

PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, INSTITUSIONAL, ARUS KAS BEBAS DAN ASET YANG DIJAMINKAN TERHADAP KEBIJAKAN DEVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG LISTING DI BEI

Nihayatu Aslamatis Solekah

Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang

JL Gajayana 50 Malang

Email: Nihayatuaslamatis@yahoo.co.id

Abstract: The purpose of this research is to examine Managerial Ownership (MOWN), Institutional Ownership (INST), Free Cash Flow (FCF) and Collateralizable Asset (COLLAS) have an effect on either through simultaneous and also partial to Dividend Payout Ratio (DPR) at manufacturing industry that go public in Jakarta Stock Exchange of during 2000–2005. It is repetition and adaptation of the Rozeff research (1982) and Mollah research (2000). This research is inclusive the type of explanatory research. Connecting sample was conducted with the approach of non probability sampling with the technique of purposive sampling specially the type of judgement sampling. Analysis method used by multiple regression analysis. The result of this research indicates the variable of Managerial Ownership (MOWN), Institutional Ownership (INST), Free Cash Flow (FCF) and Collateralizable Asset (COLLAS) by simultaneous have the influence which significant to Dividend Payout Ratio (DPR). It is suggested that whoever conducts a further study expand the scope of analysis aspect, as the researcher is aware that the aspects other than those used in this study, there are other variables need examined influencing the dividend payout ratio.

Keywords: managerial ownership, institutional ownership, free cash flow, collateralizable asset, dividend payout ratio

Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan laba perusahaan dan kemakmuran pemegang sahamnya (Brigham, 1996). Hal ini dapat dilihat dari *return* yang diperoleh pemegang saham yang berinvestasi sesuai dengan proporsi kepemilikan (Jensen dan Meckling, 1976). Namun pada prakteknya, tujuan tersebut tidak dapat terlaksana dengan adanya masalah keagenan yang terjadi karena pemisahan fungsi kepemilikan dan pengelolaan perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Pemisahan ini membuat manajer bertindak bebas dan tidak sejalan dengan tujuan perusahaan.

Terdapat 3 (tiga) penyebab utama timbulnya konflik yang potensial menurut Shapiro (1992) adalah kecenderungan pihak manajemen untuk mengkonsumsi lebih banyak sumber perusahaan, manajer tidak menguasai sejumlah saham sehingga rasa memiliki terhadap perusahaan menjadi terbatas dan manajer terlalu takut untuk mengambil resiko sehingga kehilangan kesempatan untuk mendapatkan investasi yang menguntungkan, karena manajer lebih mengutamakan keamanan karirnya. Konflik keagenan yang terjadi dapat diminimumkan dengan mekanisme pengawasan

yang dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait tersebut. Dampak dari munculnya mekanisme pengawasan tersebut akan menyebabkan timbulnya suatu biaya yang disebut *agency cost*. Biaya agensi merupakan biaya-biaya yang berpengaruh dalam pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan *bondholders* dan *shareholders*. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa *agency cost* yang timbul merupakan tanggung jawab dari *stockholder*. Sebagai contoh: semakin besar peluang timbulnya biaya pengawasan, semakin tinggi tingkat bunga dan semakin rendah nilai perusahaan bagi *stockholder*.

Agency cost yang tinggi akan menurunkan nilai perusahaan dan merugikan *stockholder*. Ada beberapa alternatif yang bisa digunakan untuk mengurangi *agency cost* yaitu *pertama* meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajer (Jensen dan Meckling, 1976), sehingga manajer dapat merasakan manfaat secara langsung dari keputusan yang diambil. *Kedua*, dengan peningkatan *dividend payout ratio*, yang nantinya akan mengurangi *free cash flow* sehingga

manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasi perusahaan. (Crutley dan Hansen, 1989). *Ketiga*, meningkatkan pendanaan dengan hutang. Kenaikan hutang akan menurunkan besarnya konflik antara *stockholder* dan manajemen. Disamping itu, peningkatan pendanaan melalui hutang akan menurunkan *exes cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga akan menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan manajemen. (Jensen, *et al.*, 1992). *Keempat*, institutional investor sebagai pihak yang memonitor agen (Moh'd, *et al.*, 1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar *institutional investor* dan *stockholder dispersion* dapat mengurangi *agency cost*.

Uraian di atas menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, serta kebijakan hutang dan deviden dapat mempengaruhi kinerja dan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham, sedangkan kebijakan hutang dan deviden merupakan mekanisme penting untuk mengontrol perilaku manajer dan mengurangi masalah-masalah *agency*.

Rozeff (1982) telah melakukan penelitian terhadap pengaruh kepemilikan manajerial dan kebijakan deviden. Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan pembayaran deviden yang rendah. Pernyataan ini didukung oleh Chen dan Stainer (1999) dalam hasil temuannya menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan deviden.

Penelitian oleh Shleifer dan Vishny (1986), Jarrell dan Poulsen (1987), Brickley, Lense, dan Smith (1988), Graves dan Waddock (1990) sebagaimana dikutip dalam Han, *et al.* (1999) menyatakan bahwa kepemilikan institusional (*institutional ownership*) membantu menyelesaikan *agency problem* dengan memonitor manajemen. *Institutional shareholders* pada suatu perusahaan mempunyai implikasi terhadap *agency cost*. Semakin tinggi kepemilikan institusional, biaya keagenannya semakin rendah karena pengawasan terhadap kinerja manajer lebih optimal sehingga tindakan manajer diharapkan dapat sesuai dengan keinginan pemegang saham. Pada akhirnya konflik antara manajer dengan pemegang saham semakin berkurang. Oleh karena itu, perusahaan akan membayar deviden yang lebih rendah. Dari perspektif keagenan, dapat dikatakan bahwa kepemilikan institusional mempunyai hubungan negatif terhadap deviden yang dibayarkan.

Mollah, *et al.* (2000) meneliti pengaruh biaya keagenan terhadap kebijakan deviden perusahaan di pasar modal negara berkembang dengan menggunakan sampel sebanyak 153 perusahaan diluar sektor keuangan yang listing di Dhaka Stock Exchange selama periode 1988–1997. Adapun roksi dari biaya keagenan adalah *insider ownership*, *dispersion of ownership*, *free cash flow*, dan *collateralizable asset*. Hasil penelitian menemukan bahwa ketika *insider* memiliki saham biasa dalam prosentase yang rendah maka masalah keagenan akan meningkat sehingga perusahaan membayarkan deviden yang lebih tinggi untuk menurunkan masalah keagenan. Mollah *et.al* juga menemukan masalah keagenan akan meningkat ketika perusahaan mempunyai *free cash flow*, *collateralizable asset* dan *dispersion of ownership* yang tinggi yang kemudian berdampak juga pada semakin tingginya deviden yang dibayarkan kepada pemegang saham.

Handoko (2002) meneliti pengaruh *agency cost* terhadap kebijakan deviden perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 1998–1999. Dalam penelitiannya, Handoko menggunakan proksi yang sama dengan yang digunakan Mollah, *et al.* (2000). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *insider ownership*, *dispersion of ownership*, dan *collateralizable assets* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*, sedangkan *Free Cash Flow* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Secara simultan *Insider ownership*, *Free Cash Flow* dan *Collateralizable Asset* berpengaruh secara signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Kebijakan deviden akan menjadi sangat penting karena adanya dua tujuan yang saling bertentangan. Setiap perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaannya sehingga laba ditahan menjadi sangat berarti bagi pemenuhan dana intern, dan disatu pihak perusahaan juga ingin tetap bisa membayarkan deviden kepada pemegang saham demi tercapainya peningkatan nilai perusahaan melalui peningkatan harga saham. Dengan demikian harus dicari suatu kebijakan deviden yang optimal yang bisa memaksimalkan nilai perusahaan.

Untuk melaksanakan pembangunan berkesinambungan diperlukan dana yang cukup besar, di mana pemenuhannya tidak bisa hanya mengandalkan sumber dari pemerintah saja. Partisipasi masyarakat sangat diharapkan untuk ikut aktif melalui keikutsertaannya dalam usaha menggerakkan perekonomian. Industri manufaktur merupakan salah satu industri

yang mempunyai peranan yang strategis dalam upaya mensejahterakan kehidupan masyarakat melalui penyediaan barang-barang yang dibutuhkan oleh masyarakat secara luas.

Kenyataan dalam banyak praktek, kebijakan deviden berpengaruh terhadap aliran dana, struktur finansial, likuiditas perusahaan dan perilaku investor. Kita juga melihat bahwa pembagian deviden merupakan suatu pertanda bagi investor.

Berdasarkan uraian tersebut di atas, penelitian ini merupakan repetisi dan adaptasi dari penelitian Mollah (2000), penelitian ini akan berusaha menguji pengaruh antara kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, arus kas bebas dan aset yang dijaminan terhadap kebijakan deviden.

Berdasarkan uraian latar belakang penelitian yang telah dikemukakan di atas, maka tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh secara serentak dan parsial variabel-variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, arus kas bebas, dan aset yang dijaminan terhadap Rasio Pembayaran Dividen (*Dividend Payout Ratio*) Perusahaan Manufaktur yang *Listing* di Bursa Efek Indonesia

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan pihak-pihak yang mempunyai kesempatan untuk terlibat dalam kebijakan perusahaan dan mempunyai akses langsung terhadap informasi dari dalam perusahaan. Kepemilikan manajerial adalah proporsi saham yang dimiliki oleh manajer. Manajer juga merangkap sebagai pemegang saham, oleh karena itu manajer juga memperoleh pembagian deviden.

Peningkatan kepemilikan manajerial juga dapat mengurangi biaya keagenan. Dengan adanya kepemilikan manajerial, maka manajer yang juga merangkap sebagai pemegang saham akan ikut memperoleh manfaat langsung atas keputusan-keputusan yang diambilnya, namun juga akan menanggung resiko secara langsung apabila keputusan itu salah. Dengan demikian kepemilikan saham oleh manajer merupakan insentif untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Menurut penjelasan pasal 95 UU RI No. 8 1995 tentang pasar modal yang dikutip oleh Ardian (2006) menyatakan bahwa yang dimaksud kepemilikan manajerial atau orang dalam adalah: (1) Komisaris, direktur, atau pegawai perusahaan publik, (2) Pemegang saham utama di dalam perusahaan publik. (3) Orang perorangan yang karena kedudukannya atau

profesinya atau karena hubungannya dengan emiten atau perusahaan publik memungkinkan untuk memperoleh informasi dari dalam.

Rozeff (1982) telah menemukan bahwa suatu level kepemilikan manajerial yang lebih tinggi menyebabkan level pembayaran deviden yang lebih rendah. Penetapan deviden rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi dimasa depan yang dibiayai oleh sumber internal. Apabila sebagian pemegang saham menyukai deviden tinggi maka menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan deviden. Pada sisi lain penambahan deviden akan memperkuat posisi perusahaan untuk mencari dana tambahan dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dapat dimonitor oleh pengawas pasar modal. Pengawasan ini menyebabkan manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan guna menurunkan konflik keagenan.

Selanjutnya Rozeff (1982) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dan kebijakan deviden dapat digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Perusahaan dengan persentase kepemilikan manajerial yang besar maka menetapkan pembayaran deviden yang rendah, sedangkan pada persentase kepemilikan yang kecil menetapkan deviden yang tinggi.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen

Institutional Shareholders atau pemegang saham institusional adalah kepemilikan saham pada suatu perusahaan oleh institusi. *Institutional Shareholders* merupakan pemegang saham yang berbentuk badan hukum. *Institutional Shareholders* sering disebut juga sebagai *Institutional Ownership* atau *Institutional Investor*. Sharin dan Shastri (2000) menyatakan bahwa *Institutional Ownership* adalah persentase saham yang beredar yang dimiliki oleh institusi. Reilly (2003) mendefinisikan bahwa investor institusional terdiri dari: reksa dana, dana pensiun, perusahaan asuransi, *endowment*, dan Penelitian oleh Shleifer dan Vishny (1986), Jarrell dan Poulsen (1987), Brickley, Lense, dan Smith (1988), Graves dan Waddock (1990) sebagaimana dikutip dalam Han, *et al.* (1999) menyatakan bahwa *institutional ownership* dapat membantu dalam menyelesaikan *agency problem* dengan memonitor manajemen. *Institutional shareholders* pada suatu perusahaan mempunyai implikasi terhadap *agency cost*. Semakin tinggi *institutional ownership*, biaya keagenannya semakin

rendah karena pengawasan terhadap kinerja manajer lebih optimal sehingga tindakan manajer diharapkan dapat sesuai dengan keinginan pemegang saham. Pada akhirnya, konflik antara manajer dengan pemegang saham akan semakin berkurang. Oleh karena itu, perusahaan akan membayar deviden yang lebih rendah. Dari perspektif keagenan, dapat dikatakan bahwa *institutional shareholders* mempunyai hubungan negatif terhadap deviden yang dibayarkan.

Menurut Crutchley, *et al.* (1999) sebagaimana dikutip Ismiyanti dan Hanafi (2003) menyatakan bahwa pengaruh kepemilikan institusional terhadap deviden adalah negatif. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi biaya keagenan, sehingga perusahaan akan cenderung menggunakan deviden yang lebih rendah. Moh'd, Perry dan Rimbey (1995) menemukan bahwa ketika kepemilikan institusional pada suatu perusahaan meningkat, pembayaran deviden juga meningkat.

Pengaruh Arus Kas Bebas (*Free Cash Flow*) terhadap Kebijakan Deviden

Free cash flow merupakan aliran kas bebas yang berasal dari operasional yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham dan kreditur karena tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aktiva tetap (*fixed asset*). Menurut Saphiro (1992) *free cash flow* merupakan aliran kas bersih yang melebihi dari dana yang dibutuhkan untuk membiayai peluang investasi yang menguntungkan. Sedangkan Ross, *et al.* (1996) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aktiva tetap.

Seperti halnya hubungan antara *free cash flow* dengan masalah keagenan, semakin tinggi *free cash flow* yang dihasilkan perusahaan maka diharapkan deviden yang dibayarkan juga akan semakin besar.

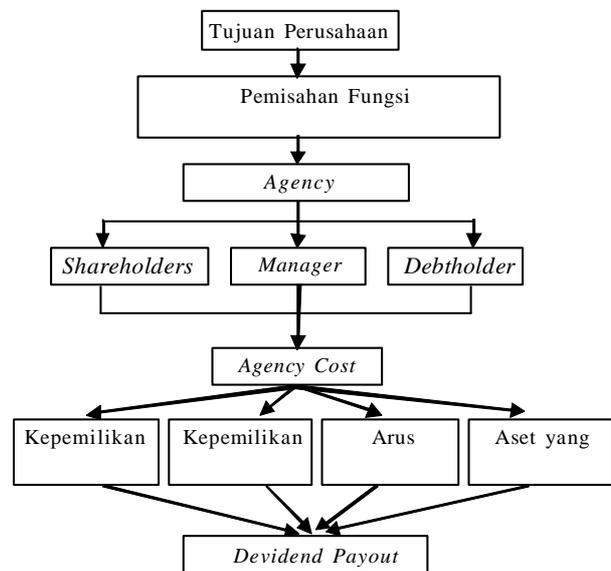
Pengaruh Aset yang Dijaminkan (*Collateralizable Assets*) terhadap Kebijakan Deviden

Collateralizable assets merupakan aktiva tetap yang dimiliki perusahaan dalam menjalankan operasinya yang bisa digunakan sebagai jaminan atas pinjaman yang diberikan oleh kreditur. *Collateralizable assets* memiliki hubungan negatif terhadap masalah keagenan antara pemegang saham dan kreditur. Titman (1988) sebagaimana dikutip oleh Mollah, *et*

al. (2000) menyatakan bahwa pada saat perusahaan memiliki *collateralizable assets* yang cukup tinggi, konflik keagenan antara pemegang saham dan kreditur dapat dikurangi. Hal ini disebabkan karena aktiva tetap tersebut dapat digunakan sebagai jaminan atas pinjaman yang diberikan oleh kreditur.

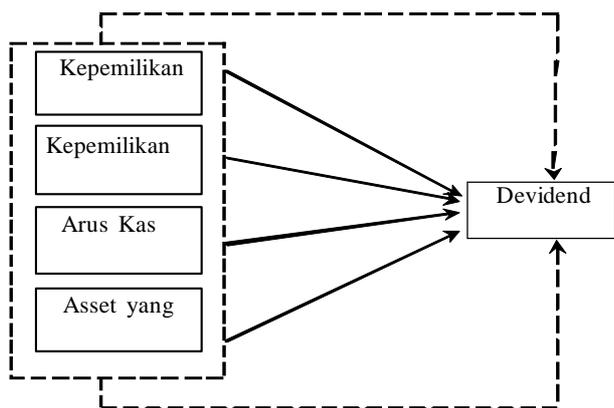
Semakin banyak *collateralizable assets* yang dimiliki perusahaan, maka semakin besar pula deviden yang dibayarkan oleh perusahaan. *Collateralizable assets* ini menjadi jaminan bagi kreditur apabila terjadi resiko kegagalan proyek. Saat konflik kepentingan antara kreditur dan pemegang saham ini menurun, maka *free cash flow* yang dihasilkan perusahaan dapat lebih leluasa dibagikan kepada pemegang saham sebagai deviden. Sebaliknya, semakin sedikit *collateralizable assets* yang dimiliki perusahaan, maka semakin sedikit pula deviden yang dibayarkan oleh perusahaan. Hal ini disebabkan karena kreditur melakukan pembatasan atas pembayaran deviden yang dibayarkan kepada pemegang saham.

Untuk memudahkan pemahaman penelitian ini, berikut akan ditampilkan diagram kerangka konsep yang melandasi penelitian:



Gambar 1. Kerangka Konsep Penelitian

Berdasarkan gambar di atas dapat disusun suatu model hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu: (1) Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, arus kas bebas (*Free cash flow*) dan aset yang dijaminkan (*Collateralizable assets*) secara serentak memiliki pengaruh bermakna terhadap Rasio Pembayaran Deviden (*Devidend Payout Ratio*) Perusahaan Manufaktur yang *Listing* di Bursa Efek



Gambar 2. Model Hipotesis Penelitian

Keterangan:

- : Secara parsial
- : Secara simultan

Indonesia, (2) Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, arus kas bebas (*Free cash flow*) dan Aset yang dijaminan (*Collateralizable assets*) secara parsial memiliki pengaruh terhadap Rasio Pembayaran Deviden (*Devidend Payout Ratio*) Perusahaan Manufaktur yang *Listing* di Bursa Efek Indonesia.

METODE

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan dalam kelompok industri manufaktur yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI). Jumlah Populasi adalah sebanyak 150 perusahaan dalam kurun waktu tahun 2000 sampai 2005. Pengambilan sampel dilakukan dengan pendekatan *non probability sampling* dan teknik *purposive sampling*. Dengan kriteris sampel didapat 23 perusahaan.

Definisi Operasional Variabel

Definisi operasional dari variabel-variabel yang digunakan dalam model analisis adalah sebagai berikut:

Variabel Dependendalam penelitian ini adalah *Deviden Payout Ratio/DPR* (Y)

Deviden Payout Ratio merupakan prosentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas, juga merupakan aspek utama dalam kebijakan deviden perusahaan yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan bagi para pemegang saham (Holder: 1998). Besarnya *Deviden Payout Ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DPR_{it} = \frac{DPS_{it}}{EPS_{it}}$$

Keterangan:

- DPR_{it} = *Deviden payout ratio* perusahaan i akhir tahun ke t
- DPS_{it} = *Deviden per lembar saham* perusahaan i akhir tahun ke t
- EPS_{it} = *Laba per lembar saham* perusahaan i akhir tahun ke t

Variabel Independen dalam penelitian ini adalah Variabel Kepemilikan Manajerial (MOWN)

Pengukuran variabel menggunakan rumus:

$$MOWN_{i,t} = \frac{SMOWN_{i,t}}{CSO_{i,t}}$$

Di mana:

- $MOWN_{i,t}$ = Kepemilikan Manajerial perusahaan i pada akhir tahun ke-t
- $SMOWN_{i,t}$ = Saham milik manajer perusahaan i pada akhir tahun ke-t
- $CSO_{i,t}$ = *Common stock outstanding* perusahaan i pada akhir tahun ke-t

Variabel Kepemilikan Institusional (INST)

Variabel ini diukur dengan proporsi saham yang dimiliki institusional pada akhir tahun yang diukur dalam %. Pengukuran ini dilakukan oleh Moh'd, *et al.* (1998), Chen dan Steiner (1999). Rumusnya sebagai berikut:

$$INT_{i,t} = \frac{SINT_{i,t}}{CSO_{i,t}}$$

Di mana:

- $INT_{i,t}$ = *Institutional shareholders* perusahaan i pada akhir tahun ke-t
- $SINT_{i,t}$ = Saham milik *institutional shareholders* perusahaan i pada akhir tahun ke-t
- = *Common stock outstanding* perusahaan i pada akhir tahun ke-t

Variabel Arus Kas Bebas (FCF)

Variabel ini merupakan aliran kas bebas yang berasal dari operasional yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham dan kreditur karena tidak digunakan untuk modal kerja (*Working Capital*) atau investasi pada aktiva tetap (*Fixed Asset*).

$$FCF_{it} = \ln (EBIT_{it} - TAX_{it} + DEPR_{it} - "CE_{it} - "Wc_{it}). \text{ (Ross, et al.)}$$

Di mana:

$FCFit$ = *Free cash flow* yang dihasilkan oleh perusahaan i akhir tahun ke t

$EBITit$ = Pendapatan sebelum bunga dan pajak perusahaan i akhir tahun ke t

$TAXit$ = Pajak yang dibayarkan perusahaan i akhir tahun ke t

$DEPRit$ = Beban penyusutan perusahaan i akhir tahun ke t

$CEit$ = Perubahan aktiva tetap bersih perusahaan i akhir tahun ke t

$WCit$ = Perubahan *net working capital* pada perusahaan i akhir tahun ke t

Perubahan aktiva tetap bersih diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$CEit = FAit - FAit-1$$

Di mana:

$FAit$ = Aktiva tetap bersih perusahaan i akhir tahun ke t

$FAit-1$ = Aktiva tetap bersih perusahaan i akhir tahun ke t-1

Perubahan *net working capital* diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$WCit = [(CA - Cash) - CL]it - [(CA - Cash) - CL]it-1$$

Di mana:

$CAit$ = Aktiva lancar perusahaan i akhir tahun ke t

$CAit-1$ = Aktiva lancar perusahaan i akhir tahun ke t-1

$Cashit$ = Kas perusahaan i akhir tahun ke t

$Cashit-1$ = Kas perusahaan i akhir tahun ke t-1

$CLit$ = Hutang lancar perusahaan i akhir tahun ke t

$CLit-1$ = Hutang lancar perusahaan i akhir tahun ke t-1

Variabel Asset yang Dijaminkan (COLLAS)

Variabel ini merupakan aktiva tetap yang dimiliki perusahaan dalam menjalankan operasinya yang bisa digunakan sebagai jaminan atas pinjaman yang diberikan oleh kreditur. Variabel ini diukur dari rasio aktiva tetap bersih dibagi dengan total aktiva. Pengukurannya dilakukan dengan menggunakan rumus (Mollah, *et al.*, 2000) sebagai berikut:

Di mana:

$COLLASit$ = *Collateralizable assets* perusahaan i akhir tahun ke t

$FAit$ = Aktiva tetap bersih perusahaan i akhir tahun ke t

$TAit$ = Total aktiva perusahaan i akhir tahun ke t

Penelitian ini termasuk jenis penelitian *explanatory*. Hal ini disebabkan karena penelitian ini bertujuan untuk menjelaskan pengaruh antara variabel bebas terhadap variabel terikat melalui tahap pengujian hipotesis. Pengujian terhadap pengaruh variabel bebas secara simultan (bersama-sama) tersebut dilakukan dengan menggunakan uji F (F-test), sedangkan pengujian secara parsial (individu) dilakukan dengan menggunakan uji t (t-test).

Model Analisis

Model analisis yang dimaksud tersebut adalah model persamaan regresi berganda, dengan rumus adalah sebagai berikut:

$$Y = a + b1X1 + b2X2 + b3X3 + b4X4 + e$$

Di mana:

Y = variabel terikat yaitu DPR (*Devidend Payout Ratio*)

a = koefisien konstanta

X1 = variabel kepemilikan manajerial

X2 = variabel kepemilikan institusional

X3 = variabel arus kas bebas

X4 = variabel aset yang dijaminkan

e = eror

Pengujian Hipotesis

Sesuai dengan hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini, maka pengujian hipotesis dilakukan dengan dua cara yaitu pengujian secara simultan dan parsial. Pengujian hipotesis secara simultan dilakukan dengan uji F. Pengujian hipotesis secara parsial dilakukan dengan uji t.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Variabel Penelitian

Berdasarkan Tabel 1, dapat diketahui bahwa rata-rata *Deviden Payout Ratio* perusahaan sampel penelitian pada tahun 2000–2005 adalah sebesar 33,18% dengan nilai minimum -47,39% (dimiliki oleh PT Tembaga Mulia Semanan Tbk) dan maksimum 159,82% yang dimiliki oleh PT HM. Sampoerna Tbk dengan standart deviasi sebesar 29,26%. Nilai standart deviasi yang sangat besar (lebih dari 30%) menunjukkan adanya variasi yang besar atau adanya kesenjangan yang cukup besar dari *devidend payout ratio* terendah dan *devidend payout ratio* tertinggi (Santoso, 2000:4). Hal ini menunjukkan nilai *devidend payout ratio* tersebar jauh dari rata-ratanya.

Tabel 1. Rerata Variabel Dependen dan Independen Perusahaan Sampel

Variabel	N	Min	Max	Mean	Std. Deviation
DPR	138	-47,39	159,82	33,18	29,25805
MOWN	138	0	58,33	6,79	14,16645
INST	138	0	97,95	61,78	22,99142
FCF	138	20,15	28,98	24,61	1,89558
COLLAS	138	,07	,76	,3306	,15972
Valid N (listwise)	138				

Sumber: Data diolah, 2007

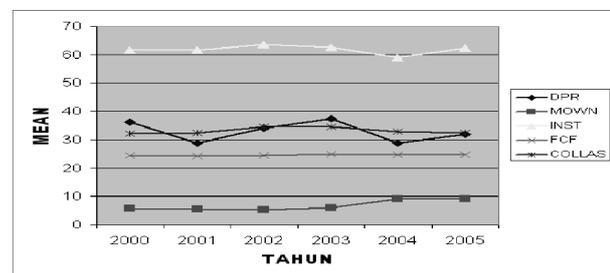
Kepemilikan manajerial perusahaan sampel penelitian pada tahun 2000–2005 memiliki rata-rata sebesar 6,79% dengan nilai minimum 0,0% (dimiliki oleh PT Mandom Indonesia Tbk) dan nilai maksimum 58,33% (dimiliki PT Delta Djakarta Tbk) dengan nilai standart deviasi sebesar 14,17%. Nilai standart deviasi yang lebih kecil dari 30% menunjukkan tidak begitu besar kesenjangan pada kepemilikan manajerial terendah dan kepemilikan manajerial tertinggi. Hal ini menunjukkan kepemilikan manajerial tersebar pada rata-ratanya.

Kepemilikan institusional perusahaan sampel penelitian pada tahun 2000–2005 memiliki rata-rata sebesar 61,78% dengan nilai minimum 0,0% (dimiliki oleh PT Intanwijaya Tbk) dan nilai maksimum 97,95% (dimiliki PT Aqua Golden Mississippi Tbk) dengan nilai standart deviasi sebesar 22,99%. Nilai standart deviasi yang lebih kecil dari 30% menunjukkan tidak begitu besar kesenjangan pada kepemilikan institusional terendah dan kepemilikan institusional tertinggi. Hal ini menunjukkan kepemilikan institusional tersebar pada rata-ratanya.

Arus kas bebas (*free cash flow*) perusahaan sampel penelitian pada tahun 2000–2005 (dalam logarithma natural *free cash flow*) memiliki rata-rata sebesar 24,61 dengan nilai minimum 20,15 (dimiliki oleh PT Lionmesh Tbk) dan nilai maksimum 28,98 (dimiliki PT HM. Sampoerna Tbk) dengan nilai standart deviasi sebesar 1,90. Nilai standart deviasi yang lebih kecil dari 30% menunjukkan tidak begitu besar kesenjangan pada arus kas bebas terendah dan arus kas bebas tertinggi. Hal ini menunjukkan arus kas bebas tersebar pada rata-ratanya.

Jaminan aset (*collateralizable asset*) perusahaan sampel penelitian pada tahun 2000–2005 memiliki rata-rata sebesar 0,3201 kali dengan nilai minimum 0,0657 kali (dimiliki oleh PT Arwana Citramulia Tbk) dan nilai maksimum 0,6477 kali (dimiliki PT Surya Toto Indonesia, Tbk.) dengan nilai standart deviasi sebesar 0,1663. Nilai standart deviasi yang lebih kecil

dari 30% menunjukkan tidak begitu besar kesenjangan pada jaminan aset terendah dan jaminan aset tertinggi. Hal ini menunjukkan nilai jaminan aset tersebar pada rata-ratanya.



Gambar 3. Grafik Rerata Masing-Masing Variabel

Berdasarkan grafik rerata masing-masing variabel tahun 2000–2005 di atas, terlihat bahwa variabel rasio pembayaran deviden dari tahun 2000–2002 cenderung turun kemudian naik lagi pada tahun 2003, pada tahun 2004–2005 rasio pembayaran deviden kembali cenderung menurun. Hal ini menunjukkan bahwa kecenderungan rasio pembayaran deviden adalah menurun.

Untuk variabel kepemilikan manajerial dari tahun 2000–2002 relatif stabil, pada tahun berikutnya rata-rata kepemilikan manajerial meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai kecenderungan meningkat.

Untuk variabel kepemilikan institusional dari tahun 2000–2003 mengalami peningkatan, namun pada tahun 2004 kepemilikan tampak mengalami penurunan, kemudian pada tahun 2005 kepemilikan institusional kembali meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki kecenderungan untuk meningkat.

Untuk variabel arus kas bebas dari tahun ke tahun menunjukkan rerata yang relatif stabil. Hanya pada tahun 2001 mengalami penurunan. Hal ini menunjukkan karena variabel arus kas bebas yang relatif stabil maka dalam rasio pembayaran devidennya perusahaan

akan cenderung menurun. Karena jika nilai arus kas bebas relatif stabil dari nilai mata uang menunjukkan kecenderungan untuk menurun.

Untuk variabel aset yang dijamin pada tahun 2004–2005 mengalami peningkatan. Hal ini menunjukkan bahwa aset yang dijamin mempunyai kecenderungan untuk meningkat.

Hasil Analisis dan Interpretasi Data

Setelah dilakukan perhitungan regresi berganda dengan program SPSS 12 for windows, diperoleh hasil analisis regresi tentang pengaruh variabel-variabel independen terhadap variabel dependen yang diteliti pada tabel berikut ini:

Tabel 2. Hasil Ringkasan Analisis Regresi

Variabel	Unstandardized Coefficients		Standard Coeff	t	Sig.	Ket
	B	Std. Error	Beta			
(Constant)	-35,915	32,759		-1,096	,275	
MOWN	-,523	,202	-,253	-2,591	,011	Signifikan
INST	-,248	,124	-,195	-2,004	,047	Signifikan
FCF	3,615	1,281	,234	2,821	,006	Signifikan
COLLAS	-3,061	15,088	-,017	-,203	,840	Tidak Signifikan

R = 0,335
R Square = 0,113
Adj. R Square = 0,086
SEE = 27,97408
F hitung = 4,216
F tabel = 2,09
Prob. Sig. F = 0,003
Nilai dw = 2,271
 $\alpha = 5\%$

Sumber: Data diolah, 2007

Persamaan model regresi dengan *dividend payout ratio* sebagai variabel terikatnya:

$$\text{DPR} = -35,915 - 0,523\text{MOWN} - 0,248\text{INST} + 3,615\text{FCF} - 3,061\text{COLLAS} + e$$

Berdasarkan persamaan regresi tersebut, diketahui besarnya konstanta (intersep) adalah -35,915. Ini berarti bahwa jika variabel-variabel independen (Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, arus kas bebas dan aset yang dijamin) nilainya nol atau dianggap konstan maka *dividend payout ratio* turun sebesar 35,915.

Nilai koefisien kepemilikan manajerial sebesar -0,523. Ini berarti bahwa setiap peningkatan 1% kepemilikan manajerial akan menurunkan *dividend payout ratio* (DPR) sebesar 0,523% dengan syarat variabel independen lainnya tetap (tidak berubah).

Nilai koefisien kepemilikan institusional sebesar -0,248. Ini berarti bahwa setiap peningkatan 1% kepemilikan institusional akan menurunkan *dividend payout ratio* (DPR) sebesar 0,248% dengan syarat variabel independen lainnya tetap (tidak berubah).

Nilai koefisien arus kas bebas sebesar 3,615. Ini berarti bahwa setiap peningkatan 1 kali arus kas bebas maka akan meningkatkan *dividend payout ratio* (DPR) sebesar 3,615 kali dengan syarat variabel independen lainnya tetap (tidak berubah).

Nilai koefisien aset yang dijamin sebesar -3,061. Ini berarti bahwa setiap peningkatan 1 kali aset yang dijamin akan menurunkan *dividend payout ratio* (DPR) sebesar 3,061 kali dengan syarat variabel independen lainnya tetap (tidak berubah).

Variasi perubahan nilai variabel *dividend payout ratio* yang bisa dijelaskan oleh variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, arus kas bebas, dan jaminan aset secara serentak (simultan) adalah sebesar 11,3%; sedangkan sisanya sebesar 88,7% dijelaskan oleh variabel lain diluar keempat variabel-variabel tersebut.

Kecilnya nilai *R square* dalam penelitian ini dikarenakan adanya perbedaan kondisi pasar modal di luar negeri yang digunakan sebagai obyek penelitian dengan kondisi pasar modal di Indonesia. Perbedaan Undang-undang serta kepemilikan saham yang terkonsentrasi pada pemegang saham mayoritas dibandingkan saham yang dipegang oleh publik. Sehingga variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian terdahulu belum bisa menghasilkan formula yang bagus,

sehingga masih banyak variabel-variabel lain yang dipertimbangkan perusahaan yang listing di BEJ dalam kebijakan devidennya.

Pembahasan

Pengaruh Kepemilikan Manajerial (X1) terhadap Rasio Pembayaran Deviden (*Deviden Payout Ratio*) (Y)

Berdasarkan hasil analisis regresi secara parsial didapatkan nilai t_{hitung} dari variabel X1 adalah sebesar -2,591 dan nilai t_{tabel} adalah sebesar (1,658). Karena $-t < t_{hitung}$ maka keputusannya adalah H_0 diterima dan H_1 ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara variabel kepemilikan manajerial terhadap rasio pembayaran deviden (DPR).

Nilai koefisien regresi (b) untuk variabel kepemilikan manajerial (X1) adalah bertanda negatif, hal ini menunjukkan bahwa hubungan antara variabel kepemilikan manajerial dengan DPR adalah tidak searah, di mana semakin tinggi proporsi kepemilikan manajerial maka akan menurunkan rasio pembayaran deviden atau sebaliknya.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Rozeff (1982) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dan kebijakan deviden dapat digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Perusahaan dengan persentase kepemilikan manajerial yang besar maka menetapkan pembayaran deviden yang rendah, sedangkan pada persentase kepemilikan yang kecil menetapkan deviden yang tinggi.

Arah hubungan yang negatif ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajerial maka semakin kecil deviden yang dibayarkan karena tindakan manajer lebih mengutamakan kesejahteraan pemegang saham termasuk dirinya yang juga sebagai pemegang saham. Arah hubungan ini sesuai dengan hasil penelitian Rozeff (1982), Dempsey, dan Laber (1992), Jensen, *et al.* (1992) dalam Mollah, *et al.* (2000), Chen dan Steiner (1999), Mollah, *et al.* (2000).

Pengaruh Kepemilikan Institusional (X2) terhadap Rasio Pembayaran Deviden (*Deviden Payout Ratio*) (Y)

Berdasarkan hasil analisis regresi secara parsial didapatkan nilai t_{hitung} dari variabel X2 adalah sebesar -2,004 dan nilai t_{tabel} adalah sebesar (1,658). Karena $-t < t_{hitung}$ maka keputusannya adalah H_0 diterima

dan H_1 ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh negatif yang signifikan antara variabel kepemilikan institusional terhadap rasio pembayaran deviden (DPR).

Nilai koefisien regresi (b) untuk variabel kepemilikan manajerial (X1) adalah bertanda negatif, hal ini menunjukkan bahwa hubungan antara variabel kepemilikan manajerial dengan DPR adalah tidak searah, di mana semakin tinggi proporsi kepemilikan manajerial maka akan menurunkan rasio pembayaran deviden atau sebaliknya.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Shleifer dan Vishny (1986), Jarrell dan Poulsen (1987), Brickley, Lense, dan Smith (1988), Graves dan Waddock (1990) sebagaimana dikutip dalam Han, *et al.* (1999) menyatakan bahwa *institutional ownership* dapat membantu dalam menyelesaikan *agency problem* dengan memonitor manajemen. *Institutional shareholders* pada suatu perusahaan mempunyai implikasi terhadap *agency cost*. Semakin tinggi *institutional ownership*, biaya keagenannya semakin rendah karena pengawasan terhadap kinerja manajer lebih optimal sehingga tindakan manajer diharapkan dapat sesuai dengan keinginan pemegang saham. Pada akhirnya, konflik antara manajer dengan pemegang saham akan semakin berkurang. Oleh karena itu, perusahaan akan membayar deviden yang lebih rendah.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional sebagai proksi dari *agency cost* memiliki pengaruh negatif terhadap rasio pembayaran deviden. Hal ini berarti bahwa besar kecilnya kepemilikan institusional mempengaruhi besar kecilnya rasio pembayaran deviden yang akan ditetapkan oleh perusahaan. Hal ini juga berarti kepemilikan institusional dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* akibat adanya *agency problem* antara pemegang saham dan manajer.

Hasil penelitian ini sejalan dengan alternatif untuk mengurangi *agency cost* yaitu dengan institusional investor sebagai pihak yang memonitor agen (Moh'd, *et al.*, 1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara *stockholder* dari luar seperti institusional investor dapat mengurangi *agency cost*. Dengan adanya investor institusional (perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusional lain) akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Arah hubungan yang negatif ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan institusional, maka biaya keagenannya

semakin rendah karena pengawasan terhadap kinerja manajer lebih optimal sehingga tindakan manajer diharapkan dapat sesuai dengan keinginan pemegang saham. Pada akhirnya, konflik antara manajer dengan pemegang saham akan semakin berkurang. Oleh karena itu, perusahaan akan membayar deviden yang lebih rendah. Arah hubungan ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Jensen dan Meckling (1976), D'Souza dan Saxena (1999).

Pengaruh Arus Kas Bebas (X3) terhadap Rasio Pembayaran Deviden (*Deviden Payout Ratio*) (Y)

Berdasarkan hasil analisis regresi secara parsial didapatkan nilai t_{hitung} dari variabel X3 adalah sebesar 2,821 dan nilai t_{tabel} adalah sebesar (1,658). Karena $t_{hitung} > t_{tabel}$, maka keputusannya adalah H_a diterima dan H_o ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif signifikan antara variabel arus kas bebas terhadap rasio pembayaran deviden (DPR).

Nilai koefisien regresi (b) untuk variabel arus kas bebas (X3) adalah bertanda positif, hal ini menunjukkan bahwa hubungan antara variabel arus kas bebas dengan rasio pembayaran deviden (DPR) adalah searah, di mana semakin tinggi nilai arus kas bebas maka akan meningkatkan rasio pembayaran deviden atau sebaliknya.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Jensen (1986), Holder, *et al.* (1998), dan Mollah, *et al.* (2000) yang menyatakan bahwa arus kas bebas berpengaruh signifikan dan berhubungan positif dengan rasio pembayaran deviden (DPR).

Semakin tinggi *free cash flow* yang dihasilkan perusahaan, masalah keagenan akan cenderung semakin meningkat. Pemegang saham pengendali memiliki kecenderungan untuk menggunakan kas tersebut untuk kepentingan pribadi atau mentransfer kas tersebut ke perusahaan lain miliknya atau mungkin juga melakukan *self dealing* seperti akuisisi internal atas perusahaan yang belum *go public* padahal perusahaan tersebut masih dalam satu grup yang mengakibatkan pemegang saham minoritas bisa kembali dirugikan.

Arah hubungan positif ini sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa sebagaimana hubungan antara *free cash flow* dengan masalah keagenan, semakin tinggi *free cash flow* yang dihasilkan perusahaan maka diharapkan deviden yang dibayarkan juga akan semakin besar. Demikian pula sebaliknya, semakin kecil arus kas bebas yang dihasilkan perusahaan maka

diharapkan deviden yang dibayarkan juga akan semakin kecil.

Pengaruh Aset yang Dijaminkan (X4) terhadap Rasio Pembayaran Deviden (*Deviden Payout Ratio*) (Y)

Berdasarkan hasil analisis regresi secara parsial didapatkan nilai t_{hitung} dari variabel X4 adalah sebesar -0,203 dan nilai t_{tabel} adalah sebesar (1,658). Karena: $-t_{hitung} > t_{tabel}$ maka keputusannya adalah H_o diterima dan H_a ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel aset yang dijaminkan terhadap rasio pembayaran deviden (DPR).

Nilai koefisien regresi (b) untuk variabel aset yang dijaminkan (X4) adalah bertanda negatif, hal ini menunjukkan bahwa hubungan antara variabel aset yang dijaminkan dengan DPR adalah tidak searah, dimana semakin tinggi nilai aset yang dijaminkan maka akan menurunkan rasio pembayaran deviden atau sebaliknya. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang memprediksi bahwa variabel aset yang dijaminkan berpengaruh terhadap rasio pembayaran deviden.

Hasil penelitian yang tidak signifikan ini, juga dikarenakan antara pemegang saham dan kreditur tidak terjadi *agency problem*. Hal ini berhubungan dengan struktur kepemilikan perusahaan manufaktur yang didominasi oleh keluarga pendiri dalam Perseoran Terbatas (*Holding Company*). Pihak kreditur yang memberikan pinjaman ternyata juga merupakan pemilik Perseroan Terbatas tersebut sehingga antara pemegang saham dan kreditur terjadi kesamaan kepentingan terhadap perusahaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan temuan hasil penelitian yang telah diuraikan sebelumnya, beberapa hal yang dapat disimpulkan bahwa variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, arus kas bebas, dan aset yang dijaminkan secara serentak berpengaruh terhadap rasio pembayaran deviden (DPR). Dari keempat variabel bebas yang digunakan dua hanya variabel kepemilikan manajerial dan arus kas bebas yang berpengaruh signifikan secara parsial (individu) terhadap rasio pembayaran deviden, Sedangkan kepemilikan institusional dan aset yang dijaminkan tidak berpengaruh signifikan secara parsial (individu) terhadap rasio pembayaran deviden.

Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dan kebijakan deviden dapat digunakan sebagai substitusi untuk mengurangi biaya keagenan. Perusahaan dengan persentase kepemilikan manajerial yang besar maka menetapkan pembayaran deviden yang rendah, sedangkan pada persentase kepemilikan yang kecil menetapkan deviden yang tinggi. Hasil ini mempunyai relevansi dengan penelitian Rozeff (1982).

Saran

Bagi pemegang saham sebaiknya memperhatikan arus kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan. Pada saat arus kas bebasnya tinggi maka sebaiknya dibagikan dalam bentuk deviden, apabila deviden yang dibagi tinggi maka dengan sendirinya nilai perusahaan juga akan naik. Apabila nilai perusahaan naik maka ini dapat menjadi sinyal bahwa tujuan untuk memakmurkan pemegang saham dapat tercapai. Namun pada saat arus kas bebas yang dimiliki perusahaan kecil, maka deviden yang dibagikan juga kecil. Karena sebagian deviden yang tidak dibagi dapat digunakan sebagai laba ditahan untuk investasi yang bisa menumbuhkan perusahaan.

Bagi perusahaan sebaiknya rasional dan obyektif dalam mengeluarkan kebijakan-kebijakan perusahaannya khususnya berkaitan dengan penelitian ini yaitu pada kebijakan devidennya.

Bagi investor, terutama investor publik perlu memonitor perilaku manajemen dalam menjalankan bisnisnya agar dapat mengontrol perilaku mereka yang dapat merugikan pemegang saham.

Bagi peneliti selanjutnya bisa mengembangkan penelitian ini dengan memperluas obyek penelitian, periode pengamatan yang lebih panjang dan menambahkan variabel penelitian di luar variabel yang diteliti sehingga menghasilkan sesuatu yang berbeda dan lebih baik.

DAFTAR RUJUKAN

- Akhigbe, A., and Jeff, M. 1996. Dividend Policy and Corporate Performance. *Journal of Bussiness Finance and Accounting* (23), pp.1267–87.
- Alli, et al. 1993. Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis. *The Financial Review*, November, page: 523–547.
- Ardian, Eko, W. 2006. *Pengaruh Institusional Shareholders terhadap Kebijakan Dividen dengan Insider Ownership, Debt to Asset, Standart Deviation of ROA, dan Operating Income to Asset sebagai Variabel*

- Kontrol*. Tesis. Program Pascasarjana Universitas Airlangga.
- Berle, A.A., An, G.C., Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan: New York, USA.
- Besley, S., and Eugene, F.B. 2000. *Essentials of Managerial Finance*. Twelfth Edition. USA: The Dryden Press.
- Brealy, R.A., and S.C. Myers. 1996. *Principles of Corporate Finance*. USA: McGraw-Hill Inc.
- Brigham, Eugene, F., and Louis, C.G. 1996. *Intermediate Financial Management*. Fifth edition. USA: The Dryden Press.
- Chen, C.R., and Stainer, T.L. 1999. Managerial Ownership and Agency Conflicts: A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy, *The Finacial Review*, 34:119–136.
- Claessen, S., Simeon, D., dan Larry, H.P. Lang. 2000. Expropriation Minority Shareholders in East Asia. *Journal of Financial Economics* (Vol. 58).
- Crutchley, C., and R. Hansen. 1989. A Test of The Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. *Financial Management (Winter)*, page: 36–46.
- D'Souza, J., and Saxena, A.K. 1999. Agency Cost, Market Risk, Investment Opportunities and Dividend Policy – An International Perspective. *Managerial Finance*. Volume 25. Number 6.
- Damodaran, A. 2001. *Corporate Finance*. New York: John Wiley and Sons Inc.
- Easterbrook, F.H. 1984. Two Agency Cost Explanations of Dividends. *American Economic Review (June)*, page: 650–659.
- Faccio, M., dan Larry, H.P. Lang. 2002. The Ultimate of Ownership of Western Corporation. *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- Gitman, Lawrence, J., Michael, D.J. 2005. *Fundamental of Investing*. Ninth Edition. Boston: Pearson Addison Wesley.
- Han, Ki, C., Suk, H.L., and david, Y.S. 1999. Institutional Shareholders and Dividends, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, Vol 12, No. I (Spring):53–62.
- Handoko, J. 2002. *Pengaruh Agency Cost terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Go Public di Bursa Efek Jakarta*. *Journal Widya Manajemen dan Akuntansi* (Vol. 2). No. 3 (Desember). Hal: 180–190.
- Hinuri, H., Isakayoga, C.H., Joseph, F.P. Luhukay (Ed). 1997. *Dana dan Investasi*. Jakarta: Capital Market Society of Indonesia.
- Holder, M., & Langrehr, F.W., & Hexter, J.L. 1998. Dividend Policy Determinants: An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory, *Journal of Financial Management*, Vol 27, No.3.
- http://www.jsx.co.id/download.asp?cmd=report_issuer_detail

- Indonesian Capital Market Directory*. Jakarta: Institute for Economic and Financial Research (ECFIN).
- Ismiyanti, F., Mamduh, M.H. 2003. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Instiusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan. *Simposium Nasional Akuntansi VI*: 260–277.
- Jensen, Michael, C., and William, H.M. 1976. Theory of The Firm. Managerial Behavior. Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* (Vol. 23), page: 305–360.
- Jensen, M.C. 1986. The Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate finance and Takeover. *American Economic Review* (May), page: 323–329.
- Jensen, *et al.* 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies. *Journal of Financial and Quantative Analysis* (June), page: 247–263.
- Kalay, A. 1982. Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraints, *Journal of Financial Economics* (June), pp 211–33.
- Keown, Arthur, J., *et al.* 2000. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Jilid Dua. Terjemahan. Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Lang, Larry, H.P., and Robert, H.L. 1989. Dividend Announcements- Cash Flow Signaling vs Free Cash Flow Hypthesis? *Journal of Financial Economics* (24) pp. 181–91.
- La Porta, R.F. Lopez-Silanes, A. Schleifer, dan R.W. Vishny. 1999. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance* (Vol. 54), page: 471–517.
- _____. 2000. Agency Problems and Dividend Policies Around the World. *Journal of Finance* (Vol. 60), page: 1–33.
- Levy, H., and Marshall, S. 1986. *Capital Investment and Financial Decision* 3rd Edition. UK:Prentice Hall International, Ltd.
- Miller, M.H., and Modigliani, F. 1961. *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*. *Journal of Business* (Vol. 39), page: 411–433.
- Miller, M., and M. Scholes. 1978. *Dividends and Taxes*. *Journal of Financial Economics* (December), page: 333–364.
- Miller, M., and K. Rock. 1985. Dividend Policy Under Asymmetric Information, *Journal of Finance* (December), pp. 1031–1051.
- Moh'd, M.A., L.G., Perry, and H. Short. 2000. The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review*, 33:85–98.
- Mollah, A., Sabur, Kevin, K., and Helen, S. 2000. The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in an Emerging Market: Evidence from the Dhaka Stock Exchange. *University of Oslo* (May: 1–19).
- Norhayati, S.I. 2004. Kepemilikan Manajerial dan Agency Konflik: Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Pengambilan Resiko, Kebijakan Hutang, dan Dividen. *Tesis S-2 Program Pascasarjana Universitas Brawijaya*.
- Reilly, F.K.C., Brown. 2003. *Investment Analysis and Portofolio Management*. 7th edition. Ohio: Southwestern, a division of Thomson Learning.
- Rozeff, M.S. 1982. Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research* (Fall), page: 249–259.
- Ross, Stephen, A., Randolph, W. Westerfield and Jeffrey Jaffe. 1996. *Corporate Finance*. Fourth Edition. USA: Irwin Inc.
- Santoso, S. 2000. *Buku Latihan SPSS: Statistik Parametrik*. Jakarta: PT Elex Media Computindo.
- Saphiro, Alan, C. 1992. *Modern Corporate Finance*. NewYork: Mc Milan Publisher Company.
- Saxena, A.K. 1999. Determinants of Dividend Policy: Regulated Versus Unregulated Firms. *Financial Management Association Conference*.
- Schleifer, A., dan R.W. Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* (Vol. 52), page: 737–783.
- Setyowati, E. 1997. *Efek Systematic Risk (Beta), Growth, Agency Cost, dan Transaction Cost Terhadap Dividend Payout Ratio*. Tesis S-2 Program Pascasarjana Universitas Brawijaya.
- Septiyanti, R. 2002. Analisis Hubungan antara Kepemilikan Saham Minoritas dan Dividend Pay-out Ratio dengan Laba sebagai Variabel Pemoderasi. *Simposium Nasional Akuntansi VI*. Hal 588-600. Jakarta: Ikatan Akuntan Indonesia.
- Sharin, A., Shasri, K.A., and Shasri, K. 2000. *Ownership Structure and Stock Market Likuidity*. www.ssrn.com.
- Smith, C.W., Jr., and J.B. Warner. 1979. On Financial Contracting: An analysis of Bond Covenants. *Journal of Financial Economics* (June), page: 117–161.
- Titman, S., and R Wessels. 1988. The Determinants of Capital Structure Choice, *Journal of Finance* (March), pp 1–19.
- Van Horne, James, C. 1999. *Financial Management and Policy*. New Jersey: Prentice-Hall. Inc.
- _____, and John, M. Wachowicz. 2001. *Fundamental of Financial Management*. Eleventh Edition. New York: Prentice Hall International Ltd.
- Weston, J.F., and Eugene, F.B. 1990. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kesembilan. Terjemahan. Jakarta: Erlangga.