

HUBUNGAN BIAYA KEAGENAN, RESIKO PASAR DAN KESEMPATAN INVESTASI DENGAN KEBIJAKAN DEVIDEN

Fauzan

Universitas Muhammadiyah Surakarta

According to the Miller and Modigliani (1961) Hypothesis, under the assumptions of perfect capital markets, rational behaviour, no taxation and transaction cost, it is the investment policy that determines the firm value while the dividend policy is irrelevant. Their position on this issue is often referred to in the literature as firms having a residual dividend policy, or that dividend payments are irrelevant to firm value. Among other researchers, Green, Pogue and Watson (1993) question the irrelevance argument and investigate the relationship between dividends and investment and financing decision. Another researches dividend policy base on the residual theory of dividend (Brigham, 1996), The role of dividends in reducing agency problem (Jensen and Meckling, 1976), signalling role of dividends (Lintner, 1962).

We use a sample of 81 firms in Jakarta Stock Exchange to determine the relationship between dividend payout, agency cost, market risk, and investment opportunities. The dividend policy of a firm is defined as its dividend payout ratio of the year 1996. The percentage of institutional holding of a firm's common stock of the year 1996 as a proxy for agency cost. Beta value of the year 1996 is used as a proxy for market risk. The past three years sales growth (1993 to 1996) and market to book value of common stock of the year 1996 as proxies for the firm's investment opportunities.

The regression results show a significantly negative relationship for variable beta and insignificant relationship for variables

institutional holding, sales growth and market to book value of equity.

Keywords: agency cost, market risk, investment opportunities, dividend policy, capital gain

LATAR BELAKANG MASALAH

Pasar modal merupakan jembatan untuk mendistribusikan kesejahteraan kepada masyarakat khususnya kepada pemegang surat berharga perusahaan, misalnya pemegang surat berharga akan menerima deviden dan *capital gains* (Machfoedz & Na'im, 1996). Besarnya deviden tergantung besarnya laba yang diperoleh perusahaan dan kebijakan deviden atau keputusan mengenai besarnya bagian keuntungan yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan bagian yang akan ditahan oleh perusahaan sebagai *retained earnings* (Levy & Sarnat, 1990). Perbandingan antara deviden dan keuntungan merupakan rasio pembayaran deviden (*dividend payout ratio*).

Modigliani dan Miller (1961) mengemukakan, pembayaran deviden tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham dan nilai perusahaan. Nilai perusahaan lebih ditentukan oleh *earning power* dari *asset* perusahaan, sehingga dapat dikatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi. Hal ini menunjukkan kebijakan deviden dan keputusan investasi merupakan dua hal yang tidak berkaitan (*independent*). Pendapat tersebut mendasarkan pada asumsi: pasar modal yang sempurna, perilaku rasional dari pelaku pasar modal, tidak ada pajak dan tidak ada biaya transaksi. Dari pemikiran Modigliani dan Miller tersebut mendorong munculnya pemikiran-pemikiran atau teori-teori baru dengan memfokuskan pada ketidaksempurnaan pasar. Beberapa pemikiran baru tersebut di antaranya: *The residual theory of dividends* (teori deviden sisa), deviden akan dibayarkan setelah pendanaan untuk investasi terpenuhi (Brigham, 1996); peran deviden dalam mengurangi masalah keagenan atau *the role of dividends in reducing agency problem* (Jensen & Meckling, 1976); peran deviden dalam menandakan sesuatu atau *the signalling role of dividends* (Lintner, 1962). Berdasarkan pemikiran Modigliani Miller dan beberapa pengembangnya tersebut, penulis tertarik untuk meneliti kembali beberapa hal yang berhubungan dengan kebijakan deviden.

Deviden merupakan sumber yang memberikan sinyal kepada investor di pasar modal, deviden yang dibayarkan mencerminkan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba dan prospek yang baik di masa yang akan datang (deviden mempunyai kandungan informasi). Lintner (1956) mengemukakan, perusahaan-perusahaan berusaha mempertahankan tingkat deviden yang dibayarkan, karena penurunan deviden akan memberikan sinyal yang buruk (perusahaan membutuhkan dana atau kesulitan dana). Perusahaan yang mempunyai fluktuasi laba yang tinggi kemungkinan juga mempunyai fluktuasi pembayaran deviden yang tinggi, hal ini tentu saja akan memberikan sinyal yang tidak baik, khususnya bila deviden turun. Untuk menghindari hal itu perusahaan yang mempunyai fluktuasi laba yang tinggi (beresiko tinggi) biasanya cenderung membayarkan deviden yang rendah agar tidak terjadi pemotongan deviden kalau laba perusahaan turun (Hartono, 1998). Pembagian deviden mempunyai resiko yang lebih kecil dibandingkan dengan *capital gains* (Elton & Gruber, 1994). Perusahaan yang membayar deviden tinggi mempunyai resiko yang lebih kecil dibanding yang menahannya dalam bentuk laba ditahan, pendapat tersebut mendasarkan pada *bird in the hand theory* oleh Lintner (1962), Gordon (1963), Bhattacharya (1979) investor menyukai deviden yang diterima seperti burung di tangan (*bird in the hand*) yang resikonya lebih kecil dibandingkan dengan deviden yang tidak dibagikan (*bird in the bush*). Rozeff (1982), Lloyd, Jahera & Page (1985), Collins, Saxena, & Wansley (1996), dan Souza (1999) dalam penelitiannya menemukan adanya hubungan negatif yang signifikan antara resiko perusahaan yang diukur dengan beta dengan *dividend payout*. Susilawati (1999) dalam penelitiannya menemukan adanya hubungan negatif yang signifikan antara risiko perusahaan dengan rasio pembayaran deviden.

Besarnya bagian laba yang akan dibayarkan sebagai deviden terkait dengan besarnya dana yang dibutuhkan perusahaan dan kebijakan manajer perusahaan mengenai sumber dana yang akan digunakan, dari sumber intern atau ekstern. Salah satu alternatif pemenuhan kebutuhan dana adalah dari intern, dengan menahan laba yang diperolehnya (tidak dibagikan sebagai deviden). Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan membutuhkan dana yang lebih besar, sehingga kebijakan deviden mungkin bisa terpengaruh. Smith & Watts (1992) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan akan mempengaruhi sejumlah kebijakan yang dibuat oleh perusahaan, misalnya kebijakan pendanaan, kebijakan

deviden dan kebijakan kompensasi. Higgins (1972) menemukan hubungan negatif antara *dividend payout* dengan kesempatan investasi. Collins, Saxena, & Wansley (1996), Lloyd, Jahera & Page (1985), dan Rozef (1982) dalam penelitiannya menyimpulkan adanya hubungan negatif yang signifikan antara pertumbuhan penjualan dengan *dividend payout*. Souza (1999) dalam penelitiannya dengan data internasional menyimpulkan tidak ada hubungan antara *dividend payout* dengan kesempatan investasi (variabel kesempatan investasi diukur dengan pertumbuhan penjualan selama tiga tahun dan rasio *market to book value of equity*). Kallapur & Trombley (1999) mengemukakan bahwa pertumbuhan perusahaan dapat digambarkan dengan seperangkat *set* kesempatan investasi (IOS). Gaver & Gaver (1993), Smith & Watts (1992), Sami dkk. (1999) dan Hartono (1999) mempunyai satu kesimpulan yang sama bahwa satu rasio cenderung tidak sempurna untuk mewakili level IOS. Subekti (2000) dalam penelitiannya menggunakan analisis faktor berhasil menentukan perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh sebagai proksi dari *set* kesempatan investasi. Smith & Watts (1992) menjelaskan temuannya mengenai hubungan IOS dengan kebijakan deviden diidentifikasi dengan arus kas yaitu semakin besar jumlah investasi dalam satu periode tertentu, akan semakin kecil jumlah deviden yang diberikan karena perusahaan yang bertumbuh aktif melakukan kegiatan investasi, hal itu menunjukkan adanya hubungan negatif antara pertumbuhan dengan kebijakan deviden.

Kebijakan deviden terkait juga dengan hubungan antara manajer dengan para pemegang saham. Kepentingan dari pemegang saham dan manajer bisa berbeda dan mungkin bisa menimbulkan suatu konflik, misalnya manajer menghendaki pembagian deviden yang kecil karena perusahaan membutuhkan dana yang besar untuk mendanai investasinya sedangkan pemegang saham menghendaki pembagian deviden yang besar. Konflik yang terjadi akan menimbulkan biaya keagenan (Easterbrook, 1984). Dalam *agency conflict*, aktifitas pemonitoran oleh pihak luar sangat diperlukan. Salah satu pemonitor dari luar perusahaan adalah investor institusional (Jensen & Meckling, 1976), semakin banyak jumlah pemonitor maka kemungkinan terjadinya konflik semakin rendah, hal ini berarti akan menurunkan *agency cost* (biaya keagenan), sedangkan cara untuk mereduksi biaya keagenan adalah dengan pembayaran deviden kepada para pemegang saham (Jensen, Solberg, Zorn, 1992).

Bathala, et al. (1994) dalam suatu studi empiriknya mengatakan bahwa kepemilikan institusional merupakan suatu agen

pengawasan yang penting serta mampu melakukan suatu peran aktif yang konsisten dalam melindungi kepentingan investasinya dalam perusahaan. Temuan tersebut sejalan dengan hasil penelitian empiris McConnell & Servaes (1990) yang menyebutkan bahwa terdapat suatu fakta adanya suatu peran pengawasan yang positif yang dilakukan oleh investor institutional. Hasil temuan tersebut diperkuat oleh studi Chen & Steiner (1999) yang mengatakan bahwa kehadiran investor institutional diharapkan akan mampu mengurangi konsentrasi kepemilikan saham oleh insider. Menurut pendapat Coffee (1991) untuk meningkatkan akuntabilitas manajerial, mekanisme pengawasan oleh investor institusional merupakan salah satu pilihan kebijakan yang sangat penting. Kecenderungan mengenai peningkatan aktivitas pengawasan institutional terus meningkat, hal tersebut memaksa para *insiders* untuk bertindak lebih hati-hati. Peningkatan aktifitas investor institusional dalam melakukan pengawasan terjadi karena adanya suatu kenyataan bahwa kepemilikan saham oleh institusional yang signifikan telah meningkatkan kemampuan mereka untuk melakukan tindakan secara kolektif. Bathala et al. (1994) menjelaskan bahwa kehadiran kepemilikan institusional dapat berperan sebagai agen pengawas yang efektif untuk mengurangi konflik keagenan, karena mereka dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan sekaligus memungkinkan perusahaan untuk menggunakan tingkat hutang secara optimal.

Fama & Jensen (1983) mengemukakan bahwa mekanisme pengawasan dapat dilakukan dengan menempatkan dewan ahli yang tidak didanai oleh perusahaan sehingga tidak berada di bawah pengawasan *insider*, munculnya mekanisme pengawasan tersebut mampu mendorong untuk terus meningkatkan tanggung jawab insider. Pendapat ini juga mendapat dukungan dari Bathala, et al (1994). Shleifer & Vishney (1986) dalam dalilnya mengenai "*active monitoring hypothesis*", berpendapat bahwa kepemilikan saham yang besar memiliki kemampuan untuk mengawasi dan mempengaruhi manajemen secara lebih tepat dalam melindungi investasi usahanya. Mereka mengatakan bahwa *external block-holdings* dan *institutional holdings* mampu mengurangi perilaku oportunistik manajerial, sehingga mampu mengurangi konflik keagenan antara manajer dan *stockholders*.

Holder, Langrehr & Hexter (1998) dalam penelitiannya yang menggunakan *insider ownership*, *ownership concentration* dan *free cash flow* sebagai proksi untuk biaya keagenan menyimpulkan

bahwa biaya keagenan berhubungan positif terhadap rasio pembayaran deviden. Souza (1999) dalam penelitiannya menggunakan prosentase kepemilikan institusi untuk memproksi biaya keagenan dan menemukan adanya hubungan negatif yang signifikan antara biaya keagenan dengan *dividend payout* (rasio pembayaran deviden). Demsey & Laber (1992) dalam penelitiannya mengenai pengaruh biaya keagenan terhadap rasio pembayaran deviden dengan menggunakan kepemilikan saham oleh insider dan *shareholder dispersion* sebagai proksi untuk biaya keagenan menyimpulkan bahwa *insider ownership* berhubungan negatif dengan rasio pembayaran deviden, sedangkan *shareholder dispersion* berhubungan positif dengan rasio pembayaran deviden.

Susilawati (1999) dalam penelitiannya menggunakan *insider ownership* dan *shareholder dispersion* sebagai proksi untuk biaya keagenan menyimpulkan bahwa kedua variabel tersebut tidak berpengaruh secara signifikan terhadap rasio pembayaran deviden, akan tetapi mempunyai arah hubungan yang negatif. Hambali (2001) dalam penelitiannya menggunakan *insider ownership*, kepemilikan institusional dan *free cash flow* sebagai proksi dari biaya keagenan, menyimpulkan bahwa ketiga variabel tersebut tidak berpengaruh secara signifikan terhadap rasio pembayaran deviden, dan arah hubungannya adalah negatif untuk *free cash flow* dan positif untuk *insider ownership* dan kepemilikan institusional. Dermawan (1997) dalam penelitiannya menggunakan kepemilikan institusional untuk memproksikan biaya keagenan, menyimpulkan bahwa variabel tersebut tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan rasio pembayaran deviden dan arah hubungannya adalah negatif. Penjelasan tersebut menunjukkan adanya suatu keterkaitan antara biaya keagenan dengan kebijakan deviden

PERUMUSAN MASALAH

Menurut pendapat Coffee (1991) untuk meningkatkan akuntabilitas manajerial, mekanisme pengawasan oleh investor institusional merupakan salah satu pilihan kebijakan yang sangat penting. Kecenderungan mengenai peningkatan aktivitas pengawasan institusional terus meningkat, hal tersebut memaksa para insider untuk bertindak lebih hati-hati. Peningkatan aktifitas investor institusional dalam melakukan pengawasan terjadi karena adanya suatu kenyataan bahwa kepemilikan saham oleh institusional yang signifikan telah meningkatkan kemampuan mereka untuk melakukan tindakan secara kolektif. Bathala et al. (1994) menjelaskan bahwa

kehadiran kepemilikan institusional dapat berperan sebagai agen pengawas yang efektif untuk mengurangi konflik keagenan. Pembayaran deviden merupakan suatu cara untuk mereduksi biaya keagenan (Jensen & Meckling, 1976; Easterbrook & Rozeff, 1982). Dividen di sini berperan sebagai salah satu bentuk penawaran distribusi pendapatan, dengan pembayaran deviden pemegang saham melihat bahwa pengelola perusahaan sudah melakukan tindakan yang sesuai dengan keinginan mereka sehingga akan mengurangi konflik.

Deviden mempunyai kandungan informasi, kenaikan dan penurunan deviden akan direspon oleh pasar sehingga perusahaan akan berusaha mempertahankan tingkat devidennya (Lintner, 1956). Perusahaan yang mempunyai fluktuasi laba yang tinggi (mempunyai resiko yang tinggi) cenderung membayarkan deviden yang rendah, hal ini untuk menghindari pemotongan deviden kalau laba perusahaan turun (Hartono, 1998).

Deviden sebagai dana yang keluar dari perusahaan bisa terpengaruh oleh pertumbuhan perusahaan, karena perusahaan yang tumbuh memerlukan dana yang lebih besar untuk membiayainya (Smith & Watts, 1992). Permasalahan dalam penelitian ini adalah untuk mengetahui adanya hubungan antara kebijakan deviden dengan biaya keagenan, resiko pasar dan pertumbuhan perusahaan yang dinyatakan dalam pertanyaan penelitian sebagai berikut:

Apakah terdapat hubungan antara biaya keagenan, resiko pasar dan kesempatan investasi dengan kebijakan deviden?

TUJUAN DAN MANFAAT

Menentukan hubungan antara biaya keagenan, resiko pasar, dan kesempatan investasi dengan kebijakan deviden yang dapat digunakan oleh para pengambil keputusan yang berkaitan dengan kebijakan deviden dan diharapkan penelitian ini dapat memberikan kontribusi bagi ilmu pengetahuan dalam bidang akuntansi, khususnya mengenai variabel-variabel yang berhubungan dengan *dividend payout ratio*.

PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Sebagian besar dari investor menyukai deviden yang tinggi karena jumlah tertentu yang diterima sebagai deviden saat ini dianggap lebih berharga dibandingkan dengan *capital gain* yang akan diperoleh di waktu yang akan datang (Blume, 1980). Di samping itu,

keputusan pembagian deviden harus mempertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan, laba yang diperoleh sebaiknya tidak seluruhnya dibagikan sebagai deviden tetapi harus ditahan sejumlah tertentu untuk mendanai investasi perusahaan. Dari pernyataan tersebut dapat disimpulkan bahwa kebijakan deviden yang dibuat oleh manajemen memerlukan banyak pertimbangan, baik yang menyangkut kepentingan intern perusahaan maupun kepentingan investor.

Kebijakan deviden terkait dengan hubungan antara manajer dengan para pemegang saham. Kepentingan dari pemegang saham dan manajer bisa berbeda dan mungkin bisa menimbulkan suatu konflik, misalnya manajer menghendaki pembagian deviden yang kecil karena perusahaan membutuhkan dana yang besar untuk mendanai investasinya sedangkan pemegang saham menghendaki pembagian deviden yang besar. Konflik yang terjadi akan menimbulkan biaya keagenan. Dalam *agency conflict*, aktifitas pemonitoran oleh pihak luar sangat diperlukan. Salah satu pemonitor dari luar perusahaan adalah investor institusional, semakin banyak jumlah pemonitor maka kemungkinan terjadinya konflik akan semakin rendah, hal ini berarti akan menurunkan biaya keagenan, sedangkan cara untuk mereduksi biaya keagenan adalah dengan pembayaran deviden kepada para pemegang saham (Jensen, Solberg, Zorn, 1992). Penjelasan tersebut menunjukkan adanya suatu keterkaitan antara biaya keagenan yang diproksikan dengan prosentase kepemilikan saham oleh institusi dengan kebijakan deviden. Jensen & Meckling (1976) mengemukakan pentingnya aktifitas pemonitoran oleh pihak eksternal dalam *agency conflict* (*security analysts, brokerage firms and large institutional investor*). Biaya yang dikeluarkan untuk memonitor manajemen merupakan salah satu bentuk biaya keagenan (Easterbrook, 1984). Jika investor institusional besar bertindak sebagai pemonitor dan deviden dibayarkan untuk mereduksi Biaya keagenan, maka dapat disimpulkan adanya hubungan antara *dividend payout* dengan prosentase saham yang dimiliki oleh institusi. Souza (1999) menggunakan prosentase kepemilikan institusi untuk memproksi biaya keagenan dan menemukan adanya hubungan negatif yang signifikan antara biaya keagenan dengan *dividend payout*. Holder, Langrehr & Hexter (1998) dalam penelitiannya yang menggunakan *insider ownership, ownership concentration* dan *free cash flow* sebagai proksi untuk biaya keagenan menyimpulkan bahwa biaya keagenan berhubungan positif dengan rasio pembayaran deviden. Demsey & Laber (1992) dalam penelitiannya mengenai pengaruh

biaya keagenan terhadap rasio pembayaran deviden dengan menggunakan kepemilikan saham oleh *insider* dan *shareholder dispersion* sebagai proxy untuk biaya keagenan menyimpulkan bahwa *insider ownership* berhubungan negatif dengan rasio pembayaran deviden, sedangkan *shareholder dispersion* berhubungan positif dengan rasio pembayaran deviden. Susilawati (1999) dalam penelitiannya menggunakan *insider ownership* dan *shareholder dispersion* sebagai proksi untuk biaya keagenan menyimpulkan bahwa kedua variabel tersebut tidak berpengaruh secara signifikan terhadap rasio pembayaran deviden, akan tetapi mempunyai arah hubungan yang negatif. Hambali (2001) dalam penelitiannya menggunakan *insider ownership*, kepemilikan institusional dan *free cash flow* sebagai proksi dari biaya keagenan, menyimpulkan bahwa ketiga variabel tersebut tidak berpengaruh secara signifikan terhadap rasio pembayaran deviden, dan arah hubungannya adalah negatif untuk *free cash flow* dan positif untuk *insider ownership* dan kepemilikan institusional. Dermawan (1997) dalam penelitiannya menggunakan kepemilikan institusional untuk memproksikan biaya keagenan, menyimpulkan bahwa variabel tersebut tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan rasio pembayaran deviden dan arah hubungannya adalah negatif. Penjelasan tersebut menunjukkan adanya suatu keterkaitan antara biaya keagenan dengan kebijakan deviden.

Deviden merupakan sumber yang memberikan sinyal kepada investor di pasar modal (deviden mempunyai kandungan informasi). Lintner (1956) mengemukakan, perusahaan-perusahaan berusaha mempertahankan tingkat deviden yang dibayarkan, karena penurunan deviden akan memberikan sinyal yang buruk (perusahaan membutuhkan dana atau kesulitan dana). Perusahaan yang mempunyai fluktuasi laba yang tinggi kemungkinan juga mempunyai fluktuasi pembayaran deviden yang tinggi, hal ini tentu saja akan memberikan sinyal yang tidak baik, khususnya bila deviden turun. Untuk menghindari hal itu, perusahaan yang mempunyai fluktuasi laba yang tinggi (beresiko tinggi) biasanya cenderung membayarkan deviden yang rendah agar tidak terjadi pemotongan deviden kalau laba perusahaan turun (Hartono, 1998). Pembagian deviden mempunyai resiko yang lebih kecil dibandingkan dengan *capital gains* (Elton & Gruber, 1994). Perusahaan yang membayar deviden tinggi mempunyai resiko yang lebih kecil dibanding yang menahannya dalam bentuk laba ditahan, pendapat tersebut mendasarkan pada *bird in the hand theory* oleh Lintner (1962), Gordon (1963), Bhattacharya

(1979) investor menyukai deviden yang diterima seperti burung di tangan (*bird in the hand*) yang resikonya lebih kecil dibandingkan dengan deviden yang tidak dibagikan (*bird in the bush*). Rozeff (1982), Lloyd, Jahera & Page (1985), Collins, Saxena, & Wansley (1996), dan Souza (1999) dalam penelitiannya menemukan adanya hubungan negatif yang signifikan antara resiko perusahaan yang diukur dengan beta dengan *dividend payout*.

Besarnya bagian laba yang akan dibayarkan sebagai deviden terkait dengan besarnya dana yang dibutuhkan perusahaan dan kebijakan manajer perusahaan mengenai sumber dana yang akan digunakan, dari sumber intern atau ekstern. Salah satu alternatif pemenuhan kebutuhan dana adalah dari intern, dengan menahan laba yang diperolehnya (tidak dibagikan sebagai deviden). Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan membutuhkan dana yang lebih besar, sehingga kebijakan deviden mungkin bisa terpengaruh. Smith & Watts (1992) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan akan mempengaruhi sejumlah kebijakan yang dibuat oleh perusahaan, misalnya kebijakan pendanaan, kebijakan deviden dan kebijakan kompensasi. Higgins (1972) menemukan hubungan negatif antara *dividend payout* dengan kesempatan investasi. Collins, Saxena, & Wansley (1996), Lloyd, Jahera & Page (1985), dan Rozef (1982) dalam penelitiannya menyimpulkan adanya hubungan negatif yang signifikan antara pertumbuhan penjualan dengan *dividend payout*. Souza (1999) dalam penelitiannya dengan data internasional menyimpulkan tidak ada hubungan antara *dividend payout* dengan kesempatan investasi (variabel kesempatan investasi diukur dengan pertumbuhan penjualan selama tiga tahun dan *rasio market to book value of equity*). Kallapur & Trombley (1999) mengemukakan bahwa pertumbuhan perusahaan dapat digambarkan dengan seperangkat *set* kesempatan investasi (IOS). Gaver & Gaver (1993), Smith dan Watts (1992), Sami dkk (1999) dan Hartono (1999) mempunyai satu kesimpulan yang sama bahwa satu rasio cenderung tidak sempurna untuk mewakili level IOS. Subekti (2000) dalam penelitiannya menggunakan analisis faktor berhasil menentukan perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh sebagai proksi dari *set* kesempatan investasi. Smith & Watts (1992) menjelaskan temuannya mengenai hubungan IOS dengan kebijakan deviden diidentifikasi dengan arus kas yaitu semakin besar jumlah investasi dalam satu periode tertentu, akan semakin kecil jumlah deviden yang diberikan karena perusahaan yang bertumbuh aktif melakukan kegiatan investasi, hal itu menunjukkan adanya hubungan negatif antara pertumbuhan dengan kebijakan deviden.

Banyak penelitian yang menitik beratkan pada variabel-variabel yang berkaitan dengan kebijakan deviden, khususnya faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan deviden. Dari beberapa penelitian di atas, penulis tertarik untuk meneliti kembali hubungan antara kebijakan deviden dengan biaya keagenan, kesempatan investasi, pertumbuhan perusahaan dan resiko pasar. Hasil penelitian sebelumnya menunjukkan hubungan antara kebijakan deviden dengan kesempatan investasi, dengan pertumbuhan perusahaan dan dengan resiko pasar adalah negatif, sedangkan hubungan antara kebijakan deviden dengan biaya keagenan adalah tidak konsisten, artinya ada peneliti yang menemukan hubungannya negatif dan ada peneliti yang lain menemukan hubungan yang positif. Dengan mendasarkan pada beberapa penelitian sebelumnya dapat diperkirakan hubungan antara kebijakan deviden dengan beberapa variabel yang akan diteliti dan dinyatakan dalam hipotesis berikut ini:

- Ha. Terdapat hubungan antara biaya keagenan, resiko pasar dan kesempatan investasi dengan kebijakan deviden
- Ha1. Terdapat hubungan antara biaya keagenan dengan kebijakan deviden.
- Ha2. Terdapat hubungan negatif antara resiko perusahaan dengan kebijakan deviden.
- Ha3. Terdapat hubungan negatif antara kesempatan investasi dengan kebijakan deviden

METODOLOGI

Pemilihan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan publik yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta (BEJ). Pemilihan sampel dilakukan berdasarkan metode *purposive sampling* dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan. Beberapa kriteria yang ditetapkan untuk memperoleh sampel mendasarkan pada penelitian Subekti (2001)

1. Sampel telah terdaftar pada BEJ sejak tahun 1992 atau sebelumnya.
2. Sampel adalah bukan perusahaan jenis industri perbankan dan keuangan lainnya, sesuai dengan pengklasifikasian *Indonesian Capital Market Directory*. Alasan pengecualian ini adalah adanya perbedaan yang menonjol dalam pembuatan kebijakan pendanaan pada perusahaan jenis industri ini dibandingkan

- dengan perusahaan jenis industri lainnya. Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya pengaruh industri yang terlalu besar.
3. Perusahaan sampel telah menerbitkan laporan keuangan selama lima tahun, yaitu tahun 1992 sampai dengan 1996. Pemilihan laporan keuangan mulai tahun 1992 karena tahun-tahun sebelumnya sampel terlalu sedikit, sedangkan pembatasan sampai dengan tahun 1996 karena tahun sesudahnya yaitu tahun 1997, 1998 dan 1999 sampel perusahaan terkena dampak krisis ekonomi dan moneter, sehingga kemungkinan besar sampel tidak dalam keadaan stabil.
 4. Sampel mempunyai laporan tahunan yang berakhir pada tanggal 31 Desember. Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya pengaruh waktu parsial dalam pengukuran variabel.
 5. Sampel adalah perusahaan yang tidak menunjukkan adanya saldo total ekuitas yang negatif atau mengalami kerugian selama tahun 1992 sampai dengan 1996. Karena saldo ekuitas dan laba yang negatif sebagai penyebut menjadi tidak bermakna dalam penghitungan rasio keuangan.
 6. Sampel adalah perusahaan yang memenuhi seluruh kualifikasi di atas dan datanya tersedia atau dapat diperoleh dari sumber data yang telah ditentukan.

Pertama akan ditentukan jumlah perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sampai tahun 1992, kemudian akan ditentukan jumlah perusahaan yang memenuhi seluruh kriteria yang telah ditetapkan. Dari seratus lima puluh perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sampai dengan tahun 1992, yang memenuhi seluruh kriteria di atas adalah 86 perusahaan,

Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini diambil dari data sekunder yang tersedia di BEJ yang berupa laporan keuangan tahunan dari perusahaan yang telah *go publik* yang memenuhi kualifikasi sampel. Data *dividend payout*, biaya keagenan, dan kesempatan investasi diperoleh dari Laporan keuangan perusahaan yang dipublikasikan Bursa efek Jakarta khususnya dari *Indonesian Capital Market Direktori (ICMD)* tahun 1997. Data resiko pasar atau beta yang sudah dikoreksi diperoleh dari PPA FE UGM

Pengukuran Variabel

a. Variabel Dependen

Kebijakan deviden diproksikan dengan *dividend payout ratio* atau *dividend per share* dibagi *earning per share* tahun 1996.

$$DPOUT = [\text{Dividen per lembar saham}] : [\text{Laba per lembar saham}]$$

Data *dividend payout* rasio dari semua perusahaan yang menjadi sampel tahun 1996 sudah tersedia di *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* tahun 1997.

b. Variabel Independen

- Biaya Keagenan diproksikan dengan prosentase kepemilikan institusional pada tahun 1996. Pemakaian proksi ini mendasarkan pada penelitian dari Bhatala, et al (1994), McConnell dan Servaes (1990), Souza (1999), Hambali (2001), dan Dermawan (1997)

$$AGENCYC = \text{Prosentase saham yang dimiliki oleh institusi pada tahun 1996}$$

- Resiko pasar diproksikan dengan beta perusahaan pada tahun 1996. Menurut Hartono (1999) perdagangan di BEJ masih tipis sehingga beta saham adalah bias. Berdasarkan kondisi tersebut maka dalam menghitung return ekspektasian harus dilakukan koreksi untuk memperoleh nilai beta yang mendekati nilai beta yang sebenarnya. Metoda yang digunakan untuk mengoreksi beta yaitu: Scholes & Williams (1977), Dimson (1979) dan Fowler and Rorke (1983). Metoda yang terbaik adalah Fowler and Rorke karena menggunakan bobot dalam mengalikan koefisien regresinya. Nilai beta koreksian dari seluruh perusahaan yang terdaftar di BEJ khususnya tahun 1996 telah dihitung oleh PPA FE UGM, sehingga dalam penelitian ini penulis tidak menghitung sendiri tapi langsung mengambil data beta yang sudah dikoreksi dari PPA FE UGM (BETA).
- Kesempatan investasi diproksikan dengan *MVEBVE* (*market to book value of equity*) tahun 1996 dan *sales growth* selama tiga tahun. Untuk *sales growth* akan diperhitungkan pertumbuhan mulai tahun 1993 sampai tahun 1996.

$$MVEBVE = [\text{jumlah saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}] : [\text{total ekuitas}]$$

$$\text{SALESG} = [\text{penjualan 1996} - \text{penjualan 1993}] : [\text{penjualan 1993}]$$

Alat Analisis

Pengujian hipotesis akan dilakukan dengan regresi berganda dengan model sebagai berikut:

$$\text{DPOUT} = \beta_0 + \beta_1(\text{BETA}) + \beta_2(\text{AGENCYC}) + \beta_3(\text{SALESG}) + \beta_4(\text{MVEBVE}) + e$$

$$\text{DPOUT} = \beta_0 + \beta_1(\text{BETA}) + \beta_2(\text{AGENCYC}) + e \quad (1)$$

$$\text{DPOUT} = \beta_0 + \beta_3(\text{SALESG}) + \beta_4(\text{MVEBVE}) + e \quad (2)$$

DPOUT : Dividen payout tahun 1996 sebagai variabel dependen

β_0 : Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4$: Koefisien regresi dari tiap-tiap variabel independen.

BETA : Nilai resiko pasar atau beta yang sudah dikoreksi sebagai variabel independen

AGENCYC : Prosentase kepemilikan institusional sebagai proksi biaya keagenan tahun 1996 sebagai variabel independen

SALESG : Pertumbuhan penjualan selama tiga tahun 1993 sampai 1996 sebagai variabel independen.

MVEBVE : Rasio *market to book value of equity* tahun 1996 sebagai variabel independen

e : Error term

Beberapa pengujian yang akan dilakukan dalam penelitian ini adalah: pengujian asumsi klasik yang meliputi normalitas, multikolinearitas, heteroskedastisitas dan autokorelasi, sedangkan untuk menguji kesesuaian model regresi dengan uji F dan untuk menguji hipotesis dengan uji t.

PENGUJIAN HIPOTESIS

Coefficients ^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-.324	.042		-7.636	.000
	AGENCYC	3.540E-02	.058	.064	.606	.546
	BETA	-7.87E-02	.022	-.383	-3.588	.001
	SALESG	3.919E-02	.029	.141	1.335	.186
	MVEBVE	-9.03E-03	.012	-.079	-.750	.456

a. Dependent Variable: LOGDP

Coefficients ^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.460	.032		14.517	.000
	SALESG	2.082E-02	.033	.071	.639	.525
	MVEBVE	-1.86E-02	.013	-.155	-1.389	.169

a. Dependent Variable: DPOUT

Coefficients ^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	.511	.038		13.283	.000
	AGENCYC	3.145E-02	.060	.054	.520	.604
	BETA	-9.01E-02	.022	-.416	-4.042	.000

a. Dependent Variable: DPOUT

Berdasarkan hasil perhitungan regresi berganda dengan menggunakan program komputer SPSS, seperti ditunjukkan pada tabel, diperoleh model regresi berganda sebagai berikut:

$$\text{LOGDP} = -0.324 + 0.0354\text{AGENCYC} - 0.0787\text{BETA} +$$

<i>Sig</i>	(0.000)	(0.546)	(0.001)
<i>t</i>	(-7.636)	(0.606)	(-3.588)*

$$0.03919\text{SALESG} - 0.00903\text{MVEBVE} + e$$

	(0.186)	(0.456)
	(1.355)	(0.750)

* Signifikan pada level 0.05

$$\text{LOGDP} = 0.511 + 0.03145\text{AGENCYC} - 0.0901\text{BETA} + e \quad (1)$$

Sig	(0.000)	(0.604)	(0.000)
t	(13.283)	(0.604)	(-4.042)*

* Signifikan pada level 0.05

$$\text{LOGDP} = 0.460 + 0.02082\text{SALESG} - 0.0186\text{MVEBVE} + e \quad (2)$$

Sig	(0.000)	(0.525)	(0.169)
t	(14.517)	(0.639)	(-1.389)

Dari data tersebut terlihat bahwa nilai F test dari keempat variabel tersebut secara serentak adalah 3.792 dengan tingkat signifikan 0,007 berarti H_0 ditolak (H_a diterima) 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 (LOGDP) dengan seperangkat variabel yang terdiri dari biaya keagenan (AGENCYC), resiko perusahaan (BETA), pertumbuhan penjualan (SALESG) dan rasio *market to to book value of equity* (MVEBVE).

Pengujian pertama dilakukan terhadap variabel AGENCY yang diprosikan dengan prosentase kepemilikan institusional, diperoleh t hitung sebesar 0.606 dengan nilai signifikansi 0.546 yang lebih besar dari 0.05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel AGENCYC tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran deviden (LOGDP), dengan demikian hipotesis alternatif yang pertama ditolak (H_0 diterima). Koefisien regresi dari AGENCYC menunjukkan 0.0354 yang berarti bahwa, jika variabel AGENCY naik 1% maka LOGDP juga akan naik sebesar 0.0354%. Hasil analisa dalam penelitian ini konsisten dengan penelitian dari Holder, Langrehr & Hexter (1998), Demsey & Laber (1992) dan tidak konsisten dengan penelitian dari Souza (1999) baik tingkat signifikansinya maupun arahnya.

Pengujian kedua dilakukan terhadap variabel BETA sebagai proksi dari resiko perusahaan. Dari perhitungan diperoleh t hitung sebesar -3.588 dengan nilai signifikansi 0.001 yang lebih kecil dari 0.05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel BETA berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran deviden (LOGDP), dengan demikian hipotesis alternatif yang kedua diterima (H_0 ditolak). Koefisien regresi dari BETA menunjukkan -0.0787 yang berarti,

jika variabel BETA naik 1% maka LOGDP akan turun 0.0787%. Hasil analisa dalam penelitian ini konsisten dengan penelitian dari Lintner (1956), Rozeff (1982), Lloyd, Jahera & Page (1985), Collins, Saxena & Wansley (1996) Elton & Gruber (1994) dan Souza (1999).

Pengujian ketiga dilakukan terhadap variabel SALESG sebagai proksi dari kesempatan investasi, diperoleh t hitung sebesar 1.335 dengan nilai signifikansi 0.186 yang lebih besar dari 0.05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel SALESG tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran deviden (LOGDP), dengan demikian hipotesis alternatif yang ketiga ditolak (H_0 diterima). Koefisien regresi dari SALESG menunjukkan 0.03919 yang berarti bahwa, jika variabel SALESG naik 1% maka LOGDP juga akan naik sebesar 0.03919%. Hasil analisis dalam penelitian ini konsisten dengan penelitian Souza (1999) baik dalam signifikansinya maupun arahnya, dan berbeda dengan hasil penelitian dari Collins, Saxena & Wansley (1996), Lloyd, Jahera, & Page (1985) dan Rozef (1982). Hasil pengujian ini sesuai dengan pendapat Modigliani Miller. Pengujian variabel MVEBVE sebagai proksi dari kesempatan investasi diperoleh t hitung sebesar -0.75 dengan nilai signifikansi 0.456 yang lebih besar dari 0.05. Hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel MVEBVE tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran deviden (LOGDP), dengan demikian hipotesis alternatif yang ketiga ditolak (H_0 diterima). Koefisien regresi dari MVEBVE menunjukkan -0.00903 yang berarti, jika variabel MVEBVE naik 1% maka LOGDP akan turun 0.00903%. Hasil analisis dalam penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian dari Souza (1999) tetapi arah hubungannya konsisten, yaitu negatif. Hasil pengujian ini sesuai dengan pendapat Modigliani Miller.

Pengujian normalitas dalam penelitian ini akan dilakukan berdasarkan uji Kolmogorov-Smirnov. Hair et. al (1992) memberikan *rule of thumb* sebagai berikut: jika nilai statistik Kolmogorov-Smirnov signifikan di atas tingkat signifikansi tertentu maka dapat disimpulkan terpenuhinya asumsi normalitas. Dalam penelitian ini data awal yang dianalisis dalam regresi adalah 86 observasi, tetapi setelah dilakukan pengujian normalitasnya dengan uji Kolmogorov-Smirnov terhadap nilai *Studentized Residual* diperoleh nilai sig yang lebih kecil dari 0,05 yang berarti tidak terpenuhi asumsi normalitas. Untuk mengatasi hal tersebut akan dilakukan perbaikan dengan membuang observasi yang merupakan outlier (nilai

Studentized Residual lebih besar dari $\pm 2,00$). Dari perhitungan dapat diketahui ada lima observasi yang harus dibuang karena merupakan outlier, sehingga hanya 81 observasi yang akan digunakan dalam analisis. Analisis yang dilakukan dengan mendasarkan pada 81 observasi, menghasilkan perhitungan yang memenuhi asumsi normalitas.

Untuk mengetahui ada tidaknya multikolinearitas dengan mendasarkan pada nilai *Tolerance* dan *VIF*. Nilai *tolerance* untuk semua variabel independen lebih besar dari 0,10. *Rule of thumb* yang digunakan untuk menentukan bahwa nilai *tolerance* tidak berbahaya terhadap gejala multikolinieritas adalah 0,10. Dari nilai *VIF* diketahui bahwa *VIF* semua variabel independen dalam penelitian ini kurang dari 10. Menurut Gujarati (1995) semakin tinggi nilai *VIF* maka semakin tinggi kolinearitas antar variabel independen. *Rule of thumb* yang digunakan untuk menentukan bahwa nilai *VIF* tidak berbahaya adalah kurang dari 10. Dengan demikian dari nilai *tolerance* maupun *VIF* menunjukkan tidak terdapat multikolinieritas yang berbahaya dalam penelitian ini.

Untuk mendeteksi adanya autokorelasi dapat digunakan Durbin Watson statistik. Dari hasil regresi pada *model summary* diperoleh angka Durbin Watson statistik sebesar 2.015. Dari *rule of thumb* bahwa nilai Durbin Watson statistik yang mendekati dua (2) mengindikasikan tidak terdapat autokorelasi. Cara lain untuk mendeteksi gejala autokorelasi dapat *digunakan rule of thumb*, jika nilai $du < d < 4-du$ maka tidak terdapat autokorelasi (Gujarati, 1995). Nilai Durbin Watson dalam persamaan regresi dalam penelitian ini adalah 2.015. Berdasar tabel DW dengan menggunakan $n = 81$ dan parameter $k = 4$ diperoleh nilai $du = 1.74$ sehingga nilai $du < d < 4-du$ adalah $1.74 < 2.015 < 2.26$.

Pengujian heteroskedastisitas dalam penelitian ini dilakukan dengan uji *White Test for Heteroskedasticity*. Pengujian ini dilakukan dalam beberapa langkah sebagai berikut: Langkah pertama menghitung nilai residual yang merupakan selisih antara nilai estimasi variabel dependen dengan nilai observasi sesungguhnya, selanjutnya masing-masing nilai residual dan estimasi variabel dependen dihitung nilai kuadratnya. Langkah kedua meregresi nilai residual kuadrat terhadap nilai estimasi variabel dependen dan nilai estimasi variabel dependen kuadrat. Jika $F_{\text{statistik}}$ dari hasil regresi tersebut signifikan pada tingkat signifikansi tertentu maka disimpulkan telah terjadi pelanggaran asumsi heteroskedastisitas. Pelanggaran asumsi ini dapat diperbaiki dengan melakukan

transformasi variabel dependen ke dalam bentuk logaritma atau akar. Dalam penelitian ini variabel dependen (DPOUT) akan ditransformasi ke dalam bentuk logaritma, dan setelah dilakukan analisa, hasilnya menunjukkan terpenuhinya asumsi klasik ini.

KESIMPULAN

Dari hasil pengujian pertama yang telah dilakukan untuk mendeteksi ada tidaknya pelanggaran asumsi klasik yang meliputi: normalitas, multikolinearitas, autokorelasi dan heteroskedastisitas dapat disimpulkan tidak terdapat pelanggaran asumsi klasik sehingga hasil penelitian ini tidak menjadi bias.

Berdasarkan uji pengaruh bersama dari regresi berganda, diperoleh nilai F hitung yang cukup signifikan, sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan regresi antara *dividend payout* dengan seperangkat variabel biaya keagenan, resiko pasar dan kesempatan investasi. Hasil uji F ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Souza (1999).

Hasil pengujian secara individual menunjukkan bahwa terdapat satu variabel yang t-hitungnya signifikan, yaitu variabel resiko perusahaan (BETA) sedangkan tiga variabel yang lain tidak berpengaruh secara signifikan yaitu variabel AGENCYC, SALESG dan *market to book value of equity* (MVEBVE). Dari tiga hipotesis yang diajukan, hanya satu yang dapat diterima yaitu hipotesis kedua yang menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif yang signifikan antara resiko perusahaan dengan kebijakan deviden, di mana resiko perusahaan diproksikan dengan BETA.

Hasil pengujian dengan uji t menunjukkan bahwa variabel AGENCYC tidak berpengaruh terhadap *dividen payout rasio*. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel AGENCYC sebagai proksi dari biaya keagenan tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan kebijakan deviden yang dibuat oleh perusahaan. Hasil pengujian ini konsisten dengan penelitian dari Susilawati (1999), Hambali (2001) dan tidak konsisten dengan hasil penelitian dari Souza (1999) baik arahnya yang positif maupun signifikansinya. Variabel BETA berpengaruh terhadap *dividend payout rasio*. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel BETA sebagai proksi resiko perusahaan mempunyai hubungan negatif yang signifikan dengan kebijakan deviden yang dibuat oleh perusahaan. Hasil pengujian ini konsisten dengan penelitian dari Susilawati (1999) dan penelitian dari Souza (1999) baik arahnya yang negatif maupun signifikansinya. Variabel MVEBVE tidak berpengaruh terhadap *dividend payout*

rasio. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel MVEBVE sebagai salah satu proksi dari kesempatan investasi tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan kebijakan deviden yang dibuat oleh perusahaan. Hasil pengujian ini konsisten dengan penelitian dari Souza (1999) baik arahnya yang negatif maupun signifikansinya dan sesuai dengan pendapat Modigliani dan Miller. Variabel SALESG tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* (kebijakan deviden). Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel SALESG sebagai salah satu proksi dari kesempatan investasi tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan kebijakan deviden yang dibuat oleh perusahaan. Hasil pengujian ini konsisten dengan penelitian dari Souza (1999) baik arahnya yang positif maupun signifikansinya dan sesuai dengan pendapat Modigliani dan Miller

Dari hasil pengujian di atas dapat disimpulkan, hanya satu variabel yang mempunyai hubungan yang signifikan dan sesuai dengan yang telah dihipotesakan, yaitu resiko perusahaan yang diproksikan dengan BETA. Hal tersebut menunjukkan kebijakan deviden yang dibuat oleh manajemen belum mempertimbangkan kesempatan investasi dan biaya keagenan dan salah satu faktor yang dipertimbangkan adalah resiko perusahaan.

IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

Berdasarkan kesimpulan di atas, salah satu faktor yang perlu dipertimbangkan dalam kebijakan deviden adalah variabel resiko perusahaan (beta) artinya, untuk perusahaan yang mempunyai fluktuasi laba yang tinggi perlu menentukan deviden yang rendah agar tidak terjadi pemotongan deviden pada saat laba perusahaan mengalami penurunan.

Penelitian ini tidak terlepas dari keterbatasan-keterbatasan, di antaranya: Dengan diambilnya sampel yang tidak random, maka hasil penelitian ini tidak dapat digunakan untuk menggeneralisasi seluruh perusahaan di Indonesia. Proksi yang digunakan dalam penelitian ini semuanya mengacu pada penelitian yang dilakukan di Amerika sehingga kondisinya tidak sesuai dengan kondisi di Indonesia, di mana telah diketahui bahwa kondisi pasar modal yang ada di Indonesia belum seefisien di Amerika. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, sehingga peneliti tidak bisa mengendalikan dan mengawasi kemungkinan terjadinya kesalahan dalam perhitungannya.

Hendaknya pada penelitian yang akan datang mengembangkan variabel-variabel lain yang mempengaruhi kebijakan deviden karena

berdasarkan hasil analisa dalam penelitian ini, nilai R^2 yang kecil (0.123) menunjukkan masih terdapat variabel lain yang mempengaruhi *dividend payout* (kebijakan deviden). Penelitian dapat pula dikembangkan dengan memperpanjang periode penelitian dan menambah sampel sehingga bisa diperoleh hasil yang lebih baik.

DAFTAR PUSTAKA

- Arifin, Zaenal. 1993. *Perilaku Dividen Perusahaan-perusahaan di Bursa Efek Jakarta*, Tesis Magister Ekonomi Universitas Indonesia.
- Bhattacharya, S. Spring 1979. Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy. *Bell Journal of Economics*. pp.259-270
- Crutchley, C. E & Hansen, R. S. Winter 1989. A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management*.
- D'Souza. J. 1999. Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities and Dividend Policy-An International Perspective, *Journal of Managerial Finance*, Volume 25 Number 6.
- Demsey, S and Laber, Gene. Winter 1993. Effect Of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratio. *The Journal of Finance Research*, Vol.XV, No.4.
- Dermawan, E. S. 1996. *Faktor-Faktor Penentu Kebijakan Pembayaran Dividen pada Perusahaan yang Go Public di BEJ*. Tesis. Universitas Gadjah Mada Yogyakarta,
- Easterbrook, Frank H. September 1984. Two Agency Cost Explanations of Dividends, *American Economic Review*, Vol. 74,. pp.650-659.
- Efendri; 1993. *Faktor-faktor yang Dipertimbangkan dalam Kebijakan Pembayaran Dividen oleh Perusahaan-perusahaan Go-Public di Indonesia*; Tesis S2-Program Pascasarjana UGM; Yogyakarta.
- Elton, E.J., & M.J.Gruber. 1995. *Modern Portofolio Theory and Invesment Analysis*. 5th edition, New York: John Wiley & Sons.
- Elton;, E. & M.Gruber. February 1970. Managerial Tax Rates and Clientele"; *Review of Economics and Statistics*. Pp. 68-74.

- Faisal, 2000. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan Pada Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*. Tesis, Universitas Gadjah Mada
- Fama, E; & H. Babiak. December 1968. Dividend Policy: And Empirical Analysis; *Journal of American Statistical Association*. pp. 1132-1161.
- Fama. June 1974. The Empirical Relationship between Dividend and Investment Decision on Firms. *American Economic Review*. pp. 304-318.
- Gujarati, D.N., 1995. *Basic Econometric*, Singapore: McGraw-Hill Company.
- Hair, Jr., J.F., R.E. Anderson, R.L.Tathaam, and W.C. Black., 1992. *Multivariate Data Analysis with Reading*. Third edition, Macmillan Publishing Company, New York
- Hansen, R. S & Kumar, R., Spring 1994. "Dividend Policy and Corporate Monitoring Evidence from The Regulated Electric Utility Industry". *Financial Management*, Vol.23, Spring 1994
- Hansen, Robert S. Raman Kumar & Dilip K. Shome. Spring 1994. Dividend Policy and Corporate Monitoring: Evidence from the Regulated Electric Utility Industry. *Financial Management*, vol.23.
- Hartono, J. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Pertama, Yogyakarta: BPFE.
- Haugen, Robert A. 1990. *Modern Investment Theory*; Second Edition; Prentice-Hall, Inc.
- Higgins, Robert C. 1972. The Corporate Dividend-Saving Decision. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol.7, No.2.pp 1527-1541.
- Holder, M.E, Langlehr, F.W and Hexter, J.L, Autumn 1998. Dividend Policy Determinant: An Investigation of Influences of Stakeholder Theory. *Financial Management*.
- Husnan, Suad. 1988. *Manajemen Keuangan: Keputusan Investasi dan Pembelanjaan*, Edisi Kedua, Yogyakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada.

- Irianto, Guntur. 1995. *Mengestimasi Target Dividend Payout Ratio dan Speed of Adjustment di Indonesia*, Tesis. Program Pascasarjana Universitas Indonesia.
- Jensen, C. M., May 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *AEA Papers and Proceeding*.
- Jensen, Gerald R & James M. Johnson. Winter 1995. The Dynamics of Corporate Dividend Reductions. *Financial Management*, Vol.24,
- Jensen, M., & W. Meckling. October 1976. Theory of the Firm: Management Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*. pp. 305-360.
- Kale, J. & T. Noe. Winter 1990. Dividends, Uncertainty and Underwriting Costs Under Asymmetric Information; *The Journal of Financial Research*. pp.265-277.
- Kallapur, S & Trombley. 1999. The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth. *Journal of Business Finance and Accounting* 26.
- Levy, H. & M. Sarnat. 1990. *Capital Investment and Financial Decision*. Fourth edition, New York: Prentice-Hall.
- Linter, J. March 1985. Distribution of Incomes of Corporation Among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *American Economic Review*. pp.97-113.
- Litzenberger, R. & K. Ramaswany. June 1979. The Effect of personal Taxes and Dividends on Capital Assets Prices: Theory and Empirical Evidence. *Journal of Financial Economics*. pp.163-196.
- Llyod, W. P., John S. Jahera, & D.E. Page. Summer 1985. Agency Costs and Dividend Payout Ratios. *Quarterly Journal of Business and Economics*. Vol. 24, No.3.
- Machfoeds, Mas'ud & Ainun Naim. Desember 1996. *Peran Pasar Modal dalam Perekonomian Indonesia, Kajian Isu Kontemporer Pembangunan Indonesia-Economic Overheating*, PAU-Studi Ekonomi. Yogyakarta: Fakultas Ekonomi, Magister Manajemen.
- Marsh, M., & F. Modigliani. 1987. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business*. Vol. 60.

- Miller, M., & K. Rock. December 1985. Dividend Policy, Under Asymmetric Information. *Journal of Finance*. pp.1031-1051.
- Moh'd, M.A, Perry, L.G & Rimbey, J. N., May 1995. An Investigation of Dynamic Relationship between Agency Theory and Dividend. *The Financial Review*, Vol.30, No.2.
- Myers, S. & S Majluf. June 1984. Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*. pp. 187-221.
- Noronha, G. M. Shome, D.K & Morgan, G.E. 1996. The Monitoring Rationale of Dividends and the Interaction of Capital Structure and Dividend Decisions. *Journal of Banking & Finance* 20.
- Papaioannou, George J. & Craig M. Savarese. Spring 1994. Corporate Dividend Policy Response to the Tax Reform Act of 1986. *Financial Management*. vol.23,
- Ramli, Ishak. 1994. *Analisa Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Deviden Industri Manufaktur di Bursa Efek Jakarta*. Jakarta: Pustaka FE Universitas Tarumanagara,
- Rozeff, M. Growth. Fall 1982. Beta and Agency Cost as Determinants of Payout Ratio. *Journal of Financial Research*. pp. 249-259
- Setyawan, Widyantoro. 1995. *Analisis Beberapa Faktor yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Deviden pada Badan Usaha Milik Negara Bentuk Persero*, Tesis. Program Pascasarjana Universitas Gadjah Mada.
- Smith, C. W. & R. L. Watts. 1992. The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividends, and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*. vol 32.
- Subekti, Imam. 2001. Asosiasi Antara Set Kesempatan Investasi Dengan Kebijakan Pendanaan dan Deviden Perusahaan, Serta Implikasinya Pada Perubahan Harga Saham. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol.4, No.1.
- Susilawati, C. E. 1999. *Dampak Faktor-Faktor Keagenan dan Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Biaya Transaksi Terhadap Rasio Pembayaran Deviden*. Tesis. Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada.

- Van Horne, James C. 1986. *Financial Management and Policy*. Seventh edition. New York: Prentice-Hall.
- Weston, J.Fred Thomas Copeland.. 1986. *Managerial Finance*. Eight Edition, New York: CBS College Publishing.
- Wilberforce, T. 2000. *Substitutability of Agency Conflict Control Mechanism: A Simultaneous Equation Analysis of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies*. Tesis, Gadjah Mada University.
- Yudiyantho, Steven Augustino. 1996. *Analisis Perilaku Deviden Terhadap Sekuritas*, Skripsi. Yogyakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Gadjah Mada.