

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR PENENTU KEBIJAKAN DIVIDEN KAS DAN BIAYA KEAGENAN SERTA DAMPAKNYA TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Denny Iskandar Tjandrawan

Fakultas Ekonomi Universitas Kristen Krida Wacana

Diterima 01 Desember 2008, Disetujui 20 Februari 2009

Abstract: *Value of the firm is an investor appreciation on corporate performance. The effect of cash dividend policy on value of the firm until now is just a controvertion. There is an agency cost because of separation between ownership and controlling function. The goal of this research are to study influence of ownership structure, risk, free cash flow on cash dividend policy and agency cost, and also their effect on value of the firm. Analysis method that used are descriptive analysis and inferencial statistics, called structural equation modelling (SEM) with software Amos 5.0. The population are all of corporate listed on Indonesia Stock Exchange out of finance and property industries. Sampling technick is purposived. with pooled data technick amaunt of data is 229. research periode is 2003 up to 2007. The result of this research show that risk variable has negative significant effect on cash dividend. Ownership structure variable has positive significant effect on cash dividend. Only risk variable have negative significant effect on agency cost. Cash dividend, risk and agency cost have positive significant effect on value of the firm. The result of this research reflect that assymetry of information in Indonesia stock exchane is still high, it is shown by increasing of dividend payment is a positive signal for public stock holder. The other result is cash dividend payment can not decrease agency cost. It is caused interest of manager is suitable with interest of majority of stock holder (the founders), The unsuitable one is between manager and minority stock holder (public stock holder).*

Keywords: Cash Dividend Policy, Agency Cost, Firm Value

PENDAHULUAN

Pemisahan “kepemilikan” dan “pengelolaan” telah melahirkan apa yang disebut *agency problem* (Jensen & Meckling, 1976). Adanya pemisahan ini memungkinkan terjadinya konflik kepentingan antara para pemilik dengan para manajer. Konflik tersebut diharapkan menjadi daya kreatif, karena merupakan mekanisme perimbangan kekuasaan. dari sudut para pemilik bisnis, masalah keagenan berisi soal bagaimana menjamin agar para eksekutif-manajer selalu bertindak menurut kepentingan para pemegang saham (*share holder*).

Struktur kepemilikan perusahaan publik yang *listed* di Bursa efek Jakarta terdapat konsentrasi pada kepemilikan institusi, yakni secara rata-rata sebesar 69,95 % pada tahun 2002 dan 70,39 % pada tahun 2004. Kepemilikan institusi di Indonesia bukan

pemilik independen melainkan kepemilikan oleh kalangan keluarga melalui fusi kepemilikan dengan entitas badan hukum perseroan terbatas (*holding company*) (Claessens et.al, 2000 dan Sudarma, 2004). Sedangkan kepemilikan masyarakat jumlahnya relatif kecil, yakni rata-rata 28,45% pada tahun 2002 dan 29,53% pada tahun 2004 atau kepemilikan oleh masyarakat kurang dari 30%. Artinya antara kepemilikan keluarga (institusi) dengan kepemilikan publik di pasar modal Indonesia belum mencapai keseimbangan. Hal ini berdampak pada ketidakseimbangan informasi serta akses finansial.

Free cash flow yang besar adalah pemicu munculnya *Agency Problem* (Sudarma, 2004), yang dimaksud dengan *free cash flow* adalah aliran kas bersih yang tidak dapat diinvestasikan kembali karena tidak tersedia kesempatan investasi yang menguntungkan. Ada beberapa alternatif untuk mengurangi *agency cost*, yaitu: pertama dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen sehingga manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil, dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Dengan demikian maka kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Kedua, dengan menggunakan dividen *payout ratio*, dengan demikian tidak tersedia cukup banyak *free cash flow* (Crutchley & Hansen, 1989) dan manajemen tidak memiliki kesempatan untuk berinvestasi yang tidak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Ketiga, Institutional investor sebagai *monitoring agents*. Moh'd et al (1998) menyatakan bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar yaitu institutional investor dan shareholder dispersion dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini karena kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya menentang terhadap keberadaan manajemen. Adanya kepemilikan oleh institutional investor seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi atau institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

Dividen kas corporate telah lama menjadi isu menarik dalam literatur keuangan. Isu-isu tersebut telah diuji di bawah asumsi bahwa perusahaan adalah satu unit homogen dengan sasaran jelas yaitu memaksimalkan nilai pasar (Brennan, 1970; Miller dan Modigliani 1961; Miller dan Scholes 1978). Keputusan dividen adalah salah satu keputusan perusahaan yang paling penting, tidak mengejutkan banyak penelitian terbaru telah dipublikasikan tentang masalah ini tetapi beberapa isu penting masih belum terpecahkan.

Kontroversi mengenai apakah pembayaran dividen kas berpengaruh terhadap nilai perusahaan ataukah dividen tidak relevan dengan nilai pasar perusahaan sampai saat ini juga masih menjadi topik menarik dalam debat ilmiah, Terdapat dua kelompok besar investor di pasar modal berdasarkan preferensinya terhadap dividen atau capital gain yang lebih dikedepankan. Kelompok pertama adalah mereka yang lebih suka dividen yang tinggi dibandingkan dengan peningkatan pertumbuhan perusahaan. Kelompok kedua adalah mereka yang lebih menyukai *capital gain* atau dividen yang rendah dan pertumbuhan perusahaan yang tinggi.

Besarnya dividen yang diterima oleh seluruh pemegang saham perusahaan publik di Indonesia apabila diakumulasi merupakan jumlah yang cukup besar, dan juga memberikan kontribusi yang relatif besar terhadap perekonomian suatu negara khususnya di Indonesia. Hal ini dapat dilihat dari kontribusi besarnya dividen total yang dibayarkan seluruh perusahaan yang telah *go public* terhadap besarnya pendapatan nasional Indonesia.

Dividen yang dibagikan oleh seluruh perusahaan publik pada tahun 2007 cukup besar mencapai Rp 12.000.889.000.000,- (12 trilyun lebih). Besarnya pendapatan nasional tahun 2007 dengan indikator pendapatan domestik bruto (PDB) tahun 2007 berdasarkan harga konstan tahun 2003 besarnya adalah Rp 418.026.300.000.000,- (418 trilyun lebih). Dari kedua data tersebut dapat dilihat bahwa kontribusi dividen terhadap pendapatan domestik bruto negara Indonesia cukup besar, yakni mencapai 2,871 %. Melihat kontribusi yang cukup besar tersebut maka penelitian masalah dividen beserta faktor penentunya pada pasar modal Indonesia ini menjadi menarik dan penting untuk diteliti.

Hipotesis Penelitian

- H1 : Struktur kepemilikan saham berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen kas.
- H2 : Risiko perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen kas.
- H3 : Free cash flow berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen kas.
- H4 : Struktur kepemilikan saham berpengaruh terhadap biaya keagenan.
- H5 : Risiko perusahaan berpengaruh signifikan terhadap biaya keagenan.
- H6 : Free cash flow berpengaruh signifikan terhadap biaya keagenan (*agency cost*).
- H7 : Kebijakan dividen kas berpengaruh signifikan terhadap biaya keagenan.
- H8 : Risiko perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
- H9 : Kebijakan dividen kas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
- H10 : Biaya keagenan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan publik yang tercatat (*listed*) di Bursa Efek Indonesia (BEI). Metode pemilihan sampel yang digunakan adalah metode *Purposive Sampling* yaitu sampel diambil berdasarkan kriteria-kriteria tertentu untuk mendapatkan sampel yang sesuai dengan tujuan penelitian. Beberapa kriteria yang ditetapkan untuk memperoleh sampel meliputi: (1) Perusahaan tidak termasuk Sektor Keuangan dan Properti dan *Listed* di Bursa Efek Indonesia (2) Perusahaan yang memiliki laporan keuangan tahunan dan berakhir pada 31 Desember. (3) Perusahaan harus tidak menunjukkan saldo ekuitas dan laba yang negatif pada tahun 2003-2007, (4) Perusahaan yang membayar dividen kas diantara periode penelitian (2003-2007).

TABEL 1: REKAPITULASI JUMLAH SAMPEL PENELITIAN

No	Tahun	Jumlah Sampel (perusahaan)
1	2003	43
2	2004	51
3	2005	47
4	2006	46
5	2007	42

Jumlah Sampel 229

Definisi Operasional Variabel

1. Struktur Kepemilikan Saham (OWNSTR)

a. Kepemilikan Manajerial (OWNMGR)

$$\text{Kepemilikan Institusi} = \frac{\text{Total Saham Institusi}}{\text{Total Saham Beredar}}$$

b. Kepemilikan Institusi

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{Total Saham Manajer}}{\text{Total Saham Beredar}}$$

c. Penyebaran Kepemilikan

$$\text{Penyebaran Kepemilikan} = \ln \text{ Total Saham Beredar}$$

2. Risiko Perusahaan (RISK)

a. Risiko Sistematis (BETA)

Langkah-langkah Perhitungan Beta

1) Menghitung beta mentah (*raw beta*)

Beta mentah merupakan ratio antara (kovarian return harian masing-masing sekuritas dengan return pasar) dengan varians pasar dalam tahun.

2) Menghitung Beta Korek

Perlu dijelaskan disini bahwa besarnya beta yang digunakan dalam penelitian ini adalah BETA Corect artinya beta yang telah dikoreksi atau *diadjustment*. Beta Korek adalah Beta Mentah yang sudah dikoreksi karena adanya perdagangan yang tidak sinkron.

BETA KOREK dari sekuritas setiap harinya yang dihitung menggunakan data return selama satu tahun seperti dalam perhitungan BETA MENTAH. BETA KOREKSI dilakukan dengan metode Fowler and Rorke untuk periode koreksi 4 lag dan 4 lead sesuai dengan hasil riset Jogiyanto H.M (1999)

b. Risiko Bisnis

Risiko Bisnis = Standard deviasi dari {NOI t-4, NOI t-3, NOI t-2, NOI t-1, NOI t}

NOI t = net operating Income (laba operasi) tahun berjalan

NOI t-1 = net operating Income (laba operasi) 1 tahun sebelumnya

c. Risiko Keuangan (*Financial Risk*)

$$\text{Risiko Keuangan} = \frac{\text{Laba Bersih sebelum Bunga dan Pajak}}{\text{Laba Bersih sebelum Pajak}}$$

3. Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flow*) (FCSF)

$$\text{Free Cash Flow} = \frac{(\text{Laba Bersih setelah Pajak} - \text{Dividen} + \text{Penyusutan})}{\text{Total Assets}}$$

4. Kebijakan Deviden Kas (DPR)

a. *Dividend Payout Ratio* (DPR)

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividend per Share}}{\text{Earning per Share}}$$

b. *Dividend Yield* (DY)

$$\text{DY} = \frac{\text{Div per Share}}{\text{Closing Price}}$$

5. Biaya Keagenan (*Agency Cost*) (AGENCOST)

a. *Total Assets Turn Over* (TATO)

$$\text{TATO} = \frac{\text{Total Sales}}{\text{Total Assets}}$$

b. *Selling and General Administratif* (SG&A)

$$\text{Selling and General Administratif} = \frac{\text{Operating Expense}}{\text{Total Sales}}$$

6. Nilai Perusahaan

a. Harga Saham

$$\text{Harga Saham} = \frac{\text{Harga Saham pada Tahun } t + 1}{\text{Nilai Buku per Saham pada Tahun } t}$$

b. *Excess Value*

$$\text{Excess Value} = \frac{(\text{Market Value Equity} + \text{BV of Debt}) - \text{Total Assets}}{\text{Saham Terjual}}$$

c. Tobin's Q

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market Vaue Equity} + \text{BV of Debt}}{\text{Book Value Equity} + \text{BV of Debt}}$$

Teknik Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan untuk menjawab pengujian hipotesis penelitian adalah dengan menggunakan Model Persamaan Struktural (Structural Equation Modeling = SEM) dengan bantuan paket program AMOS dan SPSS.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Uji *Goodness of Fit Model*

Model dikatakan baik bilamana pengembangan model hipotetik secara konseptual dan teoritis didukung oleh data empirik. Hasil-hasil yang ada pada model struktural awal menunjukkan bahwa seluruh kriteria yang digunakan mempunyai nilai yang kurang baik, oleh karena itu model ini belum dapat diterima. Selanjutnya dilakukan modifikasi model dengan mempertimbangkan hasil-hasil perhitungan bagian *modification indices*. Hasil modifikasi model tahap akhir dapat menghasilkan model yang memenuhi kriteria *goodness of fit* yang ditetapkan, dengan demikian model baik dan layak untuk digunakan. Hasil pengujian *Goodness of fit overall* model pada model awal dan model tahap akhir setelah modifikasi dapat dilihat pada tabel berikut:

TABEL 3: PENGUJIAN GOODNESS OF FIT OVERALL MODEL

No	Kriteria	Model Awal			Model Akhir	
		Nilai Kritis	Hasil	Keterangan	Hasil	Keterangan
1	Chi-Square	Diharapkan kecil	190,949	Kurang Baik	62,975	Baik
2	Probabilitas	$\geq 0,05$	0,000	Kurang Baik	0,06	Baik
3	Degree of Freedom	-	72	-	47	-
4	CMIN/DF	$\leq 2,00$	2,262	Kurang Baik	1,340	Baik
5	GFI	$\geq 0,90$	0,900	Baik	0,963	Baik
6	AGFI	$\geq 0,90$	0,854	Marginal	0,917	Baik
7	CFI	$\geq 0,95$	0,621	Kurang Baik	0,949	Baik
8	TLI	$\geq 0,90$	0,520	Kurang Baik	0,901	Baik
9	RMSEA	$\leq 0,08$	0,085	Kurang Baik	0,039	Baik

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI

Struktur kepemilikan saham berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen kas (*cash dividend policy*) Hasil ini tidak sesuai dengan prediksi hipotesis mayor (H1), sehingga hipotesis ditolak. Variabel struktur kepemilikan indikatornya merupakan komposisi dari kepemilikan saham manajerial, kepemilikan saham institusi dan penyebaran kepemilikan saham. Hasil temuan ini menunjukkan bahwa dalam menentukan kebijakan keuangan terutama pembagian dividen kas perusahaan mengabaikan struktur kepemilikan sahamnya.

Pengujian Hipotesis (H2) menyatakan bahwa: Risiko berpengaruh negatif terhadap cash dividend. Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel risiko berpengaruh negatif dan pengaruhnya signifikan. Penelitian ini memberikan bukti yang kuat bahwa risiko yang dihadapi perusahaan merupakan faktor penentu besarnya dividen kas yang

dibagikan kepada pemegang saham. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan risiko yang lebih tinggi membagikan dividen kas lebih rendah dari perusahaan yang kurang berisiko.

Pengujian Hipotesis mayor (H3) menyatakan bahwa: *free cash flow* berpengaruh terhadap *cash dividend*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *cash dividend* dan pengaruhnya signifikan. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa *free cash flow* yang tinggi pada perusahaan mendorong manajemen untuk membagikan dividen kas dalam jumlah besar. Indikasi lain dari hasil penelitian adalah pada dasarnya manajemen perusahaan publik terlalu takut untuk melakukan investasi, hal ini dapat dibuktikan dengan pengaruh positif besarnya *free cash flow* terhadap besarnya dividen kas yang dibagikan. Artinya *free cash flow* yang besar lebih cenderung untuk dibagikan dibandingkan untuk membiayai investasi, dengan demikian investasi perusahaan dibiayai dengan hutang. Fakta ini bertentangan dengan teori "*pecking order*" yang menyatakan bahwa urutan pendanaan adalah laba ditahan, hutang dan terakhir melalui penerbitan saham.

Pengujian Hipotesis (H4) menyatakan bahwa: Struktur kepemilikan saham berpengaruh terhadap *agency cost* (biaya keagenan), Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan saham berpengaruh negatif terhadap *agency cost* (biaya keagenan) dan pengaruhnya tidak signifikan. Penelitian ini gagal membuktikan bahwa biaya keagenan dipengaruhi oleh struktur kepemilikan sahamnya Hal ini dapat dimaklumi mengingat perusahaan-perusahaan publik di Indonesia umumnya masih dikendalikan oleh pemegang saham keluarga pendiri perusahaan melalui entitas *holding company*. Oleh karena itu maka tidak akan terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan agen (manajer) perusahaan.

Pengujian Hipotesis mayor (H5) menyatakan bahwa: Risiko berpengaruh terhadap biaya keagenan (*agency cost*). Hasil penelitian dan analisis menunjukkan bahwa variabel risiko berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan (*agency cost*) dan pengaruhnya signifikan. Temuan pada penelitian ini mendukung temuan sebelumnya tentang teori keagenan yakni bahwa biaya keagenan (*agency cost*) efektif digunakan untuk mengurangi besarnya risiko perusahaan.

Pengujian Hipotesis mayor (H6) menyatakan bahwa: *free cash flow* berpengaruh terhadap biaya keagenan (*agency cost*). Hasil penelitian dan analisis menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* berpengaruh positif terhadap biaya keagenan (*agency cost*) dan pengaruhnya tidak signifikan. Pengujian hipotesis minor juga konsisten dengan hasil pengujian hipotesis mayor. Hasil pengujian menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap biaya keagenan baik yang diprosikan dengan total *assets turn over* maupun yang diprosikan dengan *selling and general administratif* (H6.1 dan H.6.2). Arah koefisien regresi hasil temuan dalam penelitian ini mendukung hasil temuan dari Crutchley & Hansen (1989) dan juga konsisten dengan hasil penelitian yang lain, yakni konsisten dengan hasil temuan Jensen (1986), Rozeff (1982), Jensen et al. (1992) serta Smith and Watts (1992) yang menyatakan bahwa terdapat hubungan yang positif antara *free cash flow* dengan *dividend payout*. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi cenderung untuk membagikan dividen dalam jumlah yang besar pula untuk mengurangi *agency cost*.

Pengujian Hipotesis mayor (H7) menyatakan bahwa: Kebijakan dividen kas (*cash dividend*) berpengaruh terhadap biaya keagenan (*agency cost*). Hasil penelitian dan analisis diperoleh kesimpulan bahwa variabel Kebijakan dividen kas yang diproksi dengan *dividend payout ratio* dan *dividend yield* berpengaruh positif terhadap biaya keagenan (*agency cost*), namun pengaruhnya tidak signifikan. Hasil temuan dalam penelitian ini tidak sesuai dengan temuan dari Easterbook (1984) yang menemukan bahwa dividen berfungsi menurunkan biaya keagenan (*agency cost*) dengan mensejajarkan kepentingan-kepentingan manajer dengan kepentingan investor. Hasil penelitian ini juga tidak selaras dengan temuan dari Cruthley dan Hansen (1989) yang menemukan bahwa kepemilikan saham oleh manajemen, leverage dan dividen diputuskan secara serempak oleh para manager untuk mengendalikan biaya keagenan. Pengujian Hipotesis mayor (H8) menyatakan bahwa: Risiko berpengaruh terhadap nilai perusahaan (*firm value*). Hasil penelitian dan analisis menunjukkan bahwa variabel risiko berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*firm value*) dengan pengaruhnya signifikan. Hasil analisis ini mengindikasikan bahwa investor bukan termasuk kelompok penghindar risiko (*risk averter*) melainkan termasuk kelompok yang suka akan risiko (*risk seeker*). Temuan ini mendukung temuan dari Easterbrook (1984) yang menyatakan bahwa investor cenderung lebih berani berisiko, karena mereka dapat mengurangi risiko melalui diversifikasi portfolio.

Pengujian Hipotesis mayor (H9) menyatakan bahwa: Kebijakan dividen kas (*cash dividend*) berpengaruh terhadap nilai perusahaan (*firm value*). Hasil analisis menunjukkan bahwa variabel Kebijakan dividen kas yang diproksi dengan *dividend payout ratio* dan *dividend yield* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*firm value*) dan pengaruhnya signifikan. Hasil penelitian ini mendukung temuan teori *the bird-in-the hand* dari Litner (1962) yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen yang diterima bagaikan burung di tangan dimana risikonya lebih kecil dibandingkan dengan dividen yang tidak dibagikan. Hasil temuan ini juga konsisten dengan hasil temuan Ross (1978) dan juga mendukung hasil penelitian Rozeff (1982) yang menyimpulkan bahwa dividen memiliki informasi atau sebagai isyarat (*signaling*) akan prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Pengujian Hipotesis mayor (H10) menyatakan bahwa: Biaya keagenan (*agency cost*) berpengaruh terhadap nilai perusahaan (*firm value*). Hasil penelitian dan analisis menunjukkan bahwa variabel biaya keagenan (*agency cost*) berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (*Firm Value*) dan pengaruhnya signifikan. Hasil penelitian ini sekaligus lebih mengukuhkan hasil penelitian dari Heinfeldt dan Curcio (1997) yang menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang positif antara strategi untuk meminimalkan konflik keagenan dengan nilai perusahaan yang diukur dengan *excess value*, *cash flow* dan *accounting ratio*. Dasar teori yang digunakan Heinfeldt dan Curcio bermula dari konsep "*stakeholder-agency*" (Hill & Jones, 1992), teori stakeholder mengemukakan bahwa multi tujuan perusahaan meminta untuk menyeimbangkan kepentingan dari seluruh stakeholder sehingga semua pihak merasakan kepuasan (Abrams, 1951).

Partisipasi dari investor domestik perlu ditingkatkan, sebab partisipasi dari investor domestik akan menjadi lokomotif dan dasar kekuatan pada pasar modal Indonesia. Selain itu perlu juga BAPEPAM maupun pelaku bursa lainnya seperti analis

sekuritas diharapkan untuk memberikan proses pembelajaran dan sosialisasi yang terus menerus mengenai pasar modal Indonesia kepada masyarakat luas.

Pemerintah sebaiknya memberikan insentif pajak kepada emiten yang sudah ada maupun kepada calon emiten di pasar modal Indonesia. Insentif ini dapat berupa keringanan pajak bagi perusahaan publik.

DAFTAR RUJUKAN

- Alli et al. Determinants of Corporate Dividend Policy: A Factorial Analysis. *The Financial Review (November)*: p.523-547. 1993
- Ang, James S. dan Don R Cox. Controlling the Agency Cost of Insider Trading. *Journal of Financial and Strategic Decision* 10: p.15 – 26. 1997
- Ang, James S et al. Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Finance* Vol L X: p. 81-106. 2000
- Chen C.R dan T. Steiner. Managerial Ownership and Agency Conflict: A NonLinier Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividen Policy. *Financial Review* .34 :p. 119-136. 1999
- Claessens, The Separation of Ownership & Control in East Asian Corporation, *Journal of Financial Economics*, Vol. 58. 2000
- Claessens et al, *Who Controls East Asian Corporations?*, Working Paper. 2000
- Collins, M.Cary et al. The Role Of Insider and Dividend Policy : A Comparison of Regulated and Unregulated Firms. *Journal of Financial and Strategic Decision* Vol 9. 1-9. 1996
- Crutchley,C. dan R. Hansen. *A Test Of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends. Financial Management* (Winter): 36-46. 1989
- Dempsey, Stephen J. dan Laber, Jane. Effects of Agency and Transaction Costs on Dividend Payout Ratios: Futher Evidence of the Agency-transaction CostHypothesis. *Journal of Financial Research*. Vol. 4 : 317-321. 1992
- Easter Brook, F. Two Agency Cost Explanation of Divideds. *American Economic Review* 74 : 650-659. 1984
- Eckbo B. Espen, Comment on Determinants of Intercorporate Shareholdings, *European Finance Review*. 289-293. 1997

- Eckbo B. Espen, Savita Verma, Managerial Share Ownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy, *Journal of Corporate Finance* 1: 33-62. 1994
- Fabbozi, Frank E. dan Franco Modigliani., *Capital Markets, Institutions, dan Instruments*. 2nd Edition, New Jersey: Prentice Hall, 1996
- Faisal. Analisis Agency Costs, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance. *Simposium Nasional Akuntansi ke VII*. Denpasar Bali. 2004
- Heinfeldt, Jeffery dan Curcio, Richard. Employee Management Strategy, Stakeholder-Agency Theory, and The Value of The Firm. *Journal of Financial and Strategic Decisions* Vol. 10 : 67-75. 1997
- Jensen, M. dan W. Meckling. Theory of The Firm: Managerial Behavior Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Finance* 3: 305-360. 1976
- Jensen, Michael, C. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Take Over. *American Economic Review* 76 : 323-329. 1986
- Jong, Abe de, Ronald van Dijk and Chris Veld, *The Dividend and Share Repurchase Policies of Canadian Firms : Empirical Evidence Based on A New Research Design, Departement of Finance*, Florida State University, Tallahassee, Working Paper. 2002
- La Porta, Rafael et.al. Agency Problem and Dividend Policies Around the World. *The Journal of Finance* Vol.1 : 1-33. 2000
- Manos, Ronny, *Dividend Policy and Agency Theory: Evidence on Indian Firms, Finance and Development Research Programe*, Working Paper Series No 41, University of Manchester. 2002
- Rozeeff, M. Growth, Beta and agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research* 5 : 249-259. 1982
- Singh, M. & W.N. Davidson III, Agency Cost, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms, *Journal of Banking & Finance* 27, 793-816. 2003