

INTERDEPENDENSI ANTARA KEBIJAKAN LEVERAGE DENGAN

KEBIJAKAN DIVIDEN: Perspektif Teori Keagenan^{*)}

Putu Anom Mahadwartha^{*}

Abstract

The research try to examine the interaction between leverage policy and dividend policy in agency theory perspective, especially manufacturing industry in Jakarta Stock Exchange. We modified Crutchley and Hansen (1989) model combine with modified model of Jensen, Solberg and Zorn (1992). Agency theory perspective represented by agency variable such as personal wealth diversification losses of managers, managerial ownership and market value of non-managers shareholders equity. The study found that agency variable marginally explained the relationship between leverage policy and dividend policy in developing countries, in this case is Indonesia. The study also found an empirical proves that agency theory in developed countries and developing countries is different. Mean while the relationship between leverage policy and dividend policy is positive in perspective agency theory.

Keyword: Agency; Leverage; Dividen; Ownership

^{*)} dipublikasikan pada Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen dan Ekonomi 2 No.2, 2002, STIE-Yogyakarta, serta dipresentasikan pada Simposium Nasional Dwi Tahunan Jurnal Riset Akuntansi, Manajemen dan Ekonomi, STIE-Yogyakarta, 6 April 2002.

^{*} Mahasiswa Program Doktor Ilmu-ilmu Ekonomi Universitas Gadjah Mada

I. PENDAHULUAN

Penelitian di bidang keuangan bukan lagi murni membahas mengenai masalah-masalah keuangan namun sudah mengarah kepada penelitian tingkah laku seperti penelitian oleh Myers (1984) dan Ross (1977). Myers (1984) maupun Ross (1977) meneliti mengenai adanya asimetri informasi, kemudian penelitian Berger, Ofek dan Yermack (1997) tentang *Managerial Entrenchment*. Arah penelitian tingkah laku pada akhirnya mengarah pada *behavioral science* yang mencoba membahas aspek kualitatif selain kuantitatif dari suatu fenomena keuangan.

Peneliti seperti Hassan, Christopher dan Evans (1998) juga mengembangkan suatu pandangan baru mengenai studi tingkah laku dalam keuangan. Hassan, Christopher dan Evans (1998) menemukan bahwa studi terdahulu dinegara maju mengenai *Directors Remuneration* tidak valid untuk diterapkan pada negara berkembang (Malaysia), karena struktur *corporate governance* yang berbeda. Demikian juga halnya penelitian dari Ariyoto (2000) mengenai *corporate governance* di BUMN Indonesia, yang menguatkan temuan Hassan, Christopher dan Evans (1998).

Interdependensi antara kebijakan *leverage* dengan dividen dalam perspektif teori keagenan masih tergolong dalam lingkup penelitian *behavioral* (walaupun aspek kuantitatif keuangan lebih ditonjolkan) karena adanya dampak dari perilaku manajemen dan pemegang saham yang mempengaruhi keputusan keuangan perusahaan. Perilaku *principal-agent* dalam perusahaan membawa pengaruh adanya konflik kepentingan yang digerakkan oleh *governance*

mechanism (Eisenhardt, 1989). Eisenhardt (1989) membagi teori keagenan kedalam dua aliran yaitu *Positivist Agency Theory* dan *Principal-Agent Research*. Penelitian yang akan dilakukan ini lebih mengarah kepada *positivist agency theory* karena menguji hubungan keagenan antara manajemen (agent) dengan pemegang saham (principal).

A. Permasalahan

Hubungan antara *leverage* dengan dividen diuji oleh Masulis dan DeAngelo (1980) bahwa hutang dan dividen relevan bila terdapat pajak dan tidak terjadi ekuilibrium. Koch dan Shenoy (1999) membuktikan bahwa terdapat interdependensi antara kebijakan hutang dengan dividen yang secara signifikan bersama-sama mempengaruhi *future cash flow*. Hartono (2000) menemukan bahwa kebijakan dividen merupakan mekanisme untuk mempengaruhi kebijakan *leverage*.

Interdependensi antara tiga kebijakan yaitu pembiayaan, dividen dan *insider-ownership* diteliti oleh Jensen, Solberg dan Zorn (1992) yang menemukan bahwa kebijakan hutang dan dividen tidak mempengaruhi *insider-ownership*, namun *insider-ownership* mempengaruhi pembiayaan dan dividen. Selengkapnya hasil penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992):

Tabel I
Hasil penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992)

	Dividen	Leverage	Insider Ownership
Dividen		(-)	(-)
Leverage	(-)		(-)
Insider Ownership	No relation	No relation	

Penelitian yang akan dilakukan ini sebagian menggunakan dasar pengujian dari Crutchley dan Hansen (1989) untuk perspektif teori keagenan sedangkan

hubungan interdependensi antar kebijakan menggunakan penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992), yang menguji teori keagenan dikaitkan dengan *leverage* dan dividen.

Modifikasi model Crutchley dan Hansen (1989) dengan memasukkan menggabungkannya dengan penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992) untuk melihat hubungan timbal balik antara *leverage* dengan dividen menggunakan *simultaneous-equation models*. Variabel independen yaitu *advertisement* dan *research and development* (R&D) ditiadakan karena kesulitan dalam memperoleh data yang dibutuhkan, sedangkan variabel *insider-ownership* menjadi variabel independen (dummy) yang menjelaskan perspektif teori keagenan dalam keputusan kebijakan keuangan perusahaan. Selain itu ditambahkan pula unsur *growth* atau pertumbuhan perusahaan karena pertumbuhan perusahaan mempengaruhi kebijakan keuangan yang diambilnya.

A.1. Modifikasi Variabel

Variabel dependen *advertisement* dan *R&D* dihilangkan dari model ini, karena keterbatasan data keuangan yang ada pada Bursa Efek Jakarta khususnya *Marketing Directory*. Variabel dependen *managerial ownership* menggunakan *dummy* variabel, karena perusahaan di Indonesia khususnya yang sudah *go-public* jarang mencantumkan nilai dari *managerial ownership* namun hanya menyediakan data proporsi kepemilikan investor baik investor luar (publik) maupun dalam perusahaan. Perusahaan yang terdapat porsi kepemilikan manajemen bernilai $D=1$ sedangkan sebaliknya bila tidak $D=0$. Seseorang yang tercantum sebagai pemegang saham dalam laporan keuangan yang ada pada *Marketing*

Directory BEJ dan sekaligus sebagai salah satu direksi, maka perusahaan itu diasumsikan mempunyai *managerial ownership* ($D=1$).

Tambahan variabel *growth* karena bukti empiris yang ada menunjukkan bahwa variabel ini mempengaruhi kebijakan *leverage* dan kebijakan dividen perusahaan. Selain menjelaskan pengaruh *growth* kepada kebijakan perusahaan juga melihat interdependensinya dengan teori keagenan. Growth dihitung dengan perubahan nilai buku aset dirata-rata selama 3 tahun periode observasi (1997-1999).

A.2. Modifikasi Model Crutchley dan Hansen

Sifat hubungan variabel lama dari model Crutchley dan Hansen (1989) tetap sama sedangkan perubahan hanya terjadi pada hubungan antar dependen variabel yaitu *leverage* dengan dividen. Hartono (2000) menemukan bahwa kebijakan dividen mempengaruhi kebijakan *leverage* perusahaan (hubungan positif), namun kebijakan *leverage* tidak mempengaruhi kebijakan dividen. Kebijakan dividen menurut Hartono (2000) dipengaruhi oleh keputusan akuntansi perusahaan.

Jensen, Solberg dan Zorn (1992) menemukan bahwa manajemen akan melakukan *trade-off* antara pembayaran dividen dengan tagihan tetap dari hutang. Dividen yang tinggi bisa mencerminkan bahwa perusahaan tidak mempunyai *potencial opportunity investment*, hal ini biasanya terjadi untuk perusahaan *non-growth* sehingga *leverage* akan rendah (Gaver dan Gaver, 1993). Hubungan *leverage* dengan dividen adalah negatif, menurut bukti empiris diatas.

Dividen yang tinggi dapat juga berarti bahwa perusahaan akan lebih banyak menggunakan *debt* untuk membiayai investasinya, untuk menjaga struktur modal optimalnya tetap (Emery dan Finnerty, 1997: 568). *Leverage* yang tinggi dapat juga berarti bahwa resiko perusahaan meningkat (biaya kebangkrutan), sehingga *shareholders* memerlukan tambahan *return* untuk kompensasi tambahan resiko tersebut. Tambahan *return* tersebut diperoleh dari dividen selain tentu saja *capital gain*. Hal ini adalah perilaku rasional yang merupakan asumsi dasar perilaku dalam berinvestasi (Miller, 1977). Hubungan *leverage* dengan dividen adalah positif.

Hubungan masing-masing variabel independen dengan variabel dependen akan dijelaskan lebih lanjut yang nantinya akan membentuk hipotesis:

1. *Leverage* vs Diverse: bila *common stock* perusahaan semakin terdiversifikasi dengan biaya diversifikasi semakin rendah (tingkat diverse tinggi) maka tumpuan manajemen pada *leverage* akan berkurang untuk mengendalikan *equity agency cost* (Crutchley dan Hansen, 1989). Hubungan *leverage* dengan *diverse* adalah negatif.
2. *Leverage* vs Earnvol: Bradley, Jarrel dan Kim (1984); Friend dan Lang (1988); Long dan Malitz (1985), menemukan bahwa semakin tinggi volatilitas *earnings* maka *leverage* akan semakin rendah. Volatilitas *earnings* yang tinggi akan meningkatkan biaya kebangkrutan (*agency cost of debt*) sehingga *leverage* yang digunakan dalam rangka pengendalian *agency cost of equity* akan berkurang (Crutchley dan Hansen, 1989).
3. *Leverage* vs Stdret: pada penelitian ini tidak dimasukkan variabel *stdret* untuk menjelaskan *leverage* karena variabel tersebut sudah terdapat dalam

perhitungan untuk menentukan variabel *diverse* (X_1). Namun sebagai penjelasan saja bahwa *flotation cost* (diproksikan dengan *stdret*) yang meningkat, akan membuat perusahaan menggunakan lebih banyak *leverage* untuk mengurangi *agency cost of equity* (Crutchley dan Hansen, 1989).

4. *Leverage vs Firm Size*: Ang, Chua dan McConnell (1982) serta Gaver dan Gaver (1993), membuktikan bahwa perusahaan besar akan menggunakan *leverage* lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan kecil. Ang, Chua dan McConnell (1982) menemukan bahwa biaya kebangkrutan bagi perusahaan besar adalah rendah sehingga semakin mendorong perusahaan besar untuk menggunakan lebih banyak hutang. Skala ekonomis juga dipertimbangkan dalam kebijakan *leverage* dimana nilai pinjaman yang besar akan menekan biaya transaksi.
5. *Leverage vs Growth* : Myer (1977) dan Jensen (1986) menemukan bahwa perusahaan *high growth* mempunyai *leverage* yang rendah. Keadaan ini dimungkinkan bila perusahaan *high growth* tersebut menggunakan aliran kas internal untuk membiayai investasinya karena aliran kas internal mempunyai resiko kesulitan keuangan (*financial distress*) yang rendah dibandingkan dengan hutang.
6. *Leverage vs Ownership*: Jensen, Solberg dan Zorn (1992) menemukan bahwa kebijakan *leverage* tidak dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan. Keputusan manajer untuk melakukan *managerial ownership* melalui beberapa pertimbangan seperti tingkat *diverse* dan *earning volatility*. Walaupun *leverage* sudah tinggi namun perusahaan mempunyai *earning volatility* yang

rendah dan *diverse* yang tinggi maka manajer mempunyai insentif untuk mengikuti *managerial ownership program*.

7. *Dividend* vs *Diverse*: dalam penelitian ini *diverse* tidak digunakan untuk menjelaskan dividen karena tidak ditemukan landasan empiris yang kuat untuk mendukungnya. Selain itu efek *diverse* lebih pada resiko (standar deviasi) *return* perusahaan yang cenderung mempengaruhi tingkat *leverage*.
8. *Dividend* vs *Earnvol*: dalam penelitian ini *earnvol* tidak digunakan untuk menjelaskan dividen karena tidak ditemukan landasan empiris yang kuat untuk mendukungnya selain itu *diverse* dan *earnvol* cenderung menjelaskan tingkat *leverage* karena terkait erat dengan resiko yang dihadapi perusahaan.
9. *Dividend* vs *Stdret*: Hansen, Khumar dan Shome (1989); Rozeff (1982), menemukan bahwa perusahaan dengan *flotation cost* yang tinggi (resiko ekuitas tinggi) akan memberikan dividen yang rendah. Sebagian besar *cash flow* akan digunakan untuk investasi, dan bila kurang akan menggunakan *leverage*, sehingga manajemen cenderung mengurangi *agency cost of equity* (Crutchley dan Hansen, 1989).
10. *Dividend* vs *Firm Size*: semakin besar ukuran perusahaan maka perusahaan akan membagikan dividen yang bertambah pula (Gaver dan Gaver; 1993). Menurut Crutchley dan Hansen (1989) perusahaan besar akan menghadapi *liquidity-based diversification cost* bagi manajer yang semakin tinggi dan *flotation cost* yang rendah (didukung pula oleh Hansen, 1986 dan Hansen, 1989). *Flotation cost* yang rendah didukung dengan pembagian dividen yang tinggi.

11. *Dividend vs Growth*: Smith dan Watts (1992) serta Gaver dan Gaver (1993) menemukan bahwa perusahaan *high growth* mempunyai *dividend* yang rendah. Perusahaan *high growth* mempunyai kesempatan investasi yang lebih tinggi dari *low growth* sehingga memerlukan dana yang cukup besar untuk investasi. Dana internal akan lebih murah dibandingkan dengan mencari pendanaan eksternal (*leverage* dan atau penerbitan ekuitas baru) sehingga penggunaan dana internal yang tinggi akan mengurangi porsi *earnings* yang dibagikan sebagai dividen.

12. *Dividend vs Ownership*: Jensen, Solberg dan Zorn (1992) menemukan bahwa kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan. Dividen dan *managerial ownership* merupakan *bonding mechanism* dalam teori keagenan (Copeland, 1988: 568) yang berfungsi untuk mengurangi biaya keagenan sehingga keduanya tidak mempengaruhi satu sama lainnya namun kecenderungan yang terjadi adalah substitusi antar keduanya dalam mempengaruhi biaya keagenan.

Urutan variabel dependen dan denominasi: *Leverage* (Y_1), dan Dividen (Y_2). Urutan variabel independen dan denominasi: *Diverse* (X_1), *Earnvol* (X_2), *Stdret* (X_3), *Size* (X_4), *growth* (X_5) dan *managerial ownership* (dummy= D_1). Persamaan yang terbentuk dari hubungan kebijakan dengan *firm specific variabel* ini adalah:

$$Y_1 = \alpha_1 + \beta_{11}X_1 + \beta_{21}X_2 + \beta_{41} \ln X_4 + \beta_{51}X_5 + D_1 + \gamma_1 Y_2 \quad (7)$$

$$Y_2 = \alpha_2 + \beta_{32}X_3 + \beta_{42} \ln X_4 + \beta_{52}X_5 + D_1 + \gamma_2 Y_1 \quad (8)$$

Persamaan diatas memperlihatkan bahwa model *agency* teori yang akan diuji sedikit berbeda dengan model Crutchley dan Hansen (1989) demikian juga metode analisisnya.

B. Tujuan Penelitian

Penelitian ini berusaha menguji model Crutchley dan Hansen (1989) yang telah dimodifikasi, tentang sifat hubungan dalam teori keagenan, disesuaikan dengan kondisi di Indonesia. Dibentuk suatu model interdependensi sifat hubungan *agency* dengan kebijakan dividen dan *leverage*, atau memodifikasi model Crutchley dan Hansen (1989) mengaitkan uji teori keagenan dengan menguji hubungan timbal balik antara *leverage* dengan dividen menggunakan model Jensen, Solberg dan Zorn (1992).

C. Hipotesis

Pembahasan diatas menghasilkan hipotesis yang akan menguji teori keagenan dalam kaitannya dengan kebijakan *leverage* dan dividen di Indonesia sebagai berikut:

Tabel II
Model Modifikasi – Hipotesis

	Divers e	Earnvo l	Stdre t	Siz e	Growt h	Ownershi p	<i>Leverag e</i>	<i>Dividen d</i>
<i>Leverag e</i>	(-)	(-)		(+)	(-)	No- relation		(+)/(-)
<i>Dividen d</i>			(-)	(+)	(-)	No- relation	(+)/(-)/ No- relation	

II. TELAAH PUSTAKA

Teori keagenan menurut Eisenhardt (1989) terdiri dari *positivist agency theory* dan *principal-agent research*. *Positivist agency theory* memfokuskan pembahasan mengenai hubungan antara pihak *agent* (manajemen) dengan

principal (pemegang saham). *Principal-agent research* membahas mengenai semua hubungan atau konflik kepentingan antara satu pihak dengan pihak lainnya dimana pihak yang satu tidak melaksanakan instruksi atau perintah pihak kedua. Jadi *Principal-agent research* lebih luas cakupannya. Penelitian ini lebih mengarah kepada *positivist agency theory*.

Menurut Jensen (1986), *agency problem* timbul karena orang cenderung untuk mementingkan dirinya sendiri dan munculnya konflik ketika kepentingan tersebut bertemu dalam suatu aktivitas bersama. Konflik menciptakan masalah (*agency cost*) maka masing-masing pihak akan berusaha mengurangi *agency cost* ini. Selain terdapat konflik eksternal ada pula konflik internal didalam diri *agent* maupun *principal* sendiri (orang cenderung tidak konsisten).

A. Kebijakan Leverage VS Teori Keagenan

Struktur modal (*capital structure*) merupakan penggabungan antara hutang (*debt*) dengan modal (*equity*), dikaitkan dengan struktur keuangan jangka panjang perusahaan. Dua pertanyaan penting yang dikaitkan dengan struktur modal adalah (Megginson, 1997: 305) (1) Apakah struktur modal itu penting, apakah total nilai saham perusahaan dapat diturunkan atau ditingkatkan dengan merubah campuran antara pembiayaan hutang dengan modal? dan (2) Jika struktur modal penting, apa faktor dominan yang menentukan campuran optimal antara hutang dan modal yang dapat meningkatkan nilai pasar perusahaan dan meminimalkan *cost of capital* (COC)?

Akademisi dalam bidang keuangan belum dapat memberikan jawaban yang tepat mengenai pertanyaan diatas, walaupun struktur modal sudah menjadi

topik riset selama hampir 4 dekade. Dimulai saat Modigliani dan Miller (1958) mengutarakan mengenai pemahaman mereka tentang struktur modal, sejak saat itu sampai kini para akademisi dan masyarakat umum sudah semakin meningkat pemahamannya mengenai isu-isu seputar struktur modal.

Berdasarkan penelitian dan bukti empiris yang terjadi, maka fenomena struktur modal yang terjadi, baik dalam industri maupun negara yang berbeda memperlihatkan adanya pola-pola tertentu yang dapat diobservasi (Megginson, 1997: 306):

Struktur kepemilikan mempengaruhi struktur modal, namun hubungan keduanya masih ambigu. Semakin terkonsentrasi kepemilikan maka semakin banyak hutang yang diperlukan dan dapat ditoleransi. Manajer perusahaan yang mempunyai kepemilikan dalam perusahaan, akan cenderung memilih pembiayaan dengan hutang untuk mengurangi dilusi kepemilikan pada saham mereka (*agency problem*).

Penjelasan yang diajukan oleh teori keagenan mengenai struktur modal yang berpengaruh kepada pendanaan lebih didasarkan pada *irrelevance versus relevance* (100% *debt*) Modigliani-Miller proposisi:

- a) Penetapan pajak *personal* (τ_{ps} dan τ_{pB}), dan korporasi (τ_c) menyebabkan munculnya *agency problem* antara *shareholders* (τ_{ps}), *bondholders* (τ_{pB}) dan manajer.
- b) Biaya kebangkrutan menyebabkan perusahaan akan mengurangi *debt*, sekalipun dalam pasar modal yang efisien. *Agency problem* terkait dengan biaya kebangkrutan dan *financial distress* (Megginson, 1997: 329). Semakin

tinggi proporsi hutang maka biaya kebangkrutan akan meningkat sehingga *bondholders* memerlukan tambahan *return* untuk menutupi tambahan resiko yang terjadi (Copeland, 1992: 499). *Agency cost of debt* merupakan fungsi yang semakin meningkat seiring dengan peningkatan dari hutang.

- c) Terjadinya *financial distress* juga menimbulkan konflik keagenan diantaranya melalui *asset substitution* dan *underinvestment* (Chew, 1998: 212; Copeland, 1992: 332). *Asset substitution* melalui proses pengambilan keputusan investasi pada proyek dengan NPV negatif dan beresiko tinggi, sedangkan *underinvestment* yaitu dengan tidak menerima pilihan proyek yang menguntungkan.

Jika tidak terdapat *agency problem* yang berhubungan dengan pembiayaan hutang maka hutang menjadi instrumen keuangan yang dominan. *Agency cost of debt* timbul karena adanya *risk incentives* dan kebangkrutan. *Stockholders* mempunyai insentif untuk mengambil proyek dengan resiko tinggi dengan mengorbankan *debtholders*, asalkan transfer kekayaan yang terjadi lebih besar dibandingkan dengan penurunan nilai proyek.

B. Kebijakan Dividen VS Teori Keagenan

Kebijakan dividen berhubungan dengan pilihan perusahaan untuk membayar pemegang saham dengan dividen (cash), atau tidak. Apa konsekuensi bila membayar dividen atau tidak? Berapa besar dividen yang harus dibayarkan? Banyak pertanyaan yang muncul berkaitan dengan kebijakan dividen ini, dan manajer perusahaan maupun pemegang saham dan *debtholders* juga berkepentingan dengan masalah tersebut.

Keputusan dividen perusahaan seringkali dicampuradukkan dengan keputusan pembiayaan dan investasi (Cooley, 1990: 505). Beberapa perusahaan membiayai pengeluaran modal sebagian besar dari pinjaman, sehingga memberikan kas dividen, dalam kasus ini dividen yang tinggi adalah akibat keputusan peminjaman (*borrowing decision*). Perusahaan lainnya membayar dividen yang rendah, karena pihak manajemen optimis akan masa depan perusahaan sehingga menggunakan R/E untuk ekspansi, dalam kasus ini dividen adalah akibat keputusan penganggaran modal perusahaan.

Terdapat dua pertanyaan fundamental berkaitan dengan kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan (Megginson, 1997: 354) yaitu (1) Apakah kebijakan dividen berpengaruh? Dapatkah nilai pasar saham perusahaan ditingkatkan atau turun dengan melakukan perubahan pada pembayaran dividen? (2) Bila kebijakan dividen berpengaruh, faktor apakah yang menentukan level *payout* optimal yang memaksimalkan nilai perusahaan dan meminimalkan COC?

Bukti empiris menunjukkan bahwa perusahaan melakukan *smoothing* pembayaran dividen. Manajer tidak akan menaikkan dividen bila mereka tidak yakin bahwa *earning* akan meningkat secara permanen untuk mendukung *payout ratio* yang tinggi tersebut. Demikian juga halnya bila akan menurunkan tingkat *payout*, maka manajer akan sedapat mungkin menghindari penurunan secara drastis. Bukti empiris yang mendukung hal ini adalah penelitian DeAngelo dan DeAngelo (1990) serta DeAngelo, DeAngelo dan Skinner (1992). Penelitian lainnya dari Michaely, Thaler dan Womack (1995) menemukan bahwa reaksi negatif harga saham terhadap penghapusan dividen lebih besar dibandingkan

dengan reaksi positif dari pengumuman dividen. Sedangkan penelitian Christie (1994) menemukan hasil bahwa reaksi negatif pasar saham terhadap penghapusan dividen lebih rendah dibandingkan dengan pengurangan dividen dalam jumlah besar.

Perubahan dividen menimbulkan informasi mengenai ekspektasi manajemen mengenai *earning* sekarang dan *earning* masa depan perusahaan. Dividen membantu dalam mengurangi kendala informasi asimetris pada pasar modal modern terutama untuk investor yang *poor-informed* (Megginson, 1997: 357).

Tidak jelas pengaruh dividen pada *required return* common stock perusahaan (Megginson, 1997: 359). CAPM digunakan untuk menjelaskan fenomena tersebut, antara lain oleh Brennan (1970), Litzenberger dan Ramaswamy (1979) yang menemukan bahwa saham dengan *dividend yield* tinggi mempunyai *required return* yang tinggi pula. Penelitian ini didukung oleh Blume (1980), dan Ang dan Peterson (1985). Terdapat banyak pertentangan dalam bukti empiris mengenai isu ini, terutama menyangkut pertanyaan; mengapa manajer membayar dividen jika mereka dapat mengurangi *required return stock* hanya dengan menghindari pembayaran dividen (Black dan Scholes, 1974 serta Miller dan Scholes, 1982).

Struktur kepemilikan mempengaruhi kebijakan dividen. Semakin terdiversifikasi struktur kepemilikan maka dividen *payout* semakin tinggi, sehingga dapat dikatakan pada perusahaan milik negara atau *private* maka

kecenderungannya adalah tidak membagikan dividen sedangkan perusahaan publik biasanya membagikan dividen (Megginson, 1997: 360).

Agency cost model merupakan model ekonomi mainstream yang sering digunakan untuk menjelaskan fenomena *dividend payout*. Megginson (1997: 362) mengatakan bahwa *agency cost* atau *contracting model* kurang elegan, terlalu sederhana dan kurang memiliki konsistensi internal dibandingkan *signaling model*. Namun *agency cost* memberikan pemahaman yang rasional dan jelas mengenai mengapa dividen ada? Dan mengapa mempunyai pola *cross sectional* yang dapat diobservasi?

Agency cost akan muncul bila manajer sekaligus pemegang saham (*owner-manager*) menjual sebagian kepemilikannya kepada investor luar atau *outside equity owners*. Kemungkinan dapat terjadi dimana *owner-manager* berusaha memaksimalkan kekayaannya dengan mengorbankan *outside equity-owners* sehingga *outside equity-owners* akan melakukan pengawasan ketat terhadap tindakan *owner-manager* (Rozeff, 1982). Pembayaran dividen akan menjadi alat *monitoring* atau *bonding* kemampuan manajemen (Copeland, 1992: 568). Perusahaan yang *go-public* berarti telah menjalankan proses penyaringan yang ketat dan suplier modal dari luar perusahaan akan membantu mengawasi manajer sekaligus pemilik saham demi kepentingan pemilik saham diluar manajemen.

Model *agency cost* menjelaskan bahwa pembayaran dividen sebagai tindakan untuk memaksimalkan nilai oleh manajer untuk meminimalkan biaya karena konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham yang muncul pada perusahaan publik, dimana terdapat pembagian antara kepemilikan dan

pengendalian (Megginson, 1997: 377). Pembayaran dividen memberikan semacam *survival value* bagi manajer, namun level optimal dividen bagi perusahaan hanya dapat ditentukan melalui *trial* dan *error*.

III. METODOLOGI PENELITIAN

A. Deskripsi Variabel

Penjelasan model secara rinci dijelaskan dibawah ini. Model disusun dengan menggunakan dua independen variabel yaitu dua kebijakan keuangan yaitu:

1. *Leverage* (Y_1): penggunaan *debt* akan mengurangi konflik antara *shareholders* dan *agent* (Jensen dan Meckling, 1976). Pengukuran *leverage* ini memasukkan unsur *wealth* yang dimiliki oleh *non-agent* atau *shareholders* yang bukan *agent*, disinilah terletak perspektif teori keagenan. Dihitung sebagai rata-rata selama periode sampel *long term debt* berbanding dengan jumlah *long term debt* ($LtDebt$) dengan *market value common stock* yang dimiliki *non-agent* ($MvCs$)

$$Leverage_1 = 1/\text{periode sample} * \sum \frac{LtDebt_{it}}{LtDebt_{it} + MvCs_{it}} \quad (1)$$

2. *Dividend* (Y_2): menggunakan dividen adalah salah satu cara untuk mengurangi *agency cost* (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984). Dividen dihitung dengan mempertimbangkan nilai pasar kekayaan *shareholders non-agent* (perspektif teori keagenan). Dihitung sebagai rata-rata selama periode sampel antara total *common stock cash dividend* ($ComDiv$) dibagi total jumlah

common stock yang dimiliki pihak luar (TotShrs) dan harga penutupan akhir tahun (MpriceCs),

$$Dividend_i = 1/\text{periode sampel} * \frac{\sum ComDiv_{it}}{TotShrs_{it} * MpriceCs_{it}} \quad (2)$$

Diregresi secara simultan pada enam independen variabel yang merupakan *firm-specific characteristics* yang terkait dengan teori keagenan yaitu:

1. *Common stock diversification* (diverse-X₁): merupakan proksi pertama dari *agents diversification losses* yaitu slope kesempatan diversifikasi saham perusahaan yang berpengaruh pada diversifikasi kekayaan pribadi *agent*. Semakin tinggi slope diversifikasi (mendekati slope pasar) maka semakin berkurang kerugian manajer atas investasi yang dilakukannya pada ekuitas perusahaan. Menggunakan model CAPM *risk-return framework* sebagai proksi (Bodie, Kane dan Marcus, 1996), untuk R_f menggunakan SBI 6 bulan atau 182 hari.

$$Diverse_i = \frac{E(R_i) - R_f}{\sigma_i} \quad (3)$$

2. *Earnings volatility* (earnvol-X₂): tingkat volatilitas *earnings* yang diukur menggunakan persamaan,

$$Earnvol_i = Std \frac{NOI_i}{Assets_i} \quad (4)$$

NOI_i = net operating income tahun i

Assets_i = Total Aset tahun I

Volatilitas *earnings* berkaitan dengan ekspektasi biaya kebangkrutan yang berpengaruh pada *agency cost of debt* (Crutchley dan Hansen, 1989).

3. *Standard deviation of common stock return* (stdret- X_3): proksi untuk *flotation cost* berdasarkan penelitian Hansen, Khumar dan Shome (1989). Standar deviasi *return* menunjukkan resiko bisnis perusahaan, dan resiko bisnis ini juga menentukan besar kecilnya resiko ekuitas perusahaan, yang pada akhirnya menentukan besarnya *flotation cost* penerbitan ekuitas baru. Semakin tinggi resiko bisnis (demikian juga *flotation cost* penerbitan ekuitas baru) maka perusahaan akan semakin bertumpu pada *leverage* untuk mengurangi *agency cost of equity*.

4. *Firm size* (size-ln X_4): merupakan *proxy* kedua dari *agents diversification losses* yang merefleksikan *agent liquidity cost* bila mempunyai porsi kepemilikan dalam perusahaan atau dengan kata lain ialah variabel kontrol bagi perspektif teori keagenan dalam kebijakan keuangan perusahaan. Perhitungannya menggunakan log-linear rata-rata nilai total book value aset selama periode sampel,

$$\ln Firm Size_i = \ln(1/periode sampel * \sum Asset_{it}) \quad (5)$$

5. *Growth* (growth- X_5), yang dihitung dengan rata-rata perubahan *total asset* tahun 1997, 1998 dan 1999:

$$Growth = 1/periode sampel * \sum \Delta Total Asset \quad (6)$$

6. Kebijakan *insider-ownership* digunakan sebagai independen variabel untuk menjelaskan kebijakan *leverage* dan dividen. *Managerial Ownership* (D_1): merupakan variabel langsung dalam teori keagenan, yang digunakan untuk mengatasi *agency cost* (Jensen dan Meckling, 1976). Crutchley dan Hansen (1989) menggunakan nilai pasar kepemilikan manajerial, namun penelitian ini

menggunakan *dummy* variabel untuk mewakili *managerial ownership*. Hasil penelitian Jensen (seperti tabel 1) diaplikasikan untuk menguji konsistensinya.

B. Data

Perusahaan manufaktur yang terdapat di BEJ dengan data-data keuangan dan data pendukung lainnya (return, right issue, dan proporsi kepemilikan) tersedia lengkap selama 3 tahun periode analisis yaitu 1997 sampai dengan 1999. Perusahaan sampel harus sudah *listing* sebelum 1997 untuk menjaga kelengkapan data. Seleksi sampel memperoleh 136 perusahaan manufaktur. Rincian data yang akan dieksploitasi beserta sumbernya adalah:

1. Data Laporan Keuangan 1997-1999 diperoleh dari *Market Directory* 2000 yang diterbitkan BEJ.
2. Harga saham penutupan akhir tahun (1997-1999) diperoleh dari *Data Base* Pasar Modal UGM.
3. Data tingkat bunga 182 hari SBI 1997-1999 diperoleh dari *Database* Bank Indonesia (www.bi.go.id).
4. Data *Market Value* saham yang dikuasai *non-managers* 1997-1999 diperoleh dari *Market Directory* 2000 yang diterbitkan BEJ dengan melihat data proporsi saham beredar yang dijual kepada publik.

Bagian ini hanya menampilkan hasil akhir dari semua uji maupun persamaan akhir yang diperoleh. Guna mengetahui secara keseluruhan data dan hasil uji, dapat dilihat pada bagian lampiran.

C. Seemingly Unrelated Regression (SUR)

Urutan variabel dependen dan denominasi: *Leverage* (Y_1), dan Dividen (Y_2). Urutan variabel independen dan denominasi: *Diverse* (X_1), *Earnvol* (X_2), *Stdret* (X_3), *Size* (X_4), *growth* (X_5) dan *managerial ownership* (dummy= D_1).

$$\text{Persamaan I: } Y_1 = \alpha_1 + \beta_{11}X_1 + \beta_{21}X_2 + \beta_{41} \ln X_4 + \beta_{51}X_5 + D_1 + \gamma_1 Y_2$$

$$\text{Persamaan II: } Y_2 = \alpha_2 + \beta_{32}X_3 + \beta_{42} \ln X_4 + \beta_{52}X_5 + D_1 + \gamma_2 Y_1$$

Penelitian ini menggunakan *Seemingly Unrelated Regression* (SUR) karena kedua model persamaan mempunyai variabel penjelas (regresor) yang sama yaitu *ownership* (D_1), *size* ($\ln X_4$) dan *growth* (X_5) sehingga digunakan analisis *Seemingly Unrelated Regression* (Greene, 2000: 616). Gujarati (1995: 665) mengatakan bahwa *simultaneous equation model* tidak dapat digunakan walaupun terdapat hubungan timbal balik antara variabel dependen bila kedua persamaan *unidentified*. Selengkapnya mengenai identifikasi dengan order condition sebagai berikut:

M = jumlah variabel endogenus pada model = 5 (Y_1 , Y_2 , $\ln X_4$, X_5 dan D_1)

Variabel D_1 termasuk kedalam variabel endogenus karena terdapat pada kedua persamaan. D_1 mempengaruhi variabel Y_1 juga Y_2 sehingga bila dibalik maka D_1 secara bersama-sama dipengaruhi oleh variabel Y_1 dan Y_2 (Gujarati, 1995: 665). Variabel $\ln X_4$ dan X_5 juga merupakan variabel endogenus karena mempengaruhi variabel Y_1 juga Y_2 pada persamaan satu dan dua..

m = jumlah variabel endogenus pada persamaan

- persamaan 1, $m = 5$ (Y_1 , Y_2 , $\ln X_4$, X_5 dan D_1)
- persamaan 2, $m = 5$ (Y_1 , Y_2 , $\ln X_4$, X_5 dan D_1)

K = jumlah variabel *predetermined* pada model = 3 variabel (X_1 , X_2 dan X_3)

k = jumlah variabel *predetermined* pada persamaan

- persamaan 1, $k = 2$ (X_1 dan X_2)
- persamaan 2, $k = 1$ (X_3)

$K - k = m - 1$, maka persamaan regresi disebut *identified*

$K - k < m - 1$, maka persamaan regresi disebut *unidentified*

$K - k > m - 1$, maka persamaan regresi disebut *overidentified*

Deteksi identifikasi persamaan:

$$Y_1 = \alpha_1 + \beta_{11}X_1 + \beta_{21}X_2 + \beta_{41} \ln X_4 + \beta_{51}X_5 + D_1 + \gamma_1 Y_2$$

$K - k = 3 - 2 = 1$, sedangkan $m - 1 = 5 - 1 = 4$, sehingga persamaan pertama adalah *unidentified*.

$$Y_2 = \alpha_2 + \beta_{32}X_3 + \beta_{42} \ln X_4 + \beta_{52}X_5 + D_1 + \gamma_2 Y_1$$

$K - k = 3 - 1 = 2$, sedangkan $m - 1 = 5 - 1 = 4$, sehingga persamaan pertama adalah *unidentified*.

Hasil identifikasi dengan *order condition* diatas menunjukkan bahwa metode *two state least square* (2SLS) tidak dapat digunakan untuk uji statistik model penelitian karena keduanya *unidentified*.

Hausman test digunakan untuk memastikan bahwa metode *seemingly unrelated regression* atau SUR paling sesuai digunakan untuk menyelesaikan model regresi (Gujarati, 1995; 646). Langkah pertama adalah mencari apakah *residual* masing-masing persamaan berkorelasi tinggi (ϵY_1 dan ϵY_2). Dilakukan *2 stage least square* untuk mengetahui hal tersebut, sehingga diperoleh tabel matrik korelasi *residual*:

Tabel III
Matrik korelasi residual

	ϵY_1	ϵY_2
ϵY_1	1.000000	0.999948
ϵY_2	0.999948	1.000000

Tabel matrik korelasi *residual* menunjukkan bahwa antar variabel pengganggu berkorelasi sangat kuat = 0,99. Langkah selanjutnya ialah menguji apakah terdapat simultanitas pada persamaan regresi tersebut, inilah yang disebut sebagai *Hausman test*.

Hausman test untuk persamaan 1:

$$Y_1 = \alpha_1 + \beta_{11}X_1 + \beta_{21}X_2 + \beta_{41}\ln X_4 + \beta_{51}X_5 + D_1 + \gamma_1 Y_2$$

Y_2 diperkirakan akan simultan dengan Y_1 sehingga akan diuji terhadap persamaan 1 tersebut. Ditentukan variabel instrumen adalah X_3 . Y_2 akan diregresikan dengan semua variabel eksogen, dan instrumen untuk memperoleh residualnya. Selanjutnya residual tersebut digunakan dalam regresi persamaan 1 diatas (ditambahkan sebagai independen variabel). Bila residual signifikan maka metode OLS untuk persamaan 1 adalah tidak konsisten, namun bila signifikan maka OLS persamaan 1 konsisten atau tidak ada simultanitas sehingga metode SUR dapat digunakan.

Hasil regresi *residual* adalah tidak signifikan = 0,3886 sehingga OLS persamaan 1 konsisten atau tidak terdapat simultanitas.

Hausman test untuk persamaan 2:

$$Y_2 = \alpha_2 + \beta_{32}X_3 + \beta_{42}\ln X_4 + \beta_{52}X_5 + D_1 + \gamma_2 Y_1$$

Y_1 diperkirakan akan simultan dengan Y_2 sehingga akan diuji terhadap persamaan 2 tersebut. Ditentukan variabel instrumen adalah X_1 dan X_2 . Y_1 akan

diregresikan dengan semua variabel eksogen, dan instrumen untuk memperoleh residualnya. Selanjutnya residual tersebut digunakan dalam regresi persamaan 2 diatas (ditambahkan sebagai independen variabel). Bila residual signifikan maka metode OLS untuk persamaan 2 adalah tidak konsisten, namun bila signifikan maka OLS persamaan 2 konsisten atau tidak ada simultanitas sehingga metode SUR dapat digunakan.

Hasil regresi *residual* adalah tidak signifikan (marjinal) = 0,0550 sehingga OLS persamaan 2 konsisten atau tidak terdapat simultanitas. Uji *Hausman* ini secara keseluruhan menunjukkan bahwa terdapat korelasi residual yang tinggi antar persamaan regresi, namun tidak terdapat simultanitas dalam persamaan tersebut, sehingga SUR dapat diterapkan.

D. Hasil Penelitian

Hasil penelitian dengan menggunakan metode SUR adalah sebagai berikut:

Tabel IV
Hasil SUR – Ringkasan

	Leverage (Y1)		Dividen (Y2)	
	Predik	Hasil	Predik	Hasil
Diverse (X1)	(-)	-0.024418		
Earnvol (X2)	(-)	0.115922		
Stdret (X3)			(-)	-0.008473
Size (lnX4)	(+)	0.073626*	(+)	-0.011735
Growth (X5)	(-)	0.044735	(-)	0.034560
Ownership (D1)	No-relation	-0.171060**	No-relation	-0.004845
Leverage (Y1)			(+)/(-)/No-relation	0.081035*
Dividend (Y2)	(+)/(-)	0.859438*		
R ²		0.064208		0.030662

*signifikan pada 0,05

**signifikan pada 0,1

E. Pembahasan

E.1. Persamaan Pertama

$$Y_1 = \alpha_1 + \beta_{11}X_1 + \beta_{21}X_2 + \beta_{41}\ln X_4 + \beta_{51}X_5 + D_1 + \gamma_1 Y_2$$

Pada persamaan 1 hanya variabel *Size* (kontrol), *Managerial Ownership* dan kebijakan dividen yang signifikan, dimana *size* sesuai dengan prediksi, sedangkan variabel *managerial ownership* bertentangan dengan prediksi (tanda negatif). Hal ini menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dengan *managerial ownership* di Indonesia mempengaruhi pengambilan keputusan kebijakan *leverage*, sehingga bertentangan dengan penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992). Bila perusahaan mempunyai *managerial ownership program* maka nilai *leverage* yang dimiliki perusahaan cenderung lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang tidak mempunyai *managerial ownership program*. Hal ini disebabkan karena manajer yang mempunyai *managerial ownership* akan mengurangi resiko kebangkrutan atau resiko bisnis perusahaan karena nilai kekayaan pribadinya akan lebih dipengaruhi oleh kekayaan perusahaan. Penjelasan lainnya karena manajer akan berusaha mengurangi *agency cost of debt*, karena *agency cost of equity* sendiri sudah turun, sehingga secara keseluruhan *agency cost* dapat ditekan.

Bila tidak mempunyai *managerial ownership program*, maka manajernya akan berusaha mengurangi *agency cost of equity* dengan menambah hutang. Namun tindakan ini akan menimbulkan *agency cost of debt*, sehingga manajer

harus mempertimbangkan *trade-off agency cost* dalam mengambil keputusan *leverage*.

Dividen berhubungan positif dengan *leverage*, mendukung Miller (1977) namun malah bertentangan dengan penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992). Dividen yang tinggi, berarti perusahaan manufaktur Indonesia akan meningkatkan *leverage*-nya untuk membiayai investasi karena sebagian besar *earnings* digunakan untuk membayar dividen. Hal ini berarti perusahaan manufaktur di Indonesia selalu menjaga struktur modalnya relatif optimal (unique solution).

Secara keseluruhan, persamaan 1 memperlihatkan bahwa komponen teori keagenan belum mampu menjelaskan fenomena hubungan antara kebijakan *leverage* dengan dividen dalam perspektif teori keagenan, terbukti dengan variabel yang langsung berhubungan dengan teori keagenan yaitu *diverse* (X_1), dan *earning volatility* (X_2) tidak signifikan. Hal ini diperkuat pula oleh R^2 yang rendah yaitu hanya 6,4208%.

E.2. Persamaan Kedua

$$Y_2 = \alpha_2 + \beta_{32}X_3 + \beta_{42} \ln X_4 + \beta_{52}X_5 + D_1 + \gamma_2 Y_1$$

Hasil penelitian untuk persamaan kedua, menunjukkan bahwa tidak terdapat satupun variabel keagenan yang signifikan. Hanya satu variabel yang signifikan, yaitu *leverage* bertanda positif dengan nilai 0,081035. Peningkatan *leverage* sebesar 0,081035 satuan akan diiringi dengan peningkatan dividen sebesar 1 satuan.

Leverage berhubungan positif dengan dividen, mendukung Miller (1977) dan bertentangan dengan penelitian Jensen, Solberg dan Zorn (1992). *Leverage*

yang tinggi, berarti perusahaan manufaktur Indonesia akan meningkatkan dividennya untuk memberikan tambahan *return* kepada pemegang saham karena resiko bisnis perusahaan meningkat karena adanya *leverage*.

Keseluruhan model persamaan kedua mempunyai R^2 yang kecil yaitu 3,0662% sehingga dapat dikatakan bahwa variabel keagenan hanya mampu menjelaskan sebagian kecil dari hubungan interdependensi kebijakan *leverage* dan dividen. Perspektif teori keagenan di Indonesia bukan merupakan komponen penting dalam menentukan kebijakan *leverage* dan dividen.

Hasil penelitian ini sekaligus mendukung penelitian Hassan, Christopher dan Evans (1998), yang menemukan bahwa terdapat perbedaan *corporate governance* antar negara maju dengan negara berkembang. Perbedaan *corporate governance* ini membawa dampak bahwa teori keagenan secara empiris mempunyai bukti-bukti yang berbeda dengan negara maju, bila penelitian empiris tersebut dilakukan di negara berkembang (Indonesia).

Teori keagenan di Indonesia tidak sesuai dengan model Crutchley dan Hansen (1989) walaupun sudah dilakukan modifikasi susunan variabel, namun tidak cara perhitungan variabel keagenannya.

IV. KESIMPULAN, SARAN DAN KETERBATASAN

A. Kesimpulan

1. R^2 yang rendah menunjukkan bahwa teori keagenan kurang mampu menjelaskan interdependensi antar kebijakan *leverage* dengan kebijakan dividen, khususnya untuk kasus Indonesia. Kemungkinan masalah keagenan di perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia (BEJ) tidak menjadi

masalah penting yang mempengaruhi kinerja perusahaan dalam menentukan kebijakan keuangannya.

2. Kebijakan *leverage* berhubungan positif dengan kebijakan dividen, semakin besar dividen maka akan semakin besar *leverage* demikian juga sebaliknya.
3. Variabel kontrol, *size*, hanya signifikan pada persamaan pertama dalam menjelaskan hubungan *leverage* dengan dividen. Semakin besar *size* perusahaan maka akan semakin besar *leverage*-nya, demikian juga dengan dividen yang diberikan kepada pemegang saham.
4. Variabel *managerial ownership* signifikan dalam menjelaskan *leverage*, dimana bila perusahaan mempunyai *managerial ownership program* maka *leverage* akan berkurang. Penjelasan teori keagenan mengatakan bahwa berkurangnya *leverage* disebabkan karena kekayaan pribadi manajemen semakin berkaitan erat dengan kekayaan perusahaan, sehingga manajemen akan berusaha mengurangi *leverage* untuk menjaga resiko perusahaan terkendali. Dengan kata lain resiko perusahaan merupakan juga resiko kekayaan pribadi manajemen. Keadaan ini akan meminimalkan adanya *agency cost*.
5. Penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat perbedaan empiris pengaruh variabel teori keagenan dalam interdependensi hubungan kebijakan *leverage* dengan kebijakan dividen di negara berkembang khususnya Indonesia dengan negara maju.

6. Penelitian ini tidak mendukung Jensen, Solberg dan Zorn (1992) maupun beberapa variabel model Crutchley dan Hansen (1989) yaitu *diverse* (X_1), *earning volatility* (X_2) dan *standar deviasi return* (X_3).

B. Saran-saran

1. Pihak pemegang saham, sebaiknya memperhatikan adanya dampak *program managerial ownership* untuk mengurangi *agency cost* dalam perusahaan, khususnya perusahaan manufaktur di Indonesia.
2. Manajemen perlu mengetahui lebih akurat bagaimana suatu kebijakan keuangan perusahaan mempengaruhi satu sama lainnya, sehingga interdependensi antar kebijakan dapat terjadi untuk menimbulkan sinergi.
3. Penelitian selanjutnya dapat diarahkan untuk model persamaan dengan variabel independen yang berbeda, misalnya tingkat *risk aversion* manajemen, biaya iklan dan riset, serta program kompensasi.
4. Penelitian dimasa depan juga dapat difokuskan untuk mencari efek dari *pooling data*, maupun *cross section* murni tanpa menggunakan data rata-rata.
5. Penelitian masa depan sebaiknya memodifikasi juga cara/metode perhitungan variabel keagenan yang digunakan agar hasil yang diperoleh lebih baik.

C. Keterbatasan

Penelitian ini diakui masih jauh dari sempurna, karena beberapa konsep yang hanya didasari oleh logika berpikir dari penulis semata. Diharapkan dengan bantuan masukan dan saran, maka penelitian ini dapat disempurnakan. Namun perlu dipahami bahwa pemikiran penulis ini didasari pula oleh pemahaman mengenai teori keuangan yang masih harus diasah.

Proksi yang penulis pakai, masih memerlukan bukti pengujian empiris lebih lanjut terutama cara perhitungannya, apakah sudah sesuai untuk menggambarkan perspektif keagenan dalam kebijakan keuangan perusahaan. Selain itu karena untuk kasus di Indonesia dengan keterbatasan data, maka ada kemungkinan proksi tersebut akan berubah.

Faktor ketersediaan data untuk diolah juga menjadi kendala yang dihadapi, karena data-data keuangan perusahaan publik di Indonesia (BEJ) masih belum lengkap untuk menunjang kemajuan penelitian ilmiah Indonesia. Tersedianya Database UGM sedikit banyak membantu penulis untuk mengumpulkan data sebanyak-banyaknya demi kepentingan penelitian ini.

REFERENSI

- Ang, J., J. Chua, dan J. McConnell (1982), "The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note," *The Journal of Finance*, 219-226.
- Ang, J.S., dan D. Peterson, 1985, Return, Risk, and Yield: Evidence From Ex Ante Data, *The Journal of Finance* 40, 537-548.
- Ariyoto, K., (2000), "Good Corporate Governance dan Konsep Penegakannya di BUMN dan Lingkungan Usahanya," *Usahawan*, 3-8.
- Berger, P.G., E. Ofek dan David L. Yermack, 1997, Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions, *The Journal of Finance* 42/4, 1411-1436.
- Black, F., dan M.S. Scholes, 1974, The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Return, *Journal of Financial Economics* 1, 1-22.
- Blume, M.E., 1980, Stock Returns and Dividend Yields: Some More Evidence, *Review of Economics and Statistics* 62, 567-577.
- Bodie, Z., A. Kane, dan A.J. Marcus, 1996, *Investments*, 3rd edition, Irwin McGraw-Hill.
- Bradley, M., G.A. Jarrell, dan E. H. Kim, 1984, On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, *The Journal of Finance* 39, 857-878.
- Brennan, M.J., 1970, Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy, *National Tax Journal* 23, 417-427.
- Chew, D.H. Jr., 1999, *The New Corporate Finance: Where The Theory Meets Practice*, 2nd ed, Irwin MacGraw-Hill.
- Christie, W.G., 1994, Are Dividend Omissions Truly The Cruellest Cut of All?, *Journal of Financial and Qualitative Analysis* 29, 459-480.
- Cooley, Philip L., 1996, *Advances in Business Financial Management: A Collection of Readings*, 2nd ed., The Dryden Press.
- Copeland, T.E., dan J.F. Weston, 1992, *Financial Theory and Corporate Policy*, 3rd ed., Addison-Wesley.
- Crutchley C.E., dan R.S. Hansen, 1989, A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends, *Financial Management*, 36-46.

- DeAngelo, H., dan L. DeAngelo, 1990, Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE firms, *The Journal of Finance* 45, 1415-1331.
- DeAngelo, H., dan R.W. Masulis, 1980, Leverage and Dividen Irrelevancy Under Corporate and Personal Taxation, *The Journal of Finance* 35, 453-464.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, dan D.J. Skinner, 1992, Dividend and Losses, *The Journal of Finance*, 45, 1433-1456.
- Easterbrook, F.H., 1984, Two Agency-cost Explanation of Dividends, *American Economic Review*, 74, 650-659.
- Eisenhardt, K.M., 1989, Agency Theory: An Assesment and Review, *Academy of Management Review* 14/1, 57-74.
- Emery, D.R., dan J.D. Finnerty (1997), *Corporate Financial Management*, International edition, Prentice Hall Inc.
- Friend, I. dan L.H.P. Lang (1988), "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure," *The Journal of Finance* 43, 271-282.
- Gaver, J.J., dan Kenneth M. Gaver, 1993, Additional Evidence on The Association between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, *Journal of Accounting and Economics* 16, 125-160.
- Greene, W. H. (2000), *Econometric Analysis*, 4th edition, Prentice-Hall International, Inc.
- Gujarati, Damodar N., 1995, *Basic Econometrics*, 3rd International edition, McGraw-Hill International.
- Hansen, R.S., 1986, Evaluating the Costs of a New Equity Issue, *Midland Corporate Finance Journal*, 42-55.
- Hansen, R.S., 1989, The Demise of the Rights Issue, *The Review of Financial Studies*, 280-300.
- Hansen, R.S., R. Khumar, dan D. Shome, 1989, *Dividends and Agency Costs: Empirical Evidence from the Electric Utilities Case*, *Working Paper*, The University of Michigan.
- Hartono J., 2000, An Agency-Cost Explanation for Dividend Payments, *Working Paper*, 1-22.

- Hasan, S., Theo Christopher dan Robert Evans, 1998, Directors Remuneration and Firm Performance: Malaysian Evidence, *Working Paper*, Multimedia University Malaysia.
- Jensen, Gerald R., Donald P. Solberg dan Thomas S. Zorn, 1992, Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 27, 247-263.
- Jensen, M.C., 1986, Agency Cost and Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economics Review* 76/2, 323-329.
- Jensen, M.C., dan W.H. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency costs and Capital Structure," *Journal of Financial Economics*, 305-360.
- Koch, P.D., dan C. Shenoy, 1999, The Information Content of Dividend and Capital Structure Policies, *Financial Management* 28, 16-35.
- Litzenberger, R.H., dan K. Ramaswamy, 1979, The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence, *Journal of Financial Economics* 7, 163-195.
- Long, M.S., dan I.B. Malitz, 1985, Investment Patterns and Financial Leverage In National Bureau of Economic Research: Corporate Capital Structures in the United States, *B.M. Friedman (ed)*. Chicago, The University of Chicago Press.
- Megginson, William L., 1997, *Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley, Inc.
- Michael R., R.H. Thaler dan K.L. Womack , 1995, Price Reactions to Dividend initiations and Omissions: Overreaction or Drift, *The Journal of Finance* 50, 573-608.
- Miller, M., dan M. Scholes, 1978, Dividends and Taxes, *Journal of Financial Economics*, 333-364.
- Miller, M.H., 1977, Debt and Taxes, *The Journal of Finance* 32/2, 261-275.
- Modigliani, F., dan M. Miller, 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment, *American Economics Review*, 261-297.
- Myers, S.C., 1984, The Capital Structure Puzzle, *The Journal of Finance* 39, 575-592.
- Ross, Stephen, A., 1977, The Determination of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach, *Bell Journal of Economics and Management Science* 8, 23-40.

- Rozeff, M.S. (1982), "Growth, Beta and *Agency costs* as Determinants of *Dividend Payout Ratios*," *Journal of Financial Research*, 249-259.
- Smith, C.W. dan R.L. Watts, 1992, The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, *Journal of Financial Economics* 32/3, 263-292.