkin dapat memberikan data yang lebih lengkap dengan jumlah observasi yang lebih banyak sehingga diperoleh hasil yang lebih konsisten.

Pengembangan yang lain dapat dilakukan dengan mencari proksi yang lebih baik bagi pengukuran tingkat NOC, karena sulitnya pengukuran tersebut. Dengan diketemukannya proksi yang lebih baik bagi pengukuran tingkat NOC diharapkan dapat lebih membantu manajemen dalam menentukan faktor-faktor yang dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan deviden. Selain itu peneliti selanjutnya juga dapat pula memilih pengukuran biaya agen yang lain, misalnya dalam pengukuran *free cash flow* dengan memasukkan variabel *capital expenditure* memberikan asumsi secara implisit bahwa pengeluaran tersebut adalah NPV yang positif, peneliti selanjutnya dapat memasukkan NPV yang negatif. Atau kemungkinan pengembangan yang lain adalah melihat pengaruh lain dari keputusan investasi dan keputusan finansial seperti hubungan antara teori stakeholder dengan merger, akuisisi dan *takeover*.

---

**DAFTAR PUSTAKA**

---

- Alli, Kasim L, A. Qayyum Khan, dan Gabriel G Ramirez, "Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis", *The Financial Review*, November 1993.
- Barton, S.L., N.C. Hill, dan S. Sundaram, "An Empirical Test of Stakeholder Theory Predictions of Capital Structure", *Financial Management*, Spring 1989.
- Cornell, B. Dan A.C. Shapiro, "Corporate Stakeholders and Corporate Finance", *Financial Management*, Spring 1987.
- Dermawan, Elizabeth Sugiarto, "Faktor-faktor Penentu Kebijakan Pembayaran Dividen oleh Perusahaan-perusahaan yang Go Publik di Bursa Efek Jakarta Tahun 1994", *Tesis*, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, 1997.
- Efendri, "Faktor-faktor yang Dipertimbangkan Dalam Kebijakan Pembayaran Dividen Oleh Perusahaan-perusahaan GO Publik di Indonesia", *Tesis*, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, 1993.
- Gordon, M.J., "Dividends, Earnings and Stock Prices", *Review of Economics and Statistics*, May 1959.
- Holder, Mark E., Langrehr, Frederick W, dan Hexter, J. Lawrence, "Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholders Theory", *Financial Management*, Vol. 27, No. 3, Autumn 1998.
- Jensen, M.C., "Organization Theory and Methodology", *Accounting Review*, April 1983.
- Jensen, Michael C., "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 1986.
- Jogiyanto, H.M. Dr., *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta, 1998.
- Lintner, J., "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *American Economics Review*, 1956.

- Litzenberger, R.H., dan Krishna Ramaswamy, "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics*, June 1979.
- Lloyd, W.P., J.S. Jahera, dan D.E. Page, "Agency Costs and Dividend-Payout Ratios", *Quarterly Journal of Business and Economics*, Summer 1985.
- Machfoedz, Mas`ud, "Financial Ratio Analysis and the Predictions of Earnings Changes in Indonesia", *Kelola*, 1994.
- Martin, J.D., J.W. Petty, A.J. Keown, dan D.F. Scott, *Basic Financial Management*, 5<sup>th</sup> edition, Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice-Hall, 1991.
- Miller, M.H. dan F. Modigliani, "Dividen Policy, Growth, and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, October 1961.
- Miller, M.H. dan M.S. Scholes, "Dividends and Taxes", *Journal of Financial Economics*, December 1978.
- Miller, M.H., "Can Management Use Dividends to Influence the Value of the Firm?" in J.M. Stern and D.H. Chew Jr., Eds., *The Revolution in Corporate Finance*, New York, NY, Basil Blackwell, 1986.
- Mumford, Michael J., "A Note on the Disclosure Size Exemptions in Technical Release 706", *Accounting and Business Research*, Summer 1990.
- Myers, S.C., "The Capital Structure Puzzle", *Journal of Finance*, July 1984.
- Neter, John, William Wasserman, and G.A. Whitmore, *Applied Statistic*, Fourth Edition, Prentice Hall, 1993.
- Patria, Heri., "Dividend Policy dan Nilai Perusahaan", *Bank & Manajemen*, November/Desember, 1999.
- Peterson, P.P. dan G.A. Benesh, "A Reexamination of Empirical Relationship between Investment and Financing Decisions", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, December, 1983.

- Prezas, A.P., "Interactions of the Firm's Real and Financial Decisions", *Applied Economics*, April 1988.
- Ramli, Ishak, "Analisa Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Deviden Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta", *Pustaka FE-Universitas Taruma Negara*, 1994.
- Ravid, S.A., "On Interactions of Production and Financial Decisions", *Financial Management*, Autumn 1998.
- Rozeff, M.S., Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research*, Fall 1992.
- Shapiro, A.C., *Modern Corporate Finance*, Macmillan Publishing Co., New York, 1990.
- Subrahmanyam, V., N. Rangan, dan S. Rosenstein, "The Role of Outside Directors in Bank Acquisitions", *Financial Management*, Autumn 1997.
- Swardjono, Drs., MSc., *Teori Akuntansi: Perekayasaan Akuntansi Keuangan*, BPFE-Yogyakarta, 1998.
- Titman, S., "The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision", *Journal of Financial Economics*, March, 1984.
- Van Horne, James C, *Financial Management and Policy*, 7<sup>th</sup> Editions, Prentice Hall, 1986.
- Vogt, S.C., "The Cash Flow/Investment Relationship: Evidence from U.S. Manufacturing Firms", *Financial Management*, Summer 1994.
- Weston, J. Fred dan Eugene F. Brigham, *Managerial Finance*, Penerbit Erlangga, Edisi 7, 1998.
- Widyantoro, Setyawan, "Analisis Beberapa Faktor yang Berpengaruh terhadap Kebijakan Deviden pada Badan Usaha Milik Negara Bentuk Persero", *Tesis*, Universitas Gadjah Mada, Yogyakarta, 1995.