

KEPERMANENAN ARUS KAS DAN EKSPEKTASI PASAR DALAM PENENTUAN PEMBAYARAN DIVIDEN MENINGKAT

Sri Wahyuni

Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Purwokerto, Jawa Tengah

E-mail: wahyuniump@yahoo.com

The research intends to analyze the influence cash-flow permanence to determination of the increase of dividend payout. This research so analyzes market's expectation about estimation of the future cash-flow permanence. Data used in the research are manufacturing companies listed in BEJ from 1995-2002. The result showed that Cash-flow permanence does not influence on the determination of the increase of dividend payout. The result of average difference analysis showed that cash-flow of growing company is more permanently than not growing company. Market's expectation is related with increase of dividend payout does not influenced by cash flow permanence.

Keywords: cash-flow permanence, market's expectation, increase of dividend payout

PENDAHULUAN

Artikel penelitian ini menanggapi isu kepermanenan arus kas dalam kaitannya dengan pertimbangan manajemen atas penentuan pembayaran dividen meningkat. Penelitian ini juga menganalisis ekspektasi pasar mengenai prediksi kepermanenan arus kas yang akan datang yang didasarkan pada *dividend signalling theory*.

Informasi mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dapat membantu investor dan calon investor untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas di masa yang akan datang. Hal ini penting dipahami bagi investor atau calon investor karena dapat memberi gambaran mengenai keuntungan yang akan diperoleh perusahaan dalam periode tertentu di samping untuk mengetahui bagaimana prestasi perusahaan dalam menghasilkan pendapatan bagi

investor atau calon investor dalam bentuk pembayaran dividen (Effendi, 1993).

Penelitian ini dilatarbelakangi oleh penelitian yang dilakukan oleh Watts (1973), Benartzi, et al. (1997), Guay dan Harford (2000), dan Jagannatan (2002). Watts (1973) menguji pengumuman dividen untuk menemukan bahwa kandungan informasi dividen tidak dapat untuk mengestimasi *earnings* yang akan datang. Hanya terdapat sedikit bukti secara empiris bahwa dividen mempunyai tambahan informasi relatif terhadap pengumuman *earnings* dalam mengestimasi *earnings* yang akan datang (Lefwitzxch & Zmijewski, 1994, De Angelo et al. 1996, dan Benartzi et al. 1997).

Riset yang dilakukan oleh Benartzi, et al. (1997) dengan sampel yang komprehensif terhadap perubahan dividen, menyimpulkan bahwa dividen pada akhirnya bereaksi atas perubahan *earnings* sekarang daripada sinyal *earnings* yang akan datang. Satu penjelasan dari penemuan ini adalah bahwa sinyal pilihan metode pembayaran dividen yang berbeda akan mengubah tingkat kepermanenan arus kas untuk kinerja perusahaan yang akan datang.

Studi yang dilakukan oleh Guay dan Harford (2000) yang menguji kepermanenan arus kas dan kandungan informasi metode *cash payout* antara dividen meningkat dan *stock repurchase*, menemukan bukti bahwa metode dividen meningkat berhubungan dengan arus kas yang lebih permanen dari pada *stock repurchase*. Mereka juga menemukan bukti bahwa pasar menggunakan pengumuman *payout* untuk merevisi estimasi mereka mengenai kepermanenan arus kas masa depan. Ini berarti bahwa pilihan metode dividen meningkat mempunyai kandungan informasi yang dapat memprediksi arus kas masa depan.

Pembagian dividen akan mempengaruhi arus kas, khususnya berhubungan dengan arus kas bebas perusahaan. Berdasarkan logika, manajemen akan membagikan dividen meningkat dibandingkan tahun sebelumnya, jika mereka yakin akan kepermanenan arus kas yang direalisasi. Berdasarkan logika tersebut maka artikel ini akan membuktikan apakah penentuan pembayaran dividen yang ditetapkan oleh pemegang saham dan manajemen mencerminkan keyakinan mereka mengenai kepermanenan arus kas.

Berdasarkan latar belakang masalah yang dikemukakan di atas permasalahan pokok dalam penelitian ini adalah 1) Apakah dasar pengambilan keputusan manajemen dalam menentukan pembayaran dividen meningkat dipengaruhi oleh ekspektasinya mengenai kepermanenan arus kas?, 2) Apakah ekspektasi pasar berkaitan dengan

pembayaran dividen meningkat berhubungan dengan prediksinya mengenai kepermanenan arus kas ?

Telaah literatur berkaitan dengan penelitian ini adalah:

1. *Dividend signalling theory*

Teori mengenai dividen sebagai sinyal dikembangkan pertama kali oleh Bhattacharya (1979). Kemudian dilanjutkan oleh John dan William (1985), serta Miller dan Rock (1985), yang menyatakan bahwa pengumuman dividen mengandung informasi mengenai laba saat ini dan masa depan. Apabila pengumuman dividen tersebut meningkat (menurun) berarti manajer mempunyai keyakinan bahwa laba akan mengalami peningkatan (penurunan).

Penelitian ini didasari *dividend signaling theory* bahwa emiten tidak akan memberikan sinyal yang negatif yang akan merugikan dirinya sendiri. Emiten akan memberikan sinyal yang positif dengan harapan untuk memaksimalkan utilitasnya. Sedangkan dividen yang diumumkan oleh perusahaan yang tumbuh dan mempunyai prospek yang baik di masa yang akan datang berhubungan dengan kepermanenan arus kas masa lalu dan yang berkelanjutan (*contemporaneous cash flow*) (Jagannatan, 2002), Guay dan Harford (2000). Maka diprediksikan di sini bahwa kebijakan pembayaran dividen meningkat dipengaruhi oleh kepermanenan arus kas.

2. Kepermanenan arus kas dan kebijakan dividen

Penelitian mengenai hubungan kepermanenan arus kas dengan kebijakan dividen di antaranya dilakukan oleh Dennis et al. (1994) yang melakukan pengujian terhadap analisis, menunjukkan mereka merevisi peramalan laba, sesuai dengan perubahan *unexpected dividend*. Mereka juga menemukan reaksi yang signifikan pada harga saham di sekitar tanggal pengumuman dividen. Jadi, Dennis et al. (1994) mendukung hipotesis dividen sebagai sinyal arus kas masa depan.

Penelitian yang dilakukan oleh Stephen dan Weisbach (2000), menunjukkan bahwa peningkatan dividen berkaitan dengan volatilitas arus kas. Perusahaan yang memiliki volatilitas arus kas yang rendah memilih dividen, sedangkan yang memiliki volatilitas arus kas yang tinggi memilih *stock repurchase*.

Penelitian yang dilakukan oleh Jagannatan et al. (2000), menemukan bukti bahwa perusahaan yang melakukan peningkatan pembayaran dividen mengalami peningkatan arus kas yang permanen, sedangkan *stock repurchase* berkaitan dengan arus kas temporer.

Guay dan Harford (2000), menguji kepermanenan arus kas dan kandungan informasi metode *cash payout* antara dividen meningkat

versus *stock repurchase*. Sampel yang diamati yaitu 1068 perusahaan yang memilih metode *stock repurchase* dan 5007 perusahaan yang memilih metode dividen meningkat, dengan periode pengamatan antara tahun 1981-1993. Hasil yang diperoleh adalah bahwa metode dividen meningkat berhubungan dengan arus kas yang lebih permanen dari pada *stock repurchase*. Mereka juga menemukan bukti bahwa pasar menggunakan pengumuman pembayaran dividen untuk merevisi estimasi mereka mengenai kepermanenan arus kas masa depan. Ini berarti bahwa pilihan metode dividen meningkat mempunyai kandungan informasi yang dapat memprediksi arus kas masa depan.

Hipotesis pertama dalam penelitian ini secara implisit mengandung arti bahwa perusahaan menggunakan dividen meningkat untuk mendistribusikan arus kas masa lalu dan *contemporaneous cash flow shock*. Pandangan ini secara luas konsisten dengan bukti dari Bortov (1991) dan Bernartzi et al. (1997), Jagannatan (2000) dan Guay dan Harford (2000). Dari pandangan di atas penulis sependapat dengan argumen Guay dan Harford (2000) bahwa penentuan pembayaran dividen meningkat bergantung pada kepermanenan ekspektasi arus kas yang direalisasi. Lintner (1956), Fama dan Babiak (1968) serta Asquith dan Mullins (1983) dalam Guay & Harford (2000), di antaranya memberikan bukti bahwa peningkatan dividen ditujukan untuk memperoleh arus kas yang permanen. Sehingga, karena kebijakan pembayaran dividen meningkat secara implisit untuk memperoleh arus kas yang lebih permanen, maka hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H1: Kepermanenan arus kas berpengaruh terhadap penentuan pembayaran dividen meningkat.

3. Ekspektasi pasar mengenai kepermanenan arus kas

Penelitian ini juga mengamati ekspektasi pasar mengenai kepermanenan arus kas perusahaan berkaitan dengan faktor yang menentukan dasar pembayaran dividen meningkat. Jika pasar secara tepat mengantisipasi kepermanenan arus kas, yang ditunjukkan dengan adanya perubahan harga saham (*abnormal return* yang diperoleh), hubungan antara *divident payout* dan kepermanenan arus kas yang akan datang mempunyai implikasi untuk kandungan informasi dividen meningkat. Jika perusahaan menggunakan perubahan dividen untuk mengatur pembayaran kasnya, ketika perubahan arus kas relatif lebih permanen, dividen meningkat menyediakan informasi yang menguntungkan kepada pasar mengenai luasnya kepermanenan arus kas. Tetapi, ketika perusahaan melakukan pembayaran dividen tetap atau menurun, pasar akan menerima informasi yang kurang menguntungkan mengenai

kepermanenan arus kas. Kuatnya reaksi harga pasar yang berpengaruh atas pengumuman pembayaran dividen meningkat menyebabkan pasar mengubah ekspektasinya tentang kepermanenan arus kas perusahaan. Ini berarti bahwa, merupakan hal yang penting untuk menguji ekspektasi pasar tentang kepermanenan arus kas. Sehingga, hipotesis kedua yang akan diuji dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H2: Ekspektasi pasar dalam kaitannya dengan pembayaran dividen meningkat berhubungan dengan kepermanenan arus kas.

METODE PENELITIAN

Jenis dan Sumber Data

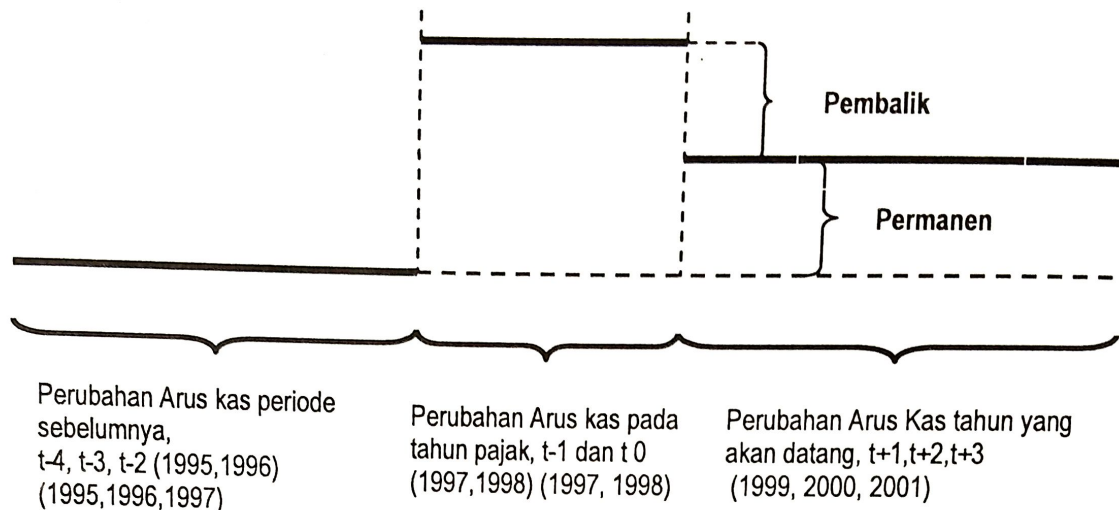
Penelitian ini menggunakan data sekunder sebagai berikut:

1. Data tanggal pengumuman dividen dan besarnya dividen yang dibayarkan (untuk mengklasifikasikan pengumuman dividen meningkat) tahun 1995-2001 diperoleh dari Database Pasar Modal pada Pusat Pengembangan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada (PPA FE UGM) dan Business News.
2. Data harga saham harian dan indeks pasar atau IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) tahun 1995-2002 untuk menghitung return sekuritas dan return pasar. Data return perusahaan yang mengumumkan dividen meningkat dan return pasar berasal dari Database Pasar Modal pada Pusat Pengembangan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada (PPA FE UGM dan Business News).
3. Data arus kas operasi perusahaan berasal dari laporan keuangan tahunan perusahaan dari tahun 1995-2002 dari BEJ.

Pemilihan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan *go public* yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta. Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang telah ditetapkan. Beberapa kriteria yang ditetapkan untuk memperoleh sampel meliputi: a) Sampel telah terdaftar pada BEJ sejak tahun 1995 atau sebelumnya; b) Sampel adalah perusahaan manufaktur; c) Perusahaan sampel telah menerbitkan laporan keuangan selama 8 tahun yaitu tahun 1995 sampai dengan 2002; d) Sampel terpilih sebagai perusahaan yang melakukan pembayaran dividen meningkat. Dari hari keputusan pengumuman dividen, selama tahun fiskal t , penulis menghitung garis dasar arus kas (*base line cash flow*). *Cash flow Shock* (perubahan arus kas) periode sebelumnya ($t-4$, $t-3$, $t-2$), *Cash flow shock* selama tahun pajak ($t-1$ dan t), dan perubahan arus kas tahun yang akan datang ($t+1$, $t+2$, $t+3$). Dengan menggunakan

ukuran arus kas ini, penulis akan mengamati apakah pembayaran dividen meningkat ditentukan oleh kepermanenan arus kas. *Cash flow time series* selama 8 tahun ditunjukkan pada gambar 1.



Gambar 1. Cash Flow Time Series Selama 8 Tahun

Identifikasi Variabel dan Pengukuran

1. Variabel perubahan dividen

Pengumuman dividen meningkat dibandingkan tahun sebelumnya, dihitung dengan cara:

$$\Delta DPS = \frac{DPS_t - DPS_{t-1}}{DPS_{t-1}}$$

Notasi:

ΔDPS = perubahan dividen

DPS_t = *dividen per share* tahun ini

DPS_{t-1} = dividen per share tahun sebelumnya

Perubahan dividen diklasifikasikan sebagai dividen meningkat apabila ΔDPS nilainya lebih besar dari pada nol.

2. Variabel kepermanenan arus kas

Arus kas dalam penelitian ini menggunakan arus kas dari operasi (CFO), yang dihitung sebagai berikut:

$$CFO_t = \text{laba operasi sebelum depresiasi} - \text{bunga} - \text{pajak} - \Delta \text{working capital}.$$

Untuk mengukur kepermanenan arus kas ada tiga tahap yang harus dilakukan, yaitu menentukan *shock cash flow* (perubahan arus kas), *reversion* (pembalik), dan *permanence* (permanen) dengan perhitungan sebagai berikut:

- *Cash flow shock* = [Avg (cash flow/total asset) pada tahun -1 dan 0] – [Avg (cash flow/ total asset) pada tahun -4,-3,-2]
- *Reversion* = [Avg (cash flow/total asset) pada tahun +1,+2,+3] – [Avg (cash flow/ total asset) pada tahun -1 dan 0]
- *Permanence* = [Avg (cash flow/total asset) pada tahun +1,+2,+3] – [Avg (cash flow/ total asset) pada tahun -4,-3,-2]

3. Variabel ekspektasi pasar

Proksi perubahan harga saham sebagai cermin dari ekspektasi pasar dalam penelitian ini adalah *cumulatif abnormal return* (CAR). CAR merupakan akumulasi *abnormal return* dalam periode peristiwa untuk masing-masing saham. *Abnormal return* adalah selisih antara return realisasi masing-masing saham dengan return ekspektasian masing-masing saham.

CAR dihitung dengan model sebagai berikut:

$$CAR_{i,t} = \sum AR_{i,a}$$

dimana:

$CAR_{i,t}$ = Akumulasi abnormal return saham ke-i pada hari ke-t, yang dihitung mulai awal periode jendela sampai dengan akhir periode jendela.

$AR_{i,a}$ = Abnormal return saham ke-i pada hari ke-a, yaitu mulai t-3 sampai hari ke t+3

Koreksi terhadap Beta dilakukan untuk mengurangi bias yang terjadi akibat perdagangan yang tipis di Bursa Efek Jakarta. Metode koreksi yang digunakan adalah metode Fowler dan Rorke 4 *lead* dan 4 *lag*, sesuai dengan saran Surianto dan Hartono (2000).

Metode Analisis Data

Metode empiris untuk menguji hipotesis yang diajukan menggunakan alat analisis regresi sederhana dengan model sebagai berikut:

$$Y = a + bX_1 + e$$

dimana:

- Y = pembayaran dividen meningkat (*dividend payout ratio*)
 a = konstanta
 X1 = PERM (*Cash Flow Permanence*)
 B = koefisien regresi
 e = *disturbance term*

ANALISIS DATA DAN HASIL PENELITIAN

Hasil Kenormalan Data

Pengujian normalitas data yang dilakukan dengan uji Kolmogorov-Smirnov. Pemenuhan karakter data ini sangat diperlukan untuk mendapatkan hasil penelitian yang tidak bias dan untuk menentukan alat analisis yang tepat. Hasilnya menunjukkan bahwa data yang menjadi variabel dalam pengujian hipotesis pertama (H1) semuanya mempunyai nilai asymptotic Sig. (2-tailed) di atas 0,05 atau tidak signifikan yang berarti bahwa semua data berdistribusi normal. Tetapi untuk data yang terkait dengan pengujian hipotesis dua (H2) menunjukkan data tidak berdistribusi normal.

Hasil Pengujian Hipotesis Satu

Untuk menguji hipotesis pertama (H1) yang menyatakan bahwa kepermanenan arus kas (PERM) berpengaruh terhadap penentuan pembayaran dividen meningkat dilakukan dengan cara meregres antara variabel PERM dengan DP. Dari hasil analisis uji regresi linier sederhana dapat diringkas pada tabel 1,

Tabel 1. Hasil Estimasi Regresi Linier Sederhana

| Model | Unstandardized Coefficient | | Standardized Coefficient | F | Sig. | R Square |
|------------|----------------------------|------------|--------------------------|------|------|----------|
| | B | Std. Error | Beta | | | |
| (Constant) | 52.366 | 4.659 | | | | |
| PERM | -10.726 | 24.783 | -.052 | .187 | .667 | .003 |

a. Predictors: (Constant), PERM

b. Dependent Variable: DP

Dari hasil estimasi di atas selanjutnya dapat disusun persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 52,366 - 10,726 X1 + e$$

Persamaan regresi di atas menunjukkan bahwa koefisien variabel PERMN (-10,726) menunjukkan arah yang negatif, yang berarti bahwa

apabila kepermanenan arus kas turun satu satuan akan mengakibatkan kenaikan DP sebesar satu satuan, sedangkan dilihat dari signifikansinya, juga tidak memberikan hasil yang signifikan ($0,667 > 0,05$). Hal ini menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan bahwa kepermanenan arus kas berpengaruh terhadap penentuan pembayaran dividen meningkat (H1) ditolak.

Hasil Pengujian Hipotesis Dua (H2)

Pengujian hipotesis dua (H2) dilakukan dengan menggunakan uji non parametrik (karena data tidak berdistribusi normal) yaitu uji korelasi Kendall's tau_b untuk menunjukkan hubungan antara CAR dengan PERMN. Hasil pengujiannya dapat dilihat pada tabel 2,

Tabel 2. Korelasi Kendall's tau_b antara CAR dengan PERMN

| | CAR | PERMN |
|---|-------|---------|
| Kendall's tau_b Correlation Coefficient CAR | 1,000 | 0,101 |
| Sig. (2-tailed) | , | 0,211 |
| N | 71 | 71 |
| Kendall's tau_b Correlation Coefficient CFS | 0,029 | 0,588** |
| Sig. (2-tailed) | 0,721 | 0,000 |
| N | 71 | 71 |
| Kendall's tau_b Correlation Coefficient PERMN | 0,101 | 1,000 |
| Sig. (2-tailed) | 0,211 | , |
| N | 71 | 71 |

** correlation is significant at the 0,01 level (2-tailed)

Tabel 2 menunjukkan hasil pengujian korelasi Kendall's tau antara CAR dengan PERMN sebesar 0,101 dengan signifikansi 0,211 (tidak signifikan). Hal ini berarti bahwa ekspektasi pasar berkaitan dengan pembayaran dividen meningkat tidak berhubungan dengan prediksinya mengenai kepermanenan arus kas. Hal ini berarti bahwa hipotesis kedua yang menyatakan bahwa ekspektasi pasar berkaitan dengan dividen meningkat berhubungan dengan kepermanenan arus kas (H2) tidak diterima.

KESIMPULAN

Koefisien variabel PERMN (kepermanenan arus kas) tidak menunjukkan hasil yang signifikan. Kenyataan ini menunjukkan bahwa penentuan pembayaran dividen di Indonesia tidak memperhitungkan kepermanenan arus kas. Hal ini mungkin dikarenakan perusahaan-perusahaan di Indonesia lebih mempertimbangkan faktor yang lain

(seperti *earnings*) sebagai dasar penentuan pembayaran dividen meningkat, dan juga dikarenakan perusahaan di Indonesia belum membuat prediksi arus kas untuk masa satu sampai tiga tahun ke depan.

Pengujian hubungan antara CAR dengan kepermanenan arus kas untuk mengetahui ekspektasi pasar mengenai kepermanenan arus kas dalam kaitannya dengan pembayaran dividen meningkat diperoleh hasil bahwa ekspektasi pasar berkaitan dengan pembayaran dividen meningkat, tidak berhubungan dengan kepermanenan arus kas, tetapi lebih dipengaruhi oleh faktor-faktor yang lain (misalnya *earnings*). Hal ini mungkin disebabkan oleh investor Indonesia yang masih naif, yang lebih mempertimbangkan *earnings* daripada arus kas, hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Miller dan Rock (1985) bahwa pengumuman dividen meningkat mengandung informasi mengenai laba saat ini dan yang akan datang, tetapi tidak konsisten dengan hasil penelitian Guay dan Harford (2000), yang menyatakan bahwa ekspektasi pasar berkaitan dengan pembayaran dividen meningkat berhubungan dengan kepermanenan arus kas.

Penelitian ini mempunyai beberapa keterbatasan yang kemungkinan dapat melemahkan hasil pengujian, diantaranya adalah: a) Sampel perusahaan jumlahnya relatif kecil, yang disebabkan karena kriteria-kriteria yang harus dipenuhi dalam penelitian ini; b) memasukkan periode waktu krisis moneter yang menyebabkan harga-harga tidak stabil, hal ini berpengaruh juga terhadap angka-angka akuntansi yang dijadikan perhitungan rasio dalam penelitian ini, yang dapat melemahkan hasil penelitian; c) Pemilihan sampel hanya memperhitungkan *confounding effect* secara mikro saja (pengumuman saham bonus, *right issue*, *stock split*), tidak memperhitungkan *confounding effect* secara makro (berita-berita politik) selama periode pengamatan. Keterbatasan ini menyebabkan penilaian atas respon pasar yang bias.

Hasil ini dapat memberikan kontribusi dan bukti tambahan adanya pengaruh pertumbuhan perusahaan dengan penentuan pembayaran dividen meningkat khususnya pada perusahaan yang sahamnya diperdagangkan di pasar modal yang tipis (*thin market*), termasuk Indonesia. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan pembayaran dividen meningkat tidak didasarkan pada kepermanenan arus kas baik masa lalu maupun arus kas yang berkelanjutan. Hal ini perlu diperhatikan oleh investor dalam mempertimbangkan pengambilan keputusan membeli atau menjual saham dengan harapan mengenai dividen meningkat yang dibagikan dengan mempertimbangkan faktor kepermanenan arus kas.

Saran untuk penelitian berikutnya adalah dengan memperpanjang tahun pengamatan agar diperoleh hasil yang dapat digeneralisasikan. Penelitian berikutnya hendaknya memperhitungkan *confounding effect* yang terkait dengan sampel secara makro untuk mendapatkan respon pasar yang sesuai dengan tujuan pengujian.

DAFTAR PUSTAKA

- Bartov, E., Krinsky, I., Lee, J., 1998. Evidence on How Companies Choose between Dividends and Open-market Stock Repurchases. *Journal of Applied Corporate Finance* 11, p.89-96.
- Benartzi, S., Michaely, R., Thaler, R., 1997. Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past. *Journal of Finance* 52, p.1007-1034.
- De Angelo, H., DeAngelo, L., Skinner, D., 1996. Reversal of Fortune: Dividend Signalling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth. *Journal of Financial Economics* 40, p.341-371.
- Dechow, P.M., Kothari, S.P., Watts, R.L., 1998. The Relation between Earnings and Cash Flows. *Journal of Accounting and Economics* 25, p.133-168.
- Denis, D., 1990. Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchases and Special Dividends. *Journal of Finance* 45, p.1433-1456.
- Denis, D., Denis, D., Sarin, A., 1994. The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow, Signalling, Overinvestment and Dividend Clientele. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29, p.567-587.
- Efendi, 1993. *Faktor-faktor yang Dipertimbangkan dalam Kebijakan Pembayaran Dividen oleh Perusahaan-perusahaan Go Publik di Indonesia*. Tesis S2. Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Guay, W., Harford, J., 2000. The Cash Flow Permanence and Information Content of Dividend Increases versus Repurchases. *Journal of Accounting and Economics* 57, p.385.
- Hartono, Jogianto, 1998, "Teori Portofolio dan Analisis Investasi," Yogyakarta: BPFU UGM.
- Hartono, Jogianto, 1999a, "An Agency-Cost Explanation for Dividend Payments" Working paper, Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Hartono, Jogianto, 1999b, "Bias di Beta Sekuritas dan Koreksinya untuk Pasar Modal yang Sedang Berkembang: Bukti Empiris di Bursa

Efek Jakarta, Working Paper, Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.

- Jagannathan, M., Stephens, C., Weisbach, M., 2000. Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases. *Journal of Financial Economics*, this issue.
- Leftwich, R., Zmijewski, M., 1994. Contemporaneous Announcements of Dividends and Earnings. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 9, p.725-762.
- Sujoko, 1999. *Analisis Kandungan Informasi Dividen dan Ketepatan Reaksi Pasar*. Tesis S2. Universitas Gadjah Mada Yogyakarta.
- Triyono, 2007, Kegunaan Informasi Laba Akuntansi dan Arus Kas Operasi: Pengaruh Faktor-faktor Kontekstual. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan FE UMS* Volume 6 Nomor 1, April 2007. Surakarta: Jurusan Akuntansi FE UMS.