

STUDI EMPIRIS TERHADAP FAKTOR PENENTU KEBIJAKAN JUMLAH DIVIDEN

Michell Suherli

Alumnus Magister Akuntansi Universitas Trisakti

Sofyan S. Harahap

Magister Akuntansi Universitas Trisakti

Abstract

This research examines variables which are predicted influencing dividend amount distribution. In general, investor have primarily objective is to increase their wealth by return as dividend or capital gain. On the other hand, the company expects continous growth and its going concern, also increase its stockholder's wealth. Factors that predicted influencing dividend distribution amount in this research are focused on 7 factors: liquidity, firm size, capital structure, company's growth, stock price, number of stockholders, and family leadership in Board of Director. This research examine financial statement of 85 companies are listed at Jakarta Stock Exchange for period ended December 31, 1998 until December 31, 2001.

This result concluded that liquidity and firm size significant influence to dividend distribution amount policy, while the other factors: capital structure, company's growth, stock price, number of stockholder, and family leadership in Board of Director do not.

Keywords: Dividend, Cash, Firm Size, Capital Structure, Growth, Stock Price, Investment

PENDAHULUAN

Latar Belakang Masalah

Jika kita memiliki saham pada perseroan maka kita akan sangat peduli dengan kinerja saham tersebut di bursa. Dengan membeli saham maka kita sangat memperhatikan *return* yang diharapkan dari saham tersebut. Sebagai investor, kita harus mempelajari faktor apa yang menjadi acuan pengambilan keputusan pihak manajemen dari *investee* untuk membayar *return* tersebut. Bentuk *return* yang melekat pada saham adalah dividend dan laba penjualan saham (*capital gain*).

Kebijakan pembayaran dividend mempunyai dampak yang sangat penting bagi investor maupun bagi perusahaan yang membayarkan dividend. Pada umumnya para investor mempunyai tujuan untuk meningkatkan kesejahteraannya dengan mengharapkan *return* dalam bentuk dividend maupun *capital gain*. Di lain pihak perusahaan juga mengharapkan pertumbuhan sekaligus mempertahankan kelangsungan hidupnya dan memberikan kesejahteraan bagi pemegang saham. Penetapan pembagian dividend menjadi masalah menarik karena memenuhi harapan investor, di sisi lain kebijakan tersebut jangan sampai menghambat pertumbuhan apalagi mengancam kelangsungan hidup perusahaan.

Penetapan jumlah yang tepat untuk dibayarkan sebagai dividend adalah sebuah keputusan finansial yang sulit bagi pihak manajemen. Ross (1988) menilai : *"Deciding what percentage of earnings to pay out as dividends is a basic policy choice confronting managers because it determines what funds flow to investors and what funds are retained by the firm for reinvestment."*

Keputusan mengenai dividend terkadang diintegrasikan dengan keputusan pendanaan dan investasinya semakin rumit kegiatan perusahaan maka konflik kepentingan antara pemegang saham dan pihak manajemen semakin banyak. Perusahaan memiliki pemisahan yang jelas antara kepemilikan, pengoperasian, dan pengawasan memungkinkan manajemen kepentingan mereka daripada kepentingan perusahaan atau pemilik.

Menurut *agency theory*, pihak manajemen adalah agen (*agents*) pemilik, sedangkan pemilik merupakan *principal*. Jensen dan Meckling (1976) telah memperlihatkan bahwa pemilik dapat menyakinkan diri mereka bahwa "agen" akan membuat keputusan yang optimal bila terdapat insentif yang memadai dan mendapatkan pengawasan dari pemilik. Konflik kepentingan antara

manajer dan pemegang saham dapat diminimalkan dengan mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait tersebut. Mekanisme pengawasan itu membutuhkan biaya, yang disebut *agency cost*. Teori *agency* yang modern berusaha menjelaskan tentang struktur modal sebagai suatu usaha untuk meminimalkan biaya *agency* yang berhubungan dengan pemisahan antara pemilik dan manajer (Jensen dan Meckling, 1976).

Agency cost dalam suatu perusahaan akan lebih rendah dengan tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi karena ada kepentingan yang sama terhadap pemegang saham dan tujuan dari pihak manajer (Jensen dan Meckling, 1976). *Agency cost* juga dapat berkurang dalam suatu perusahaan, jika pemilik mempunyai persentase kepemilikan yang cukup sehingga mampu memonitor kegiatan manajerial (Shleifer dan Vishny, 1986).

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi biaya keagenan tersebut. Pertama, meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (Jensen dan Meckling, 1976). Proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan. Kedua, kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga mampu memonitor kegiatan manajerial (Shleifer dan Vishny, 1986).

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi biaya keagenan tersebut. Pertama, meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (Jensen dan Meckling). Proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan. Kedua, kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar, dan sebaliknya merasakan kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

Ditemukan hal yang menarik tentang jumlah pembagian dividen dan ada yang berpendapat bahwa banyak "kepentingan" terhadap dividen yang akhirnya membuat fenomena dividen menjadi sulit untuk dijelaskan. Miller dan Modigliani (1961) mengatakan investor dapat memaksakan untuk mendapatkan dividen dari portofolio investasi. Dalam model pertumbuhan harga saham konstan maka pembayaran dividen yang lebih tinggi cenderung meningkatkan harga saham yang kemudian meningkatkan nilai perusahaan.

Manajer memiliki informasi yang lebih baik tentang *going concern* perusahaan daripada investor luar. Elfakhani (1995) menyebutkan bahwa informasi tentang sebuah investasi atau kesempatan untuk berinvestasi dapat

menyebabkan dampak positif pada arus kas masa datang. Dalam situasi ini manajer harus membayarkan dividennya untuk mengkomunikasikan informasi yang berharga tersebut ke pasar.

Pembayaran dividen kepada pemegang saham merupakan salah satu cara perusahaan untuk mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham. Namun pertimbangan perusahaan tentang pembagian dividen kepada pemegang saham dipengaruhi beberapa faktor. Faktor tersebut menurut Alli *et. al.* (1993), pertama, faktor peraturan yang membayasi besaran dividen yang dibayarkan (*legal retriCTION*); kedua, posisi kas dan setara kas perusahaan terkait dengan likuiditas perusahaan (*liquidity position*); ketiga, perusahaan yang baru tumbuh disebabkan kebutuhan dana untuk aktivitas intern lebih besar daripada untuk aktivitas pendanaan lain (*absence or lack of other source of financing*); keempat, ketidakstabilan perusahaan akan menyebabkan sulitnya memprediksi laba di masa yang akan datang, sehingga ketidakberanian manajemen menetapkan dividen yang besar (*earning predictability*); kelima, pengawasan pemilik sebagai variabel penentu kebijakan pembayaran dividen (*ownership control*); dan yang terakhir adalah faktor inflasi.

Faktor penentu kebijakan dividen tersebut dianalogikan oleh Black (1976) sebagai sebuah teka-teki yang berkelanjutan. Menurut Black, kebijakan dividen merupakan teka-teki yang sulit untuk dijelaskan, dan selalu menimbulkan tanda tanya besar bagi investor, kreditor, bahkan kalangan akademisi. Dalam penelitian ini, peneliti mencoba mereview penelitian terhadap faktor yang mempengaruhi kebijakan manajemen mengenai jumlah pembagian dividen. Riset ini akan menguji 7 faktor yang diprediksi memberi pengaruh dalam kebijakan pembagian dividen pada perseroan.

Faktor yang diduga berpengaruh dan dijadikan variabel bebas dalam penelitian ini adalah arus kas bebas, ukuran perusahaan, struktur permodalan, pertumbuhan perusahaan, harga pasar saham, jumlah pemegang saham, dan struktur kepemimpinan keluarga dalam dewan direksi perusahaan. Penelitian ini mengambil data sekunder dari Bursa Efek Jakarta sejumlah 85 perusahaan dan rentang waktu laporan keuangan yang digunakan sebagai obyek adalah periode yang berakhir pada tanggal 31 Desember 1998 sampai dengan 31 Desember 2001. Perusahaan yang diteliti bergerak dalam berbagai bidang industri yang dipilih secara acak.

Perumusan Masalah

Kebijakan dividen merupakan teka-teki yang sulit untuk dijelaskan dan selalu menimbulkan tanda tanya besar bagi investor, kreditor bahkan kalangan akademisi (Black, 1976). Penelitian ini akan menguji beberapa hipotesis mengenai motivasi implisit manajer melakukan keputusan tentang jumlah dividen yang akan dibagikan.

Masalah dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

1. Arus Kas Bebas

Riset ini bermaksud menguji apakah besaran aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan merupakan faktor penentu kebijakan jumlah pembagian dividen.

2. Skala Perusahaan

Menerka untuk mengetahui apakah ukuran perusahaan mempengaruhi kebijakan besarnya jumlah dividen yang dibagikan.

3. Pertumbuhan Perusahaan

Untuk mengetahui apakah pertumbuhan perusahaan mempengaruhi kebijakan jumlah dividen.

4. Struktur Permodalan

Riset ini bertujuan menguji apakah struktur permodalan yang dibiayai dengan hutang mempengaruhi kebijakan manajemen untuk membagikan jumlah dividen.

5. Harga Saham

Riset ini hendak menguji apakah harga saham mempengaruhi jumlah dividen yang dibagi oleh sebuah perusahaan dalam satu periode akuntansi.

6. Jumlah Pihak Pemegang Saham

Penelitian ini akan menguji apakah semakin banyak jumlah pihak pemegang saham akan mempengaruhi kebijakan jumlah dividen yang dibagikan.

7. Struktur Kepemimpinan Keluarga

Sekitar 90% perusahaan *go public* di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dimiliki oleh keluarga tertentu. Penelitian ini hendak mengetahui hubungan antara kepemimpinan oleh pihak keluarga dan kebijakan mengenai jumlah pembagian dividen.

TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN

Tujuan Penelitian

Penelitian ini memiliki tujuan untuk mempelajari faktor yang menjadi pertimbangan dalam kebijakan manajemen tentang jumlah pembagian dividen pada perusahaan *Go Public* khususnya di BEJ. Penelitian ini mempelajari 7 faktor yaitu : likuiditas, ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan, struktur permodalan, harga saham, jumlah pemegang saham, dan struktur kepemimpinan keluarga dalam dewan direksi.

Manfaat Penelitian

Penelitian ini bermanfaat bagi pihak yang terkait dengan motivasi implisit para manajer dalam kebijakan mengenai jumlah pembagian dividen suatu perusahaan. Penelitian ini diharapkan dapat menjadi rujukan bagi pihak yang berkepentingan untuk mengambil keputusan kredit dan investasi pada perusahaan *go public*. Penelitian ini juga berusaha menyimpulkan 7 faktor dalam kaitan dengan kebijakan jumlah pembagian dividen sesuai dengan kondisi perusahaan di Indonesia.

Penelitian ini diarahkan untuk mampu menguji faktor yang mempengaruhi kebijakan jumlah pembagian dividen. Selanjutnya, penelitian ini diharapkan mampu memberi kontribusi pada perkembangan teori di bidang ilmu akuntansi keuangan dan pasar modal.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini menggunakan sampel acak yang mungkin terdapat kekeliruan pemilihan sampel, yaitu bahwa sampel yang terpilih belum tentu *representatif*. Keterbatasan lain adalah periode laporan keuangan yang diteliti merupakan periode saat perusahaan di BEJ berada dalam masa krisis ekonomi (1998-2001).

Hal lain yang juga bisa menjadi keterbatasan adalah data hanya diambil dari Bursa Efek Jakarta (BEJ), tidak meliputi data perusahaan di Bursa Efek Surabaya (BES). Keterbatasan yang berikut yang perlu dicermati adalah minimnya teori akuntansi mengenai kebijakan jumlah pembagian dividen. Disamping itu penelitian ini juga banyak mengadopsi teori akuntansi yang terkait dengan kebijakan dividen lain seperti *signalling theory* dan *agency theory* sehingga terkesan

mencampuradukkan berbagai teori tentang dividen. Terakhir, keterbatasan penelitian ini adalah penggunaan asumsi penelitian bahwa kepemimpinan keluarga diwakili oleh nama yang memiliki marga yang sama, padahal masih ada kemungkinan memiliki hubungan keluarga walaupun tidak memiliki nama keluarga yang sama.

KERANGKA TEORITIS DAN HIPOTESIS

Pengertian Dividen

Dividen adalah pembagian laba kepada para pemegang saham perusahaan sebanding dengan jumlah saham yang dipegang oleh masing-masing pemilik (Smith dan Skousen, 1987). Ikatan Akuntan Indonesia (2002) dalam PSAK No. 23, merumuskan dividen sebagai distribusi laba kepada pemegang investasi ekuitas sesuai dengan proporsi mereka dari jenis modal tertentu. Sedangkan Ross (1995) mendefinisikan dividen sebagai pembayaran kepada pemilik perusahaan yang diambil dari keuntungan perusahaan, baik dalam bentuk saham maupun tunai.

Jenis Kebijakan Dividen

Menurut Naveli (1989), secara umum kebijakan dividen yang ditempuh perusahaan adalah salah satu dari 3 kebijakan ini, yaitu :

1. Constant Dividend Payout Ratio

Terdapat beberapa cara mengatur *dividend payout ratio* yang dibagikan secara tetap dalam persentase atau rasio tertentu, yaitu : (a) Membayar dengan jumlah persentase yang tetap dari pendapatan tahunan, (b) Menentukan dividen yang akan diberikan dalam setahun sama dengan jumlah persentase tetap dari keuntungan tahun sebelumnya, dan (c) Menentukan proyeksi *payout ratio* untuk jangka waktu panjang.

2. Stable Per Share Dividend

Kebijakan yang menetapkan besaran dividen dalam jumlah yang tetap. Kebijakan ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan laba yang tinggi dan stabil.

3. Reguler Dividend Plus Extra

Dalam kebijakan ini, perusahaan akan memberikan suatu tingkat dividen yang relatif rendah tetapi dalam jumlah yang pasti, dan memberikan tamba-

han apabila perusahaan membukukan laba yang cukup tinggi.

Bentuk Kebijakan Dividen

Menurut Ikatan Akuntan Indonesia (2002), kebijakan dividen yang fleksibel mencakup bentuk dividen yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, yakni : dividen tunai, dividen saham, pemecahan saham (*stock split*), dan pembelian saham kembali (*repurchase of stock*).

Teori Kebijakan Dividen

Beberapa teori telah dikembangkan di bidang akuntansi keuangan dan manajemen keuangan mengenai pertanyaan yang sangat mendasar yakni apa yang mempengaruhi besarnya dividen. Untuk itu penelitian ini mencoba memaparkan beberapa teori yang relevan dalam kebijakan dividen [ada umumnya dan telah teruji secara empiris, yaitu : (1) *Smoothing Theory*, teori ini dikembangkan oleh Lintner (1956). Lintner mengatakan bahwa jumlah dividen bergantung akan keuntungan perusahaan sekarang dan dividen tahun sebelumnya, (2) *Dividend Irrelevance Theory*, teori ini diperkenalkan oleh Miller dan Modigliani (1961) memperkenalkan *Dividend Irrelevance Proposition*. Paper tersebut menjelaskan bahwa dalam dunia tanpa pajak, dan tidak diperhitungkannya biaya transaksi serta dalam kondisi pasar yang sempurna, maka kebijakan dividen tidak akan memberikan pengaruh apapun pada harga pasar saham perusahaan tersebut, (3) *Bird in the Hand Theory*. Gordon (1962) mengemukakan *Bird in the hand theory* mengatakan bahwa dengan mendapatkan dividen (*a bird in the hand*) adalah lebih baik daripada saldo laba (*a bird in the bush*) karena pada akhirnya saldo laba tersebut mungkin tidak akan pernah terwujud sebagai dividen di masa depan (*it can fly away*).

Selanjutnya (4) *Tax Preference Theory*, teori ini diungkapkan Bhattacharya (1979) yang menjelaskan bahwa berkaitan dengan pajak, investor lebih memilih pembayaran dividen yang rendah dibandingkan dividen yang tinggi, dan (5) *Clientele Effect Theory* yang diungkapkan Black dan Scholes (1974) yang mengasumsikan jika perusahaan membayar dividen, investor seharusnya mendapatkan keuntungan dari dividen tersebut untuk menghilangkan konsekuensi negatif dari pajak.

Setyawan (1995) mengelompokkan berbagai faktor yang mempengaruhi kebijakan pembagian dividen menjadi 2 faktor yaitu : faktor intern dan faktor

ekstern. Faktor intern adalah faktor dari dalam perusahaan yang mempengaruhi kebijakan pembagian dividen misalnya : likuiditas perusahaan, tingkat laba, dan kemampuan untuk meminjam dana. Faktor ekstern merupakan pengaruh yang berasal dari luar perusahaan, misalnya : pajak atas dividen, pajak atas *capital gain*, akses ke pasar modal, dan peraturan yang berlaku. Lintner (1956) melakukan studi *Lintner's lagged partial adjustment model* berdasarkan fenomena bahwa perusahaan menghindari kebijakan pemotongan pembayaran dividen kepada pemegang saham. Hasil studi tersebut menyatakan bahwa perusahaan menetapkan target *dividend payout ratio* berdasarkan target keuntungannya.

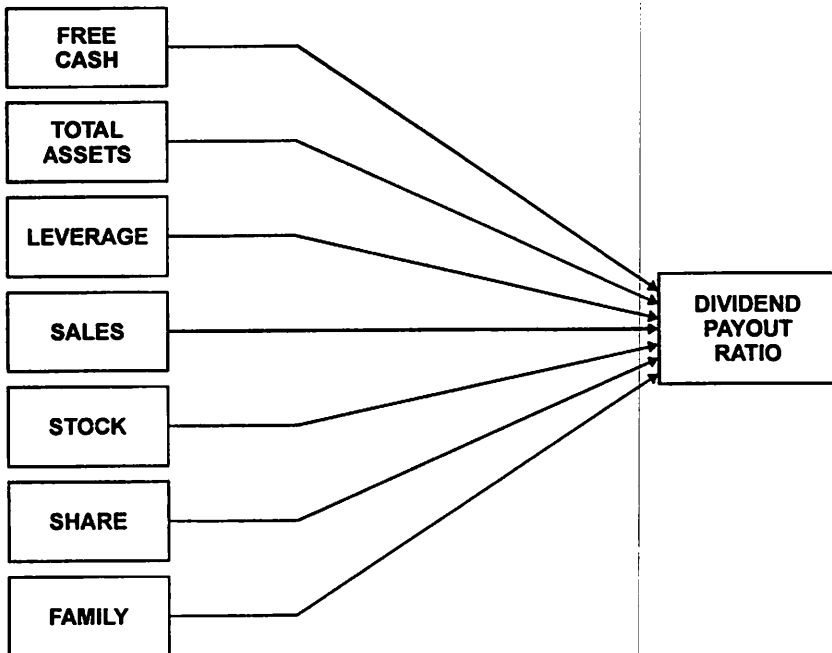
Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran dalam penelitian ini berangkat dari adanya anggapan bahwa kebijakan dividen dalam perusahaan dipengaruhi oleh 7 faktor. *Pertama*, aliran arus kas, sebagaimana Jensen (1986) menjelaskan bahwa biasanya manajer perusahaan mendapat tekanan dari pemegang saham untuk membagikan dividen. *Kedua*, ukuran perusahaan yang diukur dengan *total asset* (Alli *et.al.*, 1993), dikatakan bahwa suatu perusahaan yang sudah mapan akan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal sehingga mampu memperoleh dana yang lebih besar dan perusahaan maupun memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi.

Ketiga, analisa terhadap rasio *leverage*. Rozeff (1982) menyatakan bahwa perusahaan yang *leverage* operasi atau keuangannya tinggi akan memberikan dividen yang rendah dengan maksud mengurangi ketergantungan akan pendanaan secara eksternal. *Keempat*, pertumbuhan pendapatan yang digambarkan oleh angka pertumbuhan penjualan. Rozeff (1982) menyatakan bahwa bila faktor lain tetap konstan sedangkan perusahaan mengalami pertumbuhan yang pesat maka perusahaan membutuhkan dana investasi untuk menciptakan angka penjualan. Chang dan Rhee (1990) mengungkapkan bahwa pertumbuhan perusahaan akan memberi pengaruh kuat pada kebijakan penahanan laba perusahaan, atau dengan kata lain mengurangi jumlah dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. *Kelima*, harga saham merupakan indikasi tentang kondisi suatu perusahaan (Karnadi, 1993). Kondisi perusahaan yang semakin baik diindikasikan oleh peningkatan pembagian dividen. *Keenam*, jumlah pemegang saham yang terpusat akan memudahkan

pemegang saham untuk mempengaruhi perilaku manajer (Rozeff, 1982). *Ketujuh*, adanya hubungan keluarga dalam struktur kepemimpinan mempengaruhi jumlah dividen yang dibagikan. Peneliti mengasumsikan bahwa manajer yang mempunyai nama belakang sama berarti mempunyai hubungan keluarga. Kerangka pemikiran tersebut dapat dirancang dalam gambar berikut ini :

Gambar 1
Rancangan Kerangka Pemikiran Terkait dengan
Variabel Dependen dan Independen Penelitian



HIPOTESIS

Dividen dengan Arus Kas Bebas

Jensen (1986) menjelaskan bahwa bila perusahaan mempunyai aliran arus kas bebas, biasanya manajer perusahaan tersebut mendapat tekanan dari pemegang saham untuk membagikan dividen. Semakin besar aliran kas bebas yang dibayarkan kepada pemegang saham, mengindikasikan besarnya

perhatian manajer sebagai agen pemegang saham pada perusahaan. Lintner (1956) menyatakan bahwa dividen mencerminkan arus kas sekarang dan arus kas masa mendatang. Penelitian ini meyakini dividen mencerminkan arus kas sekarang, hal ini selaras dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh : Lintner (1956), Jensen (1986), serta Uyara dan Tuasikal (2003). Dengan demikian hipotesis yang diajukan oleh : **H1 : Semakin besar nilai kas dan setara kas bebas yang dimiliki maka semakin tinggi jumlah dividen yang dibagikan.**

Dividen dengan Skala Perusahaan

Barclay, *et.al.* (1995) menghubungkan kebijakan dividen dengan skala perusahaan. Ukuran perusahaan diwakili oleh *total assets* (Alli *et.al.* 1993). Penelitian ini merujuk hasil penelitian Brigham dan Ehrhardt (2002) yang menyebutkan semakin besar perusahaan maka memiliki kecenderungan untuk membayar dividen rendah dengan tujuan untuk mengurangi ketergantungan perusahaan pada pendanaan secara eksternal. Hipotesis yang diajukan adalah **H2 : Semakin besar skala perusahaan maka semakin rendah jumlah dividen yang akan dibagikan.**

Dividen dengan Leverage

Rozeff (1992) mencatat dalam penelitian empiris yang dilakukannya, perusahaan yang memiliki *leverage* operasi tinggi akan membagikan jumlah dividen yang rendah. Menurut Brigham dan ehrhardt (2002) semakin besar *leverage* perusahaan maka cenderung untuk membayar dividennya rendah dengan tujuan untuk mengurangi ketergantungan pada pendanaan secara eksternal dengan menjanjikan dividen yang tinggi seandainya pemegang saham membiayai pendanaan melalui peningkatan modal disetor. Hipotesis yang diajukan adalah **H3 : Semakin besar rasio hutang terhadap modal maka semakin rendah jumlah dividen yang dibagikan perusahaan.**

Dividen dengan Growth

Rozeff (1982) berpendapat bahwa bilamana faktor lain tetap konstan sedangkan perusahaan mengalami pertumbuhan yang pesat maka perusahaan membutuhkan dana investasi untuk menciptakan angka penjualan. Hubungan antara tingkat pertumbuhan (*growth*) dan *dividend payout ratio* (DPR) dijelaskan sebagai hubungan yang negatif. (Hanafi dan Halim, 1996). Hipotesis yang

diajukan adalah **H4 : Semakin besar pertumbuhan revenue maka semakin rendah jumlah dividen yang dibagikan.**

Dividen dengan Harga Saham

Black dan Scholes (1974) mengungkapkan bahwa jumlah penawaran dividen dan penawaran saham akan saling mempengaruhi serta saling mencari kesesuaian. Seandainya manajemen hendak meningkatkan harga saham di masa yang akan datang maka pihak manajemen akan memutuskan rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi dari tahun sebelumnya. Hipotesis yang diajukan adalah **H5 : Semakin tinggi harga saham biasa maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan.**

Dividen dengan jumlah Pemegang Saham

Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) memberi petunjuk bahwa peningkatan jumlah pihak pemegang saham akan mengurangi kemampuan mengendalikan kebijakan manajemen, sehingga berpotensi menurunkan upaya peningkatan kesejahteraan pemegang saham. Hipotesis ini menjadi **H6 : Semakin banyak jumlah sebaran pemegang saham maka semakin rendah jumlah dividen yang dibagikan.**

Dividen dengan Hubungan Keluarga dalam Struktur Kepemimpinan

Perilaku manajemen dipengaruhi oleh norma dan kebiasaan. Oleh karena itu perusahaan yang dipimpin atau dikendalikan oleh pihak yang memiliki hubungan keluarga maka akan meningkatkan jumlah pembagian dividen. Hal ini mengingat perilaku dan norma di Indonesia yaitu apabila sebuah perusahaan keluarga memiliki kelebihan dana maka secepatnya dibagikan kepada seluruh pemilik perusahaan yang saling memiliki ikatan keluarga. Hal ini sesuai dengan teori tentang *time value of money* yaitu nilai uang saat ini lebih berharga daripada nilai uang dalam jumlah yang sama di masa depan. Kebijakan yang lebih menyukai pembagian dividen saat ini juga sesuai dengan *bird in the hand theory*. Hipotesis yang dapat diajukan adalah **H7 : Semakin banyak pihak yang memiliki hubungan keluarga dalam struktur kepemimpinan dewan direksi maka semakin tinggi jumlah dividen yang dibagikan perusahaan.**

METODOLOGI PENELITIAN

Rancangan Penelitian

Penelitian ini hendak menguji 7 faktor yang diduga mempunyai pengaruh terhadap kebijakan jumlah dividen, yaitu aliran arus kas bebas (CASH), skala perusahaan yang diwakili *total assets* (TA), struktur permodalan yang diwakili *leverage* (LEVERAGE), tingkat pertumbuhan yang diwakili jumlah penjualan (SALES), harga saham pada saat penutupan (STOCK), jumlah pihak pemegang saham (SHARE), dan adanya hubungan keluarga dalam struktur kepemimpinan dewan direksi (FAMILY). Selanjutnya ketujuh faktor tersebut dilihat apakah mempengaruhi kebijakan mengenai jumlah pembagian dividen (*Dividend Payout Ratio*) yang dalam penelitian ini sebagai variabel dependen.

Variabel dan Definisi Operasional

Dalam penelitian ini, variabel dependen diproksikan dengan nilai rasio pembayaran dividen. Sedangkan variabel independen arus kas diproksikan dengan nilai *total assets* perusahaan, variabel pertumbuhan perusahaan diproksikan dengan nilai penjualan, variabel struktur perusahaan diproksikan dengan *leverage*, harga saham perusahaan diproksikan dengan harga penutupan, dan struktur kepemimpinan keluarga diproksikan dengan banyaknya dewan direksi yang memiliki nama keluarga sama dengan pemegang saham.

Metode Pengumpulan Data

Populasi, Sumber Data, dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan di Indonesia yang *listing* di BEJ dan membagikan dividen pada masa setelah krisis ekonomi terjadi, yaitu tahun 1998-2001. Data merupakan data sekunder yang diambil dari Bursa Efek Jakarta, Pusat Referensi Pasar Modal (PRPM), dalam buku *Indonesian Capital Market Directory*.

Tabel 1
Sampel Penelitian

<i>Go Public</i>	307 perusahaan
Bagi Dividen	203 perusahaan
Sampel	85 perusahaan

Data penelitian diambil dengan metode *random sampling* terhadap perusahaan yang berada di Indonesia. *Random sampling* artinya setiap obyek penelitian, yang merupakan perusahaan di BEJ, memiliki kesempatan yang sama untuk terpilih menjadi sampel penelitian. Sampel yang diambil dalam penelitian ini sebanyak 85 perusahaan dari 307 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Pemilihan sampel data penelitian dilakukan dengan cara *cross-section* yaitu pada tahun tertentu perusahaan memiliki rasio pembayaran dividen tertinggi.

Teknik Pengolahan dan Analisa Data

Pengujian hipotesis dilakukan dengan menggunakan program SPSS versi 10,00 for Windows. Hipotesa yang dikemukakan oleh peneliti menggunakan tingkat signifikansi sebesar 10%. Oleh karena itu, apabila tingkat signifikansi yang diperoleh dari hasil pengolahan data lebih dari 10% maka hipotesa ditolak, sebaliknya jika hasil uji hipotesa berada di antara 0-10% maka hipotesa diterima. Data yang menjadi sampel adalah data yang terdapat dalam laporan keuangan yang telah diaudit, yaitu : neraca, laporan laba rugi, laporan perubahan modal, laporan arus kas dan catatan laporan keuangan. Jenis data adalah data sekunder yang bersifat kuantitatif. Data dimasukkan dengan panduan buku kode yang dibuat sebelumnya. Data diolah, disajikan, dan dianalisa untuk melihat hubungan/korelasi antara variabel independen dan variabel dependen. Selanjutnya akan dihasilkan rumus analisa regresi sebagai berikut :

$$\text{DPR} = b_0 + b_1\text{CASH} + b_2\text{TA} + b_3\text{LEVERAGE} + b_4\text{SALES} + b_5\text{STOCK} + b_6\text{SHARE} + b_7\text{FAMILY} + e$$

Model Riset

Kegiatan yang dimaksudkan untuk mengubah suatu masalah yang semula masih dinyatakan dalam kata-kata, kemudian menjadi persamaan atau ketidaksamaan matematis (dengan notasi matematika) disebut tahap penetapan model riset. Model riset yang sesuai dengan penelitian ini dinyatakan dalam gambar 1.

$$\begin{aligned} \text{DPR} &= f(\text{CASH, TA, LEVERAGE, SALES, STOCK, SHARE, FAMILY}) + e \\ \text{DPR} &= b_0 + b_1\text{CASH} + b_2\text{TA} + b_3\text{LEVERAGE} + b_4\text{SALES} + b_5\text{STOCK} + b_6\text{SHARE} + b_7\text{FAMILY} + e \end{aligned}$$

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Pembahasan tentang pengaruh variabel independen yang terdiri dari : *cash & cash equivalent, total assets, leverage, total sales, stock price, shareholders*, dan *family* terhadap jumlah kebijakan dividen harus terlebih dahulu memperhatikan data para emiten. Data para emiten perlu dianalisa terlebih dahulu sebelum melakukan pembahasan masing-masing pengaruh dari variabel independen terhadap variabel dependen tersebut. Berikut ini ditampilkan tabel statistik secara umum dari seluruh data yang digunakan.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

<i>Variable</i>	<i>Mean</i>	<i>Std. Deviation</i>	N
DPR	27.9901	22.0437	85
CASH	135426.88	283143.74	85
TA	1110861.5	1444633.1949	85
LEVERAGE	1.5985	8.7548	85
SALES	840427.98	1312555.68	85
STOCK	2577.94	4479.41	85
SHARE	4.09	1.99	85
FAMILY	0.4353	0.4987	85

Uji Normalitas

Dalam penelitian ini dilakukan uji normalitas menggunakan *non parametric test* yang diwakili oleh *One Sample Kolmogorov-Smirnov Test*. Uji normalitas ini berguna untuk menguji apakah suatu sampel memberikan distribusi normal (Alhusin, 2001). Hasil pengujian normalitas menunjukkan bahwa sampel yang digunakan memberikan distribusi normal. Hal ini dapat dilihat pada nilai Kolmogorov dari variabel dependen penelitian yang mempunyai nilai lebih dari nilai kritis 1,96 pada tingkat signifikansi 10%.

Uji Multikolineritas, dan Autokorelasi

Hasil analisa data yang diperoleh dari pengujian terhadap 85 perusahaan *go public* di BEJ diawali dengan melihat tingkat interdependensi antara satu variabel independen dengan variabel independen yang lain, atau disebut uji

multikolinearitas. Pengujian multikolinearitas dilakukan untuk mengetahui apakah ada korelasi yang signifikan antara sesama variabel independen yang digunakan dalam model persamaan regresi. Selain itu, penulis menyajikan Tabel 4.3 yang mendeskripsikan hubungan antara variabel independen dan variabel dependen. Apabila hasil keluaran pengolahan data statistik mendekati 1, hasil itu berarti memberi pengaruh kuat. Sebaliknya pengaruh dikatakan lemah apabila hasil keluaran mendekati 0. Hubungan kuat/lemah yang terjadi bisa positif maupun negatif. Uji statistik akan menguji 2 hal yaitu : (1) tingkat signifikansi pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen, dan (2) hubungan positif atau negatif antara variabel independen dan variabel dependen dalam penelitian ini.

Tabel 3
Statistik Korelasi

	DPR	CASH	TA	LEVERAGE	SALES	STOCK	SHARE	FAMILY
DPR	1							
CASH	0.010	1						
TA	0.006	0.650	1					
LEVERAGE	-0.084	-0.051	-0.037	1				
SALES	0.050	0.501	0.687	-0.046	1			
STOCK	0.085	0.208	0.148	-0.062	0.319	1		
SHARE	0.392	-0.056	0.330	0.075	0.309	-0.039	1	
FAMILY	0.034	-0.191	-0.086	0.130	-0.141	-0.48	0.066	1

Tabel 3 tentang hasil statistik korelasi memperlihatkan hubungan yang terjadi antara variabel *leverage* dan *total assets* menunjukkan angka sebesar - 3.7%. Hal tersebut berarti hubungan antara *leverage* dengan total aset sangat rendah. Hubungan ini menunjukkan bahwa kedua variabel tersebut adalah independen antara satu dengan yang lainnya, atau dengan kata lain tidak terjadi multikolinearitas. Hal serupa terjadi juga pada *variable stock* dan *total asset*. Uji multikolinearitas pada penelitian ini juga diperkuat dengan analisa *Variance Inflation Factor (VIF)*.

Hasil Analisa Regresi

Hasil analisa data, menggunakan metode analisa regresi linear, mengenai pengaruh dari seluruh variabel independen ditampilkan dalam tabel 4.4. Hasil analisa regresi tersebut dipergunakan untuk memperhatikan gejala

multikolinearitas, autokorelasi, dan heteroskedastisitas (Gujarati, 1995). Untuk mendeteksi adanya multikolinearitas digunakan dengan menganalisa nilai VIF untuk masing-masing variabel independen. Jika VIF lebih besar daripada 10 maka variabel tersebut diindikasikan memiliki hubungan multikolinearitas dengan variabel lainnya (Hair *et. al.*, 1998).

Tabel 4
Analisa Regresi

	Persamaan Regresi			
R Square	0.230			
Famili Value	3.295			
	Predicted Sign	Koefisien (B)	T Value	VIF
CASH	+	1.952E-05	1.721 (8.9%)	2.124
TA	-	-4.676E-06	-1.806 (7.5%)	2.880
LEVERAGE	-	-0.309	-1.212 (22.9%)	1.027
SALES	-	-1.173E-06	-0.472 (63.8%)	2.194
STOCK	+	0.001	1.075 (28.6%)	1.157
SHARE	-	6.001	4.614 (0.001%)	1.373
FAMILY	-	1.412	0.309 (75.8%)	1.069

Rumus Regresi yang dihasilkan

$$\text{DPR} = 5.371 + 1.952\text{E-}05\text{CASH} + 4.676\text{E-}06\text{TA} + 0.309\text{LEVERAGE} + -1.173\text{E-}06\text{SALES} + 0.001\text{STOCK} + 6.001 \text{ SHARE} + 1.412\text{FAMILY} + e$$

Dari rumus regresi di atas dapat diketahui bahwa 7 hipotesa yang peneliti kemukakan hanya variabel Cash dan TA diterima karena memenuhi tingkat signifikansi antara 0-10%, sedangkan 4 variabel independen lainnya tidak diterima.

Pengujian Hipotesis

Tingkat signifikansi (α) yang digunakan dalam penelitian ini sebesar 10%. Masson (1999) menyebutkan bahwa tidak terdapat satu level signifikan yang

dapat diaplikasikan untuk semua pengujian. Pada umumnya, level 0.01, 0.05, dan 0.10. Dalam penelitian ini jika tingkat signifikansi berada di antara 0 - 10% maka hipotesa diterima, sedangkan jika tingkat signifikansi di atas 10% maka hipotesa ditolak. Berikut akan dijelaskan hubungan dari masing-masing hipotesa dengan hasil analisa yang telah dilakukan.

Hasil penelitian dan pengolahan data menyatakan bahwa hipotesis pertama diterima. Hasil penelitian ini mengacu pada hasil penelitian yang dilakukan oleh Alli *et.al.*, (1993) yang mengatakan bahwa posisi kas dan setara kas terkait dengan likuiditas perusahaan. Hasil penelitian dan pengolahan data yang telah dilakukan menyatakan hipotesis kedua diterima. Brigham dan Ehrhardt (2002) mengungkapkan semakin besar perusahaan maka cenderung untuk membayar dividen rendah dengan tujuan untuk mengurangi ketergantungan perusahaan pada pendanaan eksternal.

Hasil analisa regresi menunjukkan bahwa variabel *leverage* tidak memberi pengaruh signifikan terhadap kebijakan mengenai jumlah pembagian dividen sehingga hipotesis ketiga ditolak. Hasil ini berbeda dengan penelitian Barclay, *et.al.*, (1995) yang mengungkapkan bahwa semakin besar rasio *leverage* suatu perusahaan maka dividen yang dibagikan semakin sedikit karena dana yang ada ditahan untuk melunasi kewajibannya. Hasil penelitian dan pengolahan data yang telah dilakukan menunjukkan bahwa hipotesis keempat ditolak. Hasil tersebut bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan Hanafi dan Halim (1996). Penelitian tersebut menyatakan bahwa tingkat pertumbuhan suatu perusahaan berhubungan negatif dengan rasio pembayaran dividen.

Hasil penelitian dan pengolahan data yang telah dilakukan menggunakan analisa regresi menunjukkan hipotesis kelima ditolak. Hasil penelitian dan pengolahan data yang telah dilakukan menunjukkan hipotesis keenam ditolak. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Wirjolukito (2000). Penelitian tersebut mengungkapkan teori agensi hanya berlaku pada sebagian kecil perusahaan di BEJ. Hasil penelitian dan pengolahan data menunjukkan bahwa variabel *family*, tidak signifikan dengan DPR dan menyatakan bahwa hipotesis ketujuh ditolak.

Rumus regresi yang dihasilkan :

$$\text{DPR} = 5.371 + 1.952\text{E-}05\text{CASH} - 4.676\text{E-}06\text{TA} - 0.309\text{LEVERAGE} - 1.173\text{E-}06\text{SALES} + 0.001\text{STOCK} + 6.001 \text{ SHARE} + 1.412\text{FAMILY} + e$$

Dari rumus regresi di atas dapat diketahui bahwa 7 hipotesa yang peneliti kemukakan tidak semuanya diterima, hanya 2 variabel yaitu : *Cash* dan *Total Asset (TA)* karena memenuhi tingkat signifikansi antara 0-10%.

SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini menghasilkan kesimpulan bahwa 2 variabel independen yang digunakan memberikan hasil yang signifikan pada $\alpha = 0.10$ yaitu : CASH dan TA. Sedangkan kelima variabel independen lainnya tidak signifikan yaitu : LEVERAGE, SALES, STOCK, SHARES dan FAMILY. Dengan demikian penelitian ini menyimpulkan bahwa kebijakan jumlah pembagian dividen perusahaan dipengaruhi oleh faktor : likuiditas perusahaan (*cash and cash equivalent*) dan skala perusahaan (*total assets*).

Hasil penelitian ini dapat mengembangkan teori akuntansi lebih luas. Penelitian ini menambah wacana pada teori tentang faktor yang mempengaruhi kebijakan jumlah pembagian dividen. Penelitian ini mendukung hasil penelitian yang mengatakan bahwa faktor likuiditas dan skala perusahaan memberi pengaruh signifikan terhadap kebijakan jumlah pembagian dividen. Di lain pihak, penelitian ini menolak hasil penelitian terdahulu yang mengatakan bahwa faktor struktur permodalan, tingkat pertumbuhan, harga pasar saham, dan adanya pihak keluarga dalam kepemimpinan perusahaan memberi pengaruh signifikan terhadap kebijakan jumlah pembagian dividen.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini menggunakan sampel acak yang mungkin terdapat kekeliruan pemilihan sampel, yaitu bahwa sampel yang terpilih belum tentu *representatif*. Keterbatasan lain adalah periode laporan keuangan yang diteliti merupakan periode saat perusahaan di BEJ berada dalam masa krisis ekonomi (1998-2001).

Hal lain yang juga bisa menjadi keterbatasan adalah data hanya diambil dari Bursa Efek Jakarta (BEJ), tidak meliputi data perusahaan di Bursa Efek Surabaya (BES). Keterbatasan yang berikut yang perlu dicermati adalah minimnya teori akuntansi mengenai kebijakan jumlah pembagian dividen. Disamping itu

penelitian ini juga banyak mengadopsi teori akuntansi yang terkait dengan kebijakan dividen lain seperti *signalling theory* dan *agency theory* sehingga terkesan mencampuradukkan berbagai teori tentang dividen. Terakhir, keterbatasan penelitian ini adalah penggunaan asumsi penelitian bahwa kepemimpinan keluarga diwakili oleh nama yang memiliki marga yang sama, padahal masih ada kemungkinan memiliki hubungan keluarga walaupun tidak memiliki nama keluarga yang sama.

Saran Untuk Penelitian Selanjutnya

Saran untuk penelitian selanjutnya adalah menggunakan variabel independen yang lebih banyak lagi untuk menghasilkan hasil penelitian yang komprehensif. Di samping itu pemilihan sampel sebaiknya di bursa efek yang lebih maju dan berdasarkan pengelompokkan industri tertentu. Di samping itu penelitian mengenai hubungan antara kepemimpinan keluarga dan kebijakan jumlah dividen masih kurang sehingga hipotesis tersebut sehingga perlu dilakukan penelitian lebih banyak dan mendalam.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, J dan Swary, I., 1980, "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder's Return: An Empirical Analysis". *Journal of Finance* : 1 -12.
- Alli Kasim L., A. Qayyum Khan, dan Gabriel G. Ramirez, 1993, "Determinant of Corporate Dividen Policy: A Factor Analysis". *The Financial Review*. Volume 24.
- Ali, Ashiq, 1994, "The Incremental Information Content of Earnings, Working Capital from Operation, and Cash Flow". *Journal of Accounting and Research*. pp. 321-48.
- Ambarish, R., John K., dan J. Williams, 1987, "Efficient Signalling With Dividend and Investment". *Journal of Finance*. Vol. 42 No. 2.
- Bhattacharya. S., 1979, "Imperfect Information. Dividend Policy and "The Bird in the Hand" Fallacy", *Bell Journal of Economics* (spring).

- — — — . 1980, "Npndissipative Signalling Structures and Dividend Policy. Quarterly". *Journal of Economics*. 95: 1-25.
- Black, F., 1976, "The Dividend Puzzle". *Journal of Portfolio Management*. (winter) 5-8.
- Black, F., dan Scholes, M., 1974, "The Effect on Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns". *Journal of Financial Economics*.
- Brigham, E.F. and C. Gapenski, 1996, *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition. The Dry den Press. New York.
- Brook, Y.T., Charlton, T., and R. I. Hendershott, 1998, "Do Firm Use Dividends to Signal Large Future Cash Flow Increase?", *Financial Management* (Autumn): 46-57.
- Chang R.P., dan S.G. Rhee, 1990, "Taxes and Dividends: The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividends Policy and Capital Structure Decisions". *Financial Management*. Summer, 21-31.
- Dewenter, K.L., dan Warther, V.A., 1998, "Dividend, Asymmetric Information, and Agency Conflicts : Evidence From A Comparison of The Dividend Policy of Japanese and U.S. Firms". *Journal of Finance*. June.
- Easterbrook, F.H., 1984, "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*. Vol. 74 September. 650-659.
- Elfakhani, S., 1995, "An Empirical Examination of the Information Content of Balance Sheet and Dividend Announcements: A Signalling Approach". *Journal of Financial and Strategic Decisions*. 8 (2).
- Frank, M., dan R., Jagannathan, 1988, "Why Do Stock Price Drop By Less Than the Value of Value the Dividend? Efidence from a Country Without Taxes". *Journal of Finance Economic*. 47.
- Fijrianti, Tetet dan Jogyianto, Hartono, 2000, "Analisis Korelasi Pokok IOS dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen". Simposium Nasional Akuntansi III. Jakarta.
- Gordon, A. Sharpe, William F., dan Beily, Jeffrey V., 1993, "Fundamentals of Investments". Second Edition. Prentice-Hall Inc.

- Gordon, M. J., 1959, "Dividends, Earnings and Stock Prices". *Review of Economics and Statistics*. (May): 99-105.
- — — —. 1962, "The Savings, Investment and Valuation of a Corporation". *Review of Economics and Statistics*. (February).
- Gujarati, Damodar, 1995, *Basic Econometrics*. 3rd Edition. Mc-Graw Hill.
- Hair, J.E. Jr., Anderson, R.E., Tatham, R.L., dan Black, W.C., 1998, *Multivariate Data Analysis*. 5th Edition. Prentice Hall. New Jersey.
- Harahap, Sofyan S., 2001, *Teori Akuntansi*. Edisi Revisi. Penerbit PT Raja Grafindo Persada. Jakarta.
- — — —. 2001, *Tips Menulis Skripsi dan Menghadapi Ujian Komprehensif*. Penerbit PT Pustaka Quantum. Jakarta.
- Ikatan Akuntan Indonesia, 2002, *Standar Akuntansi Keuangan*. Per 1 April 2002. Salemba Empat. Jakarta.
- Jensen, M.C., 1986, "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take Over". *American Economic Review*.
- Jensen, M.C., dan W.H. Meckling, 1976, "The Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*.
- John. K. dan Williams, J., 1985, "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium". *Journal of Finance* 40.
- Karnadi, Steve H., 1993, *Manajemen Pembelanjaan*, Yayasan Promotio Humana, Jakarta.
- Lintner, John, 1956, "Distribution of Incomes of Corporation of Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes", *The American Review*, May, 97-113.
- — — —. 1962, "Dividends, Earnings, Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations". *Review of Economics and Statistics* (August): 243-269.
- Miller, M., dan F. Modigliani, 1961, "Dividend Policy, Under growth and valuation of shares ". *Journal of Finance*
- — — —, and K. Rock., 1985, "Devidend policy under asymmetric information". *Journal of Finance*.

- Naveli, Raymond P., 1989, *Fundamentals of Managerial Finance*. Cincinnati Ohio: South Western Publishing.
- Partington, G. H., 1985, "Dividend Policy and its Relationship to Investment and Financing policies : Empirical Evidence". *Journal of business and Finance Accounting*. 531 - 542.
- — —, 1989, " Variabels Influencing Dividend policy in Australia : Survey Results " *Journal Business Finance and Accounting* 16(2).
- Ross, S.A., 1977, " The determination offinancial structure : The incentive Signaling approach". *Bell journal of Economics*. 8: 23-40.
- Rozeff, M., 1982, "Beta and Agency Cost as determinants of payout Ratio". *Jounal o financial Research*. Fall. 249-259.
- Sandy dan Yanto, Herman, 2003, "Faktor yang merupakan Pertimbangan dalam Keputusan pembagian Dividen: Tinjauan Terhadap Teori Pensinyalan Dividen pada perusahaan Go publik di Indonesia ". Skripsi Sarjana Ekonomi Universitas Katolik Indonesia Atma Jaya. Jakarta.
- Skousen, KF, Stice, E.K., dan Stice J.D., 1997, *Intermediate Accounting*, 13th Edition, South- Western Publishing Co. Cincinnati Ohio.
- Tjiptono, Darmadji dan Fakruddin, Handy M., 2001, *Pasar Modal di Indonesia : pendekatan Tanya Jawab*, Salemba Empat. Jakarta
- Uyara, Ali Sani dan Tuasikal, Askam, 2003, "Moderasi Aliran Kas Bebas terhadap Hubungan Rasio Pembayaran Dividen dan Pengeluaran Modal dengan Earnings Response Coefficients". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, vol.6, No.2, Mei 2003.
- Van Horn, James C., 1986, *Fundamentals of Financial Management*, "Seventh Edition. Prentice Hall Inc.
- Wirjolukito, Aruna, 2000, "Relationship analysis of value of the firm and manager' behavior in fund managers : agency problem research of non financial listed companies in Indonesia". *Unpblished manuscript*. Jakarta.
- Yusnitasari, Emilia F., 2003, "Transfer Informasi Intra Industri di Sekitar Pengumuman Perubahan Dividen". *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 6, No.2, Mei 2003.