

Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Di Indonesia

Bambang Sugeng

Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Malang

Abstract: *This article is intended at elaborating research investigating the effects of ownership structure to dividend initiation policy among Indonesian going-public firms. The research was conducted to sample consisting of 180 going-public firms listed in Jakarta Stock Exchange and selected purposively based on criteria that such firms conducted initial public offering (IPO) during the time range of 1989–2000. All data needed was categorized as secondary data comprising of financial data. Using Structural Equation Model to analyze data, this research finds no significant evidence supporting hypothesis that ownership structure affects dividend initiation policy among going public firms. The finding fails to provide support to theoretical prediction of monitoring mechanism as part of agency cost model of dividend explanation. Consequently, the model, as one of the main explanation models of dividend under relevance of dividend proposition, does not fully hold in explaining dividend initiation policy behavior in Indonesian going-public firms.*

Keywords: *ownership structure, dividend initiation*

Inisiasi dividen merupakan pembayaran dividen pertama yang dilakukan oleh perusahaan setelah IPO. Sedangkan kebijakan inisiasi dividen merupakan kebijakan yang terkait dengan keputusan tentang besarnya payout dan timing dari dividen pertama pasca IPO. Inisiasi dividen merupakan indikasi pertama yang bersifat publik tentang kesediaan manajer perusahaan untuk mendistribusikan kelebihan kas kepada para pemegang saham dibanding menginvestasikannya ke dalam proyek-proyek baru (Sharma, 2001). Dhaliwal, *et al.* (2003) berargumen bahwa dengan melakukan inisiasi dividen reguler, manajer ingin menunjukkan komitmennya kepada pemegang saham untuk secara konsisten melakukan pendistribusian kas dividen reguler untuk waktu yang tak terbatas.

Kebijakan inisiasi dividen merupakan salah satu kebijakan keuangan yang lebih bersifat strategis dibanding kebijakan dividen reguler. Kebijakan inisiasi

dividen yang diambil oleh perusahaan membawa konsekuensi tanggung jawab perusahaan secara finansial yang cukup fundamental, karena sekali perusahaan memutuskan untuk memulai membayarkan dividen periodik (reguler), maka ia dituntut mampu menjaga konsistensi pembayaran dividen periodik yang sudah diawalinya tersebut. Inkonsistensi atau instabilitas dalam pembayaran dividen reguler bisa merusak reputasi manajer. Kesiapan perusahaan melakukan inisiasi dividen adalah didasarkan pada kemampuan finansial yang didukung oleh prospek kinerja perusahaan yang memadai. Oleh karena itu, diharapkan bahwa keputusan perusahaan untuk segera atau menunda inisiasi dividennya akan memberikan sinyal tentang kinerja keuangan perusahaan. Bagi perusahaan yang mampu lebih awal/cepat membayarkan dividen pertamanya dipandang memiliki kemampuan finansial yang lebih baik untuk menjamin konsistensi pembayaran dividen reguler selanjutnya. Sedangkan perusahaan yang belum siap melakukan atau menunda pembayaran dividen pertamanya dipandang belum memiliki kemampuan finansial yang memadai untuk maksud tersebut.

Alamat Korespondensi:

Bambang Sugeng, Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Malang
HP. 081805018428

Jain, *et al.* (2003) menemukan bahwa kebanyakan perusahaan yang memutuskan untuk *go-public* berada dalam fase awal dalam pertumbuhan mereka dan berada di lingkungan industri yang sedang mengalami pertumbuhan cepat. Pada umumnya dana yang tersedia di dalam perusahaan tidak mencukupi guna merealisasikan potensi pertumbuhan yang dimiliki. Oleh karena itu, sebagaimana diargumentasikan oleh Sharma (2001) bahwa perusahaan-perusahaan yang baru melaksanakan IPO tidak diharapkan segera melakukan inisiasi pembayaran dividen periodik di tahun-tahun awal pasca IPO mengingat kebutuhan dana yang cukup besar untuk kepentingan investasi pada masa-masa tersebut. Argumen tersebut memang konsisten dengan fakta yang ada dalam konteks pasar modal di Amerika. Jain, *et al.* (2003) melaporkan dalam penelitiannya bahwa dari 1628 perusahaan yang melakukan IPO atau *go-public* dalam rentang waktu 1990–1998 dengan *tracking period* sampai dengan tahun 2000, hanya ada 6,08% atau 99 perusahaan saja yang melakukan inisiasi dividen dalam rentang waktu 10 tahun pasca IPO. Dhaliwal, *et al.* (2003) juga menggunakan perusahaan yang melakukan IPO sebagai sampel penelitiannya tentang pengaruh usia IPO terhadap keputusan inisiasi dividen. Dari sebanyak 1873 perusahaan dari lingkungan perusahaan yang melakukan IPO dalam rentang waktu yang lebih panjang dibanding periode sampel Jain, *et al.* (2003) yaitu 1 Januari 1979–31 Desember 1998 (20 tahun), terbukti ada 400 perusahaan atau 21,36% dari total sampel yang pada akhirnya melakukan inisiasi dividen walaupun bukan pada tahun-tahun awal pasca IPO. Dari kedua fakta di atas bisa disimpulkan bahwa hanya dengan jumlah yang tidak signifikan saja dari perusahaan-perusahaan di Amerika yang memutuskan melakukan inisiasi dividen regulernya di tahun-tahun awal setelah mereka berstatus sebagai perusahaan *go public*.

Di lain pihak, di Indonesia, diperoleh data yang justru menunjukkan kondisi yang sebaliknya. Hasil identifikasi oleh peneliti sendiri terhadap perusahaan-perusahaan yang baru melaksanakan IPO atau *go-public* melalui Bursa Efek Jakarta dalam rentang waktu 13 tahun yaitu periode 1989–2002 diperoleh data yang menunjukkan bahwa hampir seluruh perusahaan yang baru *go public* ternyata melakukan inisiasi dividen reguler pada tahun pertama pasca IPO

atau *listing*. Dari 291 perusahaan yang *go public* di Indonesia pada kurun waktu 1989–1999 sebanyak 274 atau 95% dari mereka melakukan inisiasi dividen pada tahun pertama pasca IPO atau setelah terdaftar (*listing*) di Bursa Efek Jakarta.

Kesimpulan yang bisa ditarik dari fakta di atas adalah bahwa perilaku perusahaan *go-public* di Amerika didominasi oleh sikap manajer perusahaan untuk tidak melakukan inisiasi dividen di tahun-tahun awal pasca IPO. Kesimpulan dari temuan-temuan yang dihasilkan oleh beberapa peneliti dengan basis data di Amerika mengindikasikan bahwa perusahaan menunggu saat yang dipandang tepat untuk memutuskan melakukan inisiasi dividen yaitu ketika kondisi finansial perusahaan sebagaimana dicerminkan oleh kinerja perusahaan (profitabilitas) dan kondisi pasar saham mendukung (*favorable*) bagi diambilnya keputusan tersebut. Bukti-bukti yang mendukung kesimpulan tersebut diantaranya dihasilkan oleh Sharma (2001), Dhaliwal, *et al.* (2003), Bullan, *et al.* (2003), dan Jain, *et al.* (2003).

Di lain pihak, perilaku kebijakan inisiasi dividen di kalangan perusahaan *go-public* di Indonesia memang terlihat sangat bertolak belakang dari sudut pandang argumen yang dikemukakan oleh Sharma (2001), bahkan dari perilaku perusahaan di Amerika umumnya. Perilaku kebijakan inisiasi dividen yang ditunjukkan oleh perusahaan-perusahaan yang baru *go-public* di Indonesia ini mengundang beberapa pertanyaan fundamental yang perlu diklarifikasi secara empiris. Di antara pertanyaan fundamental tersebut adalah dari perspektif *agency cost model*, salah satu model eksplanasi utama kebijakan dividen yang berbasis pada *relevance of dividend proposition*, yaitu "Apakah perilaku kebijakan inisiasi dividen di lingkungan perusahaan-perusahaan *go-public* baru di Indonesia yang terkesan unik tersebut memiliki relevansi dengan mekanisme monitoring oleh pemegang saham terhadap manajemen sebagaimana dicerminkan pada struktur kepemilikan dan struktur modal perusahaan?"

Dalam konteks *agency cost model* yang dikembangkan oleh Michael Jensen dan William Meckling, kebijakan dividen digunakan untuk meminimalisasi *agency cost* yang timbul dari potensi *conflict of interests* antara *agent* (manajer) dengan *principal* (pemilik perusahaan) akibat adanya pemisahan di

antara kedua belah pihak tersebut. *Agency cost* merupakan biaya yang timbul dalam rangka mengendalikan atau memonitor tindakan manajer agar sesuai dengan kepentingan *principal*. Dasar dari *agency cost model* ini adalah ketika manajer disadari bisa bertindak tidak sesuai dengan kepentingan investor/pemegang saham, maka pemegang saham menggunakan mekanisme tertentu untuk mengontrol tindakan manajer tersebut. Salah satu dari mekanisme ini adalah melalui pembayaran dividen dengan *payout* yang tinggi (Beiner, 2001). Namun, sebagaimana dikemukakan oleh Easterbrook (1984) bahwa efektivitas dividen sebagai salah satu sarana *monitoring* bergantung pula pada keberadaan sarana-sarana monitoring lainnya, misalnya struktur kepemilikan dan struktur modal perusahaan.

Jensen & Meckling (1976) mengemukakan bahwa *agency cost* akan rendah di dalam perusahaan dengan kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) yang tinggi, karena hal ini memungkinkan adanya penyatuan antara kepentingan pemegang saham dengan kepentingan manajer yang dalam hal ini berfungsi sebagai *agent* dan sekaligus sebagai *principal*. Hal yang sama juga bisa terjadi di perusahaan di mana terdapat *large block shareholder* (pemegang saham dalam jumlah besar) yang biasanya terdiri dari para pemegang saham institusi (*institutional shareholder*) yang memiliki kemampuan tinggi untuk mengendalikan manajer (Frankfurter & Wood, 1994). Adanya *large block shareholder* mengindikasikan tingkat dispersi dari pemegang saham oleh pihak luar perusahaan lebih kecil. Di dalam situasi demikian perusahaan tidak perlu membayar *dividend payout* yang tinggi untuk mengedalikan *agency cost*. Rasionalnya adalah bahwa dengan managerial ownership yang tinggi *agency problem* menjadi rendah antara manajer dengan pemegang saham, sedangkan dengan terdapatnya *large block shareholder* yang tinggi monitoring dapat dilakukan secara lebih efektif oleh pemegang saham.

Di Amerika *institutional shareholder* dewasa ini diindikasikan semakin mendominasi kekuatan pasar modal. Mereka umumnya terdiri dari perusahaan atau lembaga-lembaga publik seperti *pension fund*, *investment companies*, *life insurance companies*, *mutual funds*, dan yang sejenisnya (Jones, 2000). Di Indonesia, *institutional shareholder* juga tampak

sangat mendominasi struktur kepemilikan saham perusahaan-perusahaan *go-public*. Dari sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini, diperoleh data rata-rata *insider holding* mencapai 20% dari total saham perusahaan yang beredar. *Insider holding* merupakan porsi kepemilikan saham perusahaan oleh orang dalam perusahaan (pihak manajemen) relatif terhadap total saham perusahaan yang beredar. Makin tinggi porsi kepemilikan jenis ini diharapkan semakin kecil konflik kepentingan antara manajemen dengan pemilik sebagaimana diindikasikan dalam *agency theory*, karena *insider holding* mencerminkan penyatuan antara manajemen dengan pemilik (manajemen sekaligus berperan sebagai pemilik perusahaan).

Di lain pihak, porsi *Institutional holding* yang merupakan kepemilikan saham dari unsur investor lembaga rata-rata mencapai 49,9% atau bisa dikatakan separuh dari total saham perusahaan yang beredar. Di Indonesia investor lembaga ini pada umumnya terdiri dari perusahaan-perusahaan *holding companies* yang masih merupakan perusahaan-perusahaan keluarga di mana pihak manajemen perusahaan masih merupakan bagian dari perusahaan-perusahaan keluarga tersebut (Sudarma, 2004). Dengan demikian, walaupun *institutional holding* tergolong *outsider's holding* bersama dengan pemegang saham yang berasal dari publik (masyarakat), namun boleh dikatakan status sebagai *outsider* dari *institutional holding* tersebut menjadi semu, karena dalam kenyataannya mereka memiliki afiliasi yang kuat dengan manajemen, bahkan dikatakan pula bahwa manajemen sebagai kepanjangan tangan dari *institutional holders* tersebut.

Struktur kepemilikan sebagaimana tersebut di atas, di mana *insider* dan *institutional holding* secara bersama-sama merupakan pemegang saham mayoritas, mengakibatkan lemahnya posisi pemegang saham yang benar-benar berasal dari publik yang justru berada pada posisi pemegang saham minoritas. Manajemen pada umumnya merupakan kepanjangan tangan dari golongan pemegang saham mayoritas tersebut. Dengan kondisi demikian, perusahaan publik khususnya di lingkungan pasar modal di Indonesia bisa dikatakan tidak atau belum memiliki makna sebagaimana namanya. Dengan porsi kepemilikan yang rata-rata tidak lebih dari 30%, pemegang saham dari unsur

publik (pemegang saham minoritas) tidak bisa berbuat banyak dalam hal kontrol terhadap perusahaan. Struktur kepemilikan insntitusional yang demikian di lingkungan perusahaan-perusahaan *go-public* di Indonesia diharapkan memiliki implikasi yang berbeda terhadap kebijakan dividen dibanding dengan yang berkembang di Amerika yang merupakan representasi dari pasar modal yang sudah maju dengan kepemilikan institusional yang umumnya didominasi oleh perusahaan atau institusi-institusi publik.

Di sisi lain, pada aspek struktur modal, berdasarkan *agency cost model*, perusahaan yang memiliki struktur modal lebih banyak melibatkan modal asing (dari kreditor), maka akan lebih intensif pula pengawasan yang dilakukan oleh kreditor terhadap manajemen, sehingga ketergantungan pada dividen sebagai sarana *monitoring* menjadi lebih kecil dibanding perusahaan dengan struktur modal yang sebaliknya.

Di lingkungan perusahaan *go-public* di Indonesia, kebijakan struktur modal mereka pada umumnya menunjukkan kondisi yang relatif unik. Dari keseluruhan perusahaan yang *listing* di BEJ sampai dengan tahun 2003 dengan jumlah kurang lebih 344 perusahaan, diperoleh data tentang rasio leverage mereka yang rata-rata 0,49, dengan rentangan 0,03–1,88 (*Indonesia Capital Market Directory*, 2003). Rasio *leverage* merupakan perbandingan antara total utang terhadap total asset. Angka tersebut menunjukkan bahwa rata-rata setengah dari total nilai *asset* mereka dibiayai dari sumber dana utang bahkan tidak sedikit perusahaan yang justru lebih banyak menggunakan sumber dana utang dibanding modal sendiri.

Relevansi struktur modal dalam pembahasan *agency problems* disebabkan karena *agency problem* tidak hanya timbul antara manajer dengan pihak pemegang saham melainkan juga bisa timbul antara pihak pemegang saham dengan pihak kreditor, walaupun yang disebutkan terakhir tersebut tidak sekuat yang pertama dalam hal perhatian yang diberikan oleh para ahli dan peneliti di bidang manajemen keuangan. Sebagaimana dimaklumi, kreditor selain memiliki klaim terhadap sebagian aliran *earning* perusahaan (dalam bentuk pembayaran bunga dan pokok utang), juga terhadap asset perusahaan dalam hal perusahaan dinyatakan bangkrut. Namun demikian, pemegang saham memiliki kontrol, yaitu melalui manajemen, terhadap keputusan-leputusan penting perusahaan

yang mempengaruhi profitabilitas dan risiko perusahaan. Sedangkan kreditor tidak demikian, mereka hanya meminjamkan dana kepada perusahaan dengan *rate of return* (tingkat bunga) yang ditetapkan di muka berdasarkan tingkat risiko perusahaan dan struktur modal perusahaan.

Sebagai contoh, para pemegang saham, melalui manajemen, bisa menyebabkan perusahaan memutuskan untuk melaksanakan sebuah proyek investasi baru yang memiliki tingkat risiko yang lebih besar dari yang diharapkan oleh kreditor dan dengan ekspektasi keuntungan yang lebih besar pula. Kenaikan risiko ini akan menyebabkan return yang diharapkan (*required rate of return*) atas utang semakin tinggi yang pada gilirannya akan membuat nilai atas surat hutang yang diterbitkan perusahaan menurun. Jika proyek investasi berhasil, maka semua keuntungan akan mengalir kepada pemegang saham, karena return yang diterima kreditor tetap. Sebaliknya jika proyek gagal, maka kreditor menerima bagian atas kegagalan tersebut. Lebih jauh pemegang saham mungkin bisa melakukan apa yang disebut dengan *wealth transfer* dari kreditor kepada pemegang saham selain *risk transfer* sebagaimana digambarkan di atas, misalnya melalui pembayaran dividen kepada pemegang saham. Taranto (2002) berargumen bahwa pembayaran dividen yang tinggi menyebabkan utang menjadi lebih berisiko dan karenanya akan menurunkan nilainya. Cara yang bisa ditempuh oleh kreditor untuk melindungi dirinya dari upaya-upaya tersebut adalah dengan membuat perjanjian utang yang bersifat membatasi (*restrictive debt covenant*) termasuk di dalamnya pembatasan terhadap pembayaran dividen kepada para pemegang saham.

Karena kreditor melalui perjanjian utang akan cenderung membatasi dividen maka diharapkan terdapat hubungan negatif antara *agency problem* yang terjadi antara kreditor dengan pemegang saham dengan dividen. Namun Titman & Wassels (1988) dikutip oleh Mollah (2000) mengemukakan bahwa perusahaan yang memiliki lebih banyak asset yang bersifat collateral (*collateralizable assets*) memiliki *agency problem* yang lebih kecil antara kreditor dengan pemegang sahamnya karena asset demikian bisa berfungsi sebagai jaminan atas utang. Mengingat *collateralizable assets* berfungsi memperkecil *agency problem* maka diharapkan besarnya

collateralizable assets yang dimiliki perusahaan akan berhubungan positif dengan dividen. Alli, *et al.* (1993) dengan menggunakan rasio *net plant to total assets* sebagai *proxy* terhadap *collateralizable assets* dan juga digunakan untuk merepresentasikan *agency problem* antara kreditor dengan pemegang saham menemukan terdapatnya hubungan positif yang signifikan antara *collateralizable assets* dengan dividen.

Di samping itu, juga ada kecenderungan bahwa *long-term debt* yang diperoleh perusahaan berpengaruh negatif terhadap jumlah dividen yang dibayarkan. Alasannya adalah bahwa bagi perusahaan-perusahaan dengan tingkat *leverage* tinggi maka kebijakan *dividend payout* yang tinggi akan memperbesar beban tetap perusahaan. Atas dasar pemikiran tersebut, perusahaan-perusahaan yang demikian secara sengaja mungkin akan mempertahankan kebijakan *dividend payout* yang rendah guna menghindari adanya penurunan dividen atau bahkan tidak membayar dividen di masa-masa mendatang. Demikian pula, bagi perusahaan-perusahaan yang memiliki risiko operasi atau instabilitas *operating earning* juga mungkin lebih baik memilih kebijakan *dividend payout* rendah (Stern & Chew, 1992).

Penelitian terhadap pengaruh struktur kepemilikan dan struktur modal terhadap kebijakan dividen relative telah banyak dilakukan. Namun penelitian-penelitian tersebut hanya melihat hubungan struktur kepemilikan dengan kebijakan dividen reguler. Sebaliknya, belum ada dari mereka yang mencoba mengkaitkan struktur kepemilikan dengan kebijakan inisiasi dividen. Kaitan khusus antara struktur kepemilikan dan struktur modal dengan kebijakan inisiasi dividen sangat penting diuji, mengingat adanya ciri-ciri fundamental dari kebijakan inisiasi dividen, sebagaimana disebutkan sebelumnya, yang membedakannya dari kebijakan dividen reguler, sehingga implikasi struktur kepemilikan dan struktur modal terhadap kedua jenis kebijakan dividen tersebut bisa berbeda pula.

Atas dasar pokok-pokok pikiran di atas artikel ini dimaksudkan untuk menyajikan hasil-hasil penelitian dan pembahasannya dalam rangka mengkonfirmasi secara empiris bagian dari pertanyaan mendasar terkait dengan kebijakan inisiasi dividen di Indonesia yang terkesan kontroversif tersebut, yaitu *Apakah struktur kepemilikan (ownership structure)*

dan struktur modal (capital structure) berpengaruh terhadap kebijakan inisiasi dividen (dividend initiation policy) yang diambil oleh para manajer perusahaan go-public di Indonesia."

Artikel ini merupakan bagian dari disertasi penulis yang disusun berdasarkan hasil penelitian dalam rangka menguji model kebijakan inisiasi dividen di lingkungan perusahaan-perusahaan *go-public* di Indonesia dari perspektif *signaling theory* dan *agency theory*.

Jehnsen & Meckling (1976) menyatakan bahwa semakin tinggi struktur kepemilikan dikuasai oleh insiders (manajemen) atau semakin kecil yang dikuasai oleh pihak *outsiders* maka semakin berkurang *agency problems*, karena semakin selarasnya antara kepentingan manajemen dengan kepentingan pemilik yang sebagian besar adalah manajemen sendiri. Dalam hal demikian semakin kecil ketergantungan kepada dividen sebagai mekanisme *monitoring*. Di samping itu, kehadiran *largeblock shareholding* seperti *institutional shareholding* yang memiliki kapasitas *monitoring* yang lebih efektif dibanding pemegang saham kecil dan tersebar (*atomistic shereholder*), juga akan memperkecil peranan dividen sebagai *monitoring mechanism* (Easterbrook, 1984). Berdasarkan argumen-argumen teoritik tersebut dapat dirumuskan hipotesis pertama sebagai berikut.

"Struktur kepemilikan (*ownership structure*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan inisiasi dividen"

Terkait dengan variabel struktur modal, Sprenmann & Gantenbein (2001) antara lain mengemukakan bahwa semakin besar ketergantungan perusahaan terhadap dana eksternal seperti *long-term debt* semakin intensif pengawasan oleh penyedia dana eksternal tersebut (kreditur) terhadap kinerja manajemen dalam rangka mengamankan dana yang ditanamkan ke dalam perusahaan. Sementara *monitoring rationale/mechanism* dari Easterbrook (1984) menyatakan bahwa efektifitas dividen sebagai salah satu sarana *monitoring* bergantung kepada eksistensi sarana-sarana *monitoring* lainnya yang salah satunya adalah *monitoring* yang dilakukan oleh kreditur.

Berdasarkan kedua proposisi di atas bisa diargumentasikan bahwa mengingat semakin besar porsi modal perusahaan yang berasal dari kreditur (utang) semakin tinggi intensitas *monitoring* yang dilakukan

oleh pihak kreditur terhadap perilaku manajemen, maka hal ini memberikan kontribusi yang semakin besar pula terhadap pengendalian *agency problems* antara manajemen dengan pemegang saham, dan pada gilirannya, akan semakin kecil ketergantungan perusahaan kepada dividen sebagai sarana/ mekanisme monitoring.

Di samping itu, sisi lain dari *agency cost model* yang menjelaskan tentang *agency problems* yang timbul antara kreditor dan pemegang saham, mengindikasikan bahwa pembayaran dividen yang tinggi akan memperbesar beban tetap perusahaan sehingga menyebabkan utang lebih berisiko dan karenanya akan menurunkan nilai dari utang tersebut (Taranto, 2002). Cara yang bisa ditempuh oleh kreditor untuk melindungi dirinya adalah dengan membuat perjanjian utang (*debt covenant*) yang berisi pembatasan-pembatasan terhadap manajemen termasuk pembatasan kebijakan atas dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Atas dasar argumen-argumen teoritik di atas maka dapat dirumuskan hipotesis kedua sebagai berikut.

”Struktur modal (*Capital Structure*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan inisiasi dividen”.

METODE

Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan *go-public* yang tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ) menggunakan sampel yang diambil secara *purposive* berdasarkan kriteria yaitu perusahaan melakukan inisiasi dividen dalam rentang 1990 s/d 2002. Sampel tidak memasukkan perusahaan yang melakukan inisiasi dividen pada tahun 1995 s/d 1998, karena data dari periode ini terkait dengan periode terjadinya krisis ekonomi yang sangat tajam, yang dianggap oleh para ahli telah mengakibatkan kinerja perusahaan menjadi tidak normal. Setelah dikurangi dengan perusahaan-perusahaan yang tidak memiliki data *time series* yang konsisten dan perusahaan-perusahaan (kasus) yang memiliki data teridentifikasi sebagai *outlier*, diperoleh ukuran sampel final sebanyak 180 perusahaan. Pengujian model dalam penelitian ini dilakukan menggunakan teknik analisis data berupa *Structural Equation Model* (SEM) karena secara keseluruhan model yang diuji terdiri dari hubungan-hubungan struktural antar variabel konstruk dengan melibatkan multi indikator.

Variabel *Ownership Structure* dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan saham perusahaan pada periode ditetapkannya inisiasi dividen sebagaimana ditunjukkan pada komposisi pemilik saham. Variabel ini diukur menggunakan dua indikator, yaitu: *insiders' ownership* dan *institutional ownership*. *Insiders' Ownership* merupakan porsi atau persentase dari saham perusahaan yang dimiliki oleh orang dalam perusahaan atau manajemen terhadap total saham yang dikeluarkan oleh perusahaan (Rozeff, 1992 dan Mollah, *et al.*, 2000). Sedangkan *Institutional Ownership* merupakan porsi atau persentase dari saham perusahaan yang dimiliki oleh badan atau lembaga terhadap total saham yang dikeluarkan oleh perusahaan dan sekaligus juga mencerminkan *large block shareholding*.

Variabel *Capital Structure* didefinisikan sebagai komposisi modal perusahaan dilihat dari sumbernya khususnya yang menunjukkan porsi dari modal perusahaan yang berasal dari sumber utang (kreditur) dan sekaligus porsi modal yang berasal dari pemilik sendiri (*owners' equity*). Variabel struktur modal diukur menggunakan tiga indikator, yaitu *leverage*, *debt to equity*, dan *collateralizable assets*. *Leverage* mencerminkan penggunaan sumber dana yang berasal dari utang jangka panjang (modal asing) yang menimbulkan beban tetap bagi perusahaan, seperti beban bunga. Nilai dari indikator ini ditentukan menggunakan *long-term debt to total assets ratio* (Jain, *et al.*, 2003). Makin besar rasio ini makin tinggi sumber modal yang berasal dari utang serta semakin kecil yang berasal dari modal sendiri/pemilik dan sebaliknya. *Debt to Equity* merupakan rasio antara total utang (total debt) terhadap total ekuitas pemilik (*owners' equity*) dan mencerminkan porsi modal yang berasal dari utang relatif terhadap modal sendiri. Semakin tinggi rasio ini juga menunjukkan makin besar porsi modal yang dibiayai dari sumber utang/modal asing, dan sebaliknya. Sedangkan *collateralizable assets* merupakan bagian dari assets perusahaan yang bisa dijamin kepada pihak ketiga (kreditur) dan biasanya terdiri dari *fixed assets* perusahaan. *Fixed assets* merupakan bagian assets perusahaan yang dianggap bisa dijamin (*collateralizable*) terutama terhadap kreditur jangka panjang, sehingga semakin besar nilai dari jenis assets ini semakin besar kapasitas perusahaan untuk memperoleh/menggunakan sumber

dana yang berasal dari utang. Mollah, *et al.* (2000) menyatakan bahwa perusahaan dengan nilai *collateralizable assets (fixed assets)* yang besar cenderung memanfaatkannya untuk memperoleh pinjaman/utang yang besar pula, karena itu mereka menganggap bahwa jenis asset ini juga mengindikasikan struktur modal perusahaan.

Variabel *Dividend Initiation Policy* (kebijakan inisiasi dividen) didefinisikan sebagai kebijakan yang terkait dengan penetapan besarnya *payout* atas dividen pertama (*initial dividend payout*). Sebagaimana dividen reguler, besarnya dividen pertama yang ditetapkan oleh perusahaan juga diukur menggunakan tiga indikator, yaitu *dividend payout ratio*, *dividend yield*, dan *dividend per share*. *Dividend Payout Ratio*, merupakan rasio dari *dividend per share* terhadap *earning per share*, merefleksikan berapa bagian dari *earning* yang tersedia bagi pemegang saham biasa yang didistribusikan sebagai dividen, dengan demikian indikator ini mengindikasikan besarnya dividen yang dibayarkan oleh perusahaan relatif terhadap besarnya *earning* perusahaan (Rozeff, 1992 dan Mollah, *et al.*, 2000). *Dividend Yield* merupakan rasio dari *dividend per share terhadap share price* dan merefleksikan berapa tingkat pendapatan/yield berupa dividen yang diperoleh dari investasi terhadap per lembar saham perusahaan. Indikator ini mengindikasikan besarnya dividen yang didistribusikan kepada pemegang saham relatif terhadap harga pasar saham perusahaan (Barclay, *et al.*, 1995 dan Sprenman & Gantenbein, 2001). Sedangkan *Dividend per Share* merupakan nilai dividen yang ditetapkan untuk tiap lembar saham biasa dan sekaligus mengindikasikan besarnya dividen yang diperoleh oleh setiap lembar saham perusahaan.

HASIL

Sebagaimana disebutkan sebelumnya, secara keseluruhan analisis data yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah *Structural Equation Model (SEM)*. Hasil pengujian final terhadap tingkat kecocokan (*goodness of fit*) model menyeluruh (*overall model*) yang mencakup model struktural dan model pengukuran guna mengetahui seberapa besar akurasi

model yang diestimasi menggunakan sampel mampu memprediksi karakteristik populasi yang diteliti, diperoleh hasil sebagaimana disajikan dalam tabel berikut.

Tabel 1 Goodness of Fit Model Akhir

Goodness of Fit	Hasil Analisis	Cut-off value	Kesimpulan
Chi Square	252,27 (p= 0,94)	Kecil (non-signif.)	Good fit
Chi Square/Df	1,04	< 2,0	Good fit
RMSEA	0,027	= 0,8	Good fit
GFI	0,92	= 0,9	Good fit
AGFI	0,88	= 0,9	Marginal
NFI	0,95	= 0,9	Good fit
CFI	0,99	= 0,9	Good fit

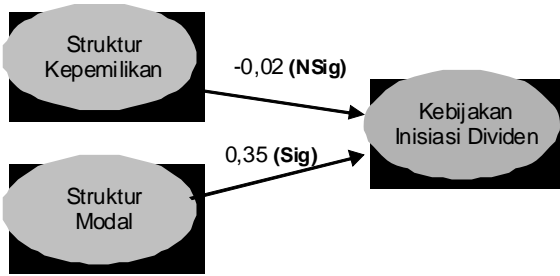
Semua ukuran *goodness of fit* dari model yang dihasilkan sebagaimana disajikan dalam tabel di atas telah memenuhi kriteria yang bisa diterima. Pengujian terhadap model pengukuran diperoleh hasil sebagaimana disajikan pada Tabel 2 berikut.

Tabel 2 Factor Loading dalam Model Pengukuran

No	Variabel Konstruk	Indikator	Factor Loading	t-value	Hasil
1	Struktur Kepemilikan	Insider holding (IH)	0,93	16,56	Sig.
		Institutional holding (INSTH)	0,57	11,16	Sig.
2	Struktur Modal	Leverage (LEV)	0,65	9,70	Sig.
		Debt to Equity (DE)	0,99	18,31	Sig.
		Collateralizable assets (CA)	0,94	16,85	Sig.
3	Kebijakan Inisiasi Dividen	Initial dividend payout ratio (IDPR)	0,37	5,57	Sig.
		Initial dividend yield (IDY)	1,00	20,67	Sig.
		Initial dividend per share (IDPS)	1,00	19,55	Sig.

Sebagaimana disajikan pada Tabel 2 di atas, semua indikator dari variabel konstruk yang menjadi fokus bahasan dalam artikel ini memiliki *factor loading* yang signifikan sehingga disimpulkan indikator-indikator yang digunakan umumnya telah mengukur dengan baik variabel-variabel konstruk tersebut. Atas dasar hasil pengujian *goodness of fit* atas model menyeluruh dan hasil pengujian atas model pengukuran sebagaimana dilaporkan di atas maka disimpulkan bahwa model yang diuji dalam penelitian ini secara keseluruhan dianggap merepresentasikan secara memadai seluruh hubungan kausal antar variabel yang diuji (Hair, 1998) dan dengan demikian layak digunakan lebih lanjut untuk kepentingan pengujian hipotesis.

Adapun hasil pengujian atas hipotesis yang menjadi fokus artikel ini yang merupakan ekstrak (cuplikan) dari model struktural menyeluruh yang diuji adalah sebagai berikut.



Gambar 1 Model Struktural

Pengujian terhadap pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan inisiasi dividen menghasilkan koefisien negatif $-0,02$. Walaupun arah hubungan (tanda koefisien) yang dihasilkan sesuai dengan prediksi teoritik yang ada namun koefisien tersebut tidak signifikan sehingga menghasilkan penolakan terhadap hipotesis yang menyatakan bahwa variabel *Ownership Structure* berpengaruh negatif terhadap *Dividend Initiation Policy*. Sebaliknya pengujian terhadap pengaruh struktur modal terhadap kebijakan inisiasi dividen menghasilkan koefisien positif $0,35$, dan signifikan. Namun demikian, arah hubungan (tanda koefisien) tersebut bertolak belakang dengan prediksi teoritik yang ada. Atas dasar ini maka struktur modal berpengaruh signifikan terhadap kebijakan inisiasi dividen namun dengan arah hubungan yang berbeda dengan argumen teori yang ada.

Tidak adanya bukti kuat tentang pengaruh dari struktur kepemilikan terhadap kebijakan inisiasi dividen memberikan indikasi bahwa perusahaan dengan struktur kepemilikan dengan porsi *insider's holding* dan *institutional holding* yang lebih tinggi tidak terbukti secara meyakinkan berdampak kepada pembayaran dividen yang lebih kecil karena keberadaan mereka dianggap mampu menekan *agency problem*, sesuai dengan argumen dari *agency cost model*, dan sebaliknya. Dengan demikian temuan penelitian ini tidak sejalan dengan logika teori dari *agency cost model* (Jehnsen & Meckling, 1976), khususnya yang berasal dari argumen *monitoring mechanism* dari Easterbrook (1984) dan bukti empiris yang dihasilkan oleh Rozeff (1992), Jehnsen, *et al.* (1992), Alli, *et al.* (1993), dan Mollah, *et al.* (2000). Argumen *monitoring mechanism* menyatakan bahwa efektifitas dividen sebagai sarana monitoring bergantung kepada sarana-sarana *monitoring* lainnya seperti struktur kepemilikan. Perusahaan dengan *insider's holding* dan *institutional*

holding yang tinggi memiliki kemampuan untuk menekan *agency problem* sehingga ketergantungan perusahaan kepada dividen sebagai sarana monitoring dalam rangka memperkecil *agency problem* menjadi semakin kecil.

Dimungkinkan temuan ini terkait dengan karakteristik unik dari struktur kepemilikan dari perusahaan-perusahaan publik di Indonesia sebagaimana disebutkan sebelumnya. *Pertama*, *outsider's holding* sebagian besar didominasi oleh *institutional holding* yang dalam kenyataannya terdiri dari perusahaan-perusahaan *holding company* yang saling berafiliasi bahkan para pemegang saham dari perusahaan-perusahaan *holding company* tersebut masih memiliki hubungan keluarga bahkan dengan pihak manajemen perusahaan (Sudarma, 2004). Sebagaimana ditunjukkan dalam Tabel 1 rata-rata kepemilikan saham perusahaan oleh lembaga ini kurang lebih adalah 50% dan perusahaan dengan porsi *institutional holding* tertinggi mencapai 96,67%. *Kedua*, porsi kepemilikan saham dari unsur publik relatif sangat kecil, data yang ada menunjukkan yaitu rata-rata hanya 20% sehingga praktis dianggap tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan manajemen.

Dengan struktur kepemilikan oleh pihak luar perusahaan yang demikian menunjukkan bahwa mayoritas kepemilikan luar didominasi oleh pihak-pihak yang tidak independen (berafiliasi satu sama lain). Akibat dari fenomena ini, institusi (perusahaan/lembaga) pemegang saham yang merefleksikan pemegang saham luar, tidak memiliki arti yang signifikan, dalam arti walaupun mereka sangat dominan namun karena mereka tidak independen satu sama lain termasuk dengan manajemen, maka pada hakekatnya mereka satu. Keadaan ini menyebabkan potensi *agency problem* antara pihak manajemen dengan pemegang saham menjadi tidak signifikan sehingga mekanisme monitoring sebagaimana diargumentasikan oleh Easterbrook (1984) tidak berjalan sebagaimana mestinya, yang pada gilirannya menyebabkan struktur kepemilikan, dari sisi *agency cost model*, tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Di sisi lain, penelitian ini menghasilkan temuan tentang adanya pengaruh positif signifikan dari struktur modal terhadap kebijakan inisiasi dividen. Sementara hipotesis mengindikasikan adanya pengaruh

negatif di antara kedua variabel tersebut. Logika hubungan negatif tersebut dikembangkan berdasarkan eksplanasi dari *agency cost model*, khususnya yang diargumentasikan dalam proposisi *monitoring mechanism* dari Easterbrook (1984), Rozeff (1992), Taranto (2002), dan Noronha (1996) yang juga didukung oleh temuan dari Baker, *et al.* (2001), Sharma (2001), dan Jain, *et al.* (2003).

Argumen tersebut secara ringkas menyatakan semakin besar ketergantungan perusahaan terhadap dana eksternal seperti *long-term debt* semakin intensif pengawasan oleh penyedia dana eksternal tersebut (kreditur) terhadap kinerja manajemen sehingga memperkecil potensi *agency problem* antara manajemen dengan pemegang saham. Dengan semakin kecilnya *agency problem* tersebut maka ketergantungan perusahaan kepada dividen sebagai sarana *monitoring* menjadi semakin kecil.

Argumen lain yang mengarah kepada hubungan negatif kedua variabel adalah bahwa pembayaran dividen yang tinggi akan memperbesar beban tetap perusahaan sehingga menyebabkan utang lebih berisiko dan karenanya akan menurunkan nilai dari utang tersebut (Taranto, 2002 dan Noronha, 1996). Untuk melindungi dirinya kreditur akan membuat perjanjian utang (*debt covenant*) yang berisi pembatasan-pembatasan terhadap manajemen termasuk pembatasan kebijakan atas dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham.

Temuan tentang adanya pengaruh positif signifikan struktur modal terhadap kebijakan inisiasi dividen ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan porsi utang yang lebih besar dalam struktur modal mereka akan membayar dividen pertama yang lebih besar dibanding perusahaan dengan porsi utang yang lebih kecil dalam struktur modalnya, dan sebaliknya. Dengan demikian, logika teori yang dikemukakan dalam pengembangan hipotesis terutama dari Easterbrook (1984), Rozeff (1992), Taranto (2002), dan Noronha (1996) di atas adalah tidak terbukti, karena mereka memprediksikan hubungan negatif. Temuan ini, menawarkan fenomena yang berbeda dengan logika teori yang selama ini berkembang sebagaimana disebutkan di atas. Terbukti bahwa struktur modal yang tinggi yang mengindikasikan makin besarnya porsi pendanaan yang berasal dari

sumber utang, justru berdampak kepada semakin besarnya dividen pertama.

Temuan ini juga bertolak belakang dengan argumen lainnya yang mendukung hubungan negatif antara kedua variabel. Sprenmann & Gantenbein (2001) menyatakan bahwa jika perusahaan memiliki tingkat *financial leverage* yang relatif tinggi, maka berarti ketergantungan perusahaan pada dana eksternal (utang) relatif tinggi. Oleh karena itu, perusahaan akan membayar dividen lebih rendah untuk menghindari kebutuhan dana eksternal lebih lanjut yang akan berakibat pada semakin tingginya risiko perusahaan menghadapi *financial distress*. Namun argumen ini tidak berhasil dibuktikan dalam penelitiannya, karena mereka justru menemukan hubungan positif signifikan antara leverage dengan kebijakan dividen perusahaan, arah hubungan yang bertolak belakang dengan hipotesisnya.

Dengan tidak terbuktinya keberlakuan argumen tersebut dalam konteks perusahaan-perusahaan di Indonesia, bisa diinterpretasikan bahwa para manajer dari perusahaan-perusahaan *go-public* di Indonesia relatif tidak mengindahkan potensi risiko *financial distress* akibat tingginya *financial leverage*. Tendensi perilaku manajer demikian diindikasikan pula melalui bukti lainnya yang menunjukkan bahwa rata-rata rasio leverage dari perusahaan-perusahaan sampel, khususnya pada periode inisiasi dividen, adalah 0,453. Ini berarti kurang lebih 45,3% atau hampir separuh dari total asset perusahaan dibiayai dari sumber utang. Namun berdasarkan data yang ada tidak sedikit jumlah perusahaan yang memiliki rasio *leverage* di atas 50%, artinya sebagian besar dari asset perusahaan bersumber dari dana utang. Bahkan perusahaan dengan rasio *leverage* tertinggi mencapai 0,96 atau 96% yang berarti hampir seluruhnya asset perusahaan dibiayai hanya dari sumber utang. Tingginya rasio *leverage* di lingkungan perusahaan-perusahaan *go-public* di Indonesia menunjukkan tingginya risiko yang sebenarnya mereka hadapi terutama risiko terhadap terjadinya kesulitan finansial (*financial distress*).

PEMBAHASAN

Ada beberapa alternatif yang bisa digunakan untuk menginterpretasikan terdapatnya hubungan

positif signifikan antara *capital structure* dengan *dividend initiation policy* yang tidak sesuai dengan prediksi teori ini. Pertama, sebagaimana dimaklumi bahwa pemanfaatan dana dari sumber utang yang rasional akan meningkatkan efektifitas *financial leverage*. Salah satu model klasik yang digunakan sebagai kriteria untuk membenarkan penggunaan dana dari sumber utang adalah jika *earning power* (profitabilitas) perusahaan lebih tinggi dibanding *cost of capital* dari utang, maka semakin tinggi pembiayaan yang berasal dari utang akan semakin tinggi pula profitabilitas modal pemilik sebagaimana diindikasikan dengan adanya peningkatan *earning per share* (EPS) dari saham perusahaan (Scott, *et al.*, 1999).

Berdasarkan pemikiran tersebut maka diprediksikan bahwa perusahaan yang memiliki *capital structure* atau *financial leverage* lebih tinggi akan bersedia membayar dividen pertama lebih besar karena memiliki prospek profitabilitas lebih tinggi dibanding perusahaan dengan *capital structure* yang lebih rendah. Namun demikian, jika dilihat dari korelasi yang dihasilkan dalam analisis data antara variabel *capital structure* dengan variabel *current performance* dan *prospective performance* (keduanya variabel kinerja perusahaan) yang menunjukkan korelasi negatif, membuktikan skenario penjelasan yang pertama ini menjadi tidak terbukti. Dengan arah korelasi demikian menunjukkan bahwa perusahaan dengan leverage tinggi tidak terbukti memiliki prospek profitabilitas yang lebih tinggi dibanding perusahaan yang sebaliknya.

Penjelasan alternatif yang kedua adalah dengan melihat peranan yang mungkin diberikan oleh keberadaan *collateralizable assets* (asset perusahaan yang bisa dijaminkan) berupa asset-asset tetap (*fixed assets*). Mollah, *et al.* (2000) berargumen bahwa perusahaan dengan *collateralizable assets* yang tinggi memiliki *agency problem* yang kecil antara manajemen dengan pihak kreditor, karena dengan *collateralizable assets* yang tinggi mereka lebih terjamin dan tidak perlu pembatasan yang lebih ketat terhadap kebijakan dividen perusahaan sehingga perusahaan bisa membayarkan dividen lebih besar. Interpretasi ini mungkin yang menjadi pemicu mengapa argumen dari Sprenmann & Gantenbein (2001), Easterbrook (1984), dan Taranto (2002) sebagaimana disebutkan di atas tidak terbukti.

Dalam konteks pasar modal di Indonesia, penjelasan di atas mungkin bisa dimaknai sebagai suatu indikasi yang memperkuat anggapan tentang perilaku perusahaan-perusahaan pembiayaan (kreditor) terutama lembaga perbankan. Perusahaan-perusahaan pembiayaan ini tampaknya cenderung lebih mengutamakan aspek agunan berupa harta jaminan (*collateralizable assets*) ketimbang bentuk-bentuk pengawasan atau sarana monitoring yang lain, misalnya pembatasan-pembatasan dalam bentuk *debt covenant* (perjanjian kredit) dan jaminan berupa kelayakan usaha, dalam rangka memperkecil risiko kredit. Ada kesan bahwa agunan terutama berupa harta benda tak bergerak merupakan segalanya dari kreditor dalam melindungi dirinya dari risiko. Hal ini sepiantas memang terkesan rasional dari perspektif kreditor karena cara tersebut dianggap paling praktis, murah, dan aman.

Dengan adanya gejala perilaku kreditor seperti di atas, yang pada intinya menunjukkan bahwa ketika kreditor sudah memperoleh jaminan berupa *collateralizable asset* dalam bentuk *fixed assets*, maka ia menganggap tidak perlu lagi secara intensif melakukan pembatasan-pembatasan dalam rangka monitoring perilaku manajemen, maka besarnya dana utang dalam struktur modal perusahaan tidak menyebabkan adanya pembatasan terhadap dividen sebagaimana diprediksi oleh teori dari *agency cost model*.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Di lingkungan perusahaan *go-public* di Indonesia, variabel *ownership structure* terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend initiation policy*. Keunikan struktur kepemilikan di lingkungan perusahaan-perusahaan *go-public* di Indonesia yang umumnya didominasi oleh *institutional holding* yang tidak independen dengan pihak manajemen, diduga menjadi pemicu utama temuan tersebut. *Institutional holding* ini umumnya terdiri dari *holding companies* yang merupakan perusahaan-perusahaan keluarga di mana manajemen merupakan bagian di dalamnya. Independensi antara *institutional holding* sebagai pemegang saham mayoritas dengan manajemen menyebabkan potensi *agency problem* relatif tidak signifikan karena mereka pada hakekatnya

satu. Keadaan ini menyebabkan mekanisme monitoring sebagaimana diargumentasikan oleh Easterbrook (1984) dalam *agency cost model* tidak berjalan sebagaimana mestinya.

Sebaliknya penelitian ini membuktikan adanya pengaruh positif signifikan variabel struktur modal terhadap kebijakan inisiasi dividen walaupun dengan arah hubungan (positif) yang juga bertolak belakang dengan prediksi *agency cost model* khususnya *monitoring mechanism/rationale of dividend* dari Easterbrook (1984). Temuan ini juga menawarkan keunikan yang mengindikasikan bahwa keberadaan kreditur selaku pemilik dana utang di lingkungan perusahaan-perusahaan *go-public* di Indonesia tidak memberikan kontribusi yang signifikan pada upaya monitoring terhadap manajemen dalam rangka menekan *agency problem*. Diduga para kreditur sudah cukup merasa aman dengan *collateralizable assets* yang dimiliki perusahaan sehingga mereka tidak perlu melakukan tindakan-tindakan *monitoring* atau *bonding* yang signifikan termasuk di dalamnya pembatasan dividen.

Saran

Akhirnya hasil penelitian ini memberikan klarifikasi tentang keberlakuan *agency cost model* dalam kebijakan dividen khususnya di lingkungan perusahaan-perusahaan *go-public* di Indonesia. Pada prinsipnya *model* yang dikembangkan oleh Jehnsen & Meckling (1976) tersebut menyatakan bahwa dividen berfungsi sebagai salah satu sarana monitoring terhadap perilaku manajemen. Namun sebagaimana diargumentasikan oleh Easterbrook (1984) dalam *monitoring mechanism/rationale* bahwa efektivitas dividen sebagai sarana *monitoring* bergantung pada keberadaan sarana-sarana monitoring lainnya seperti struktur kepemilikan (*insider holding, institutional holding*) dan struktur modal yang mencerminkan peranan kreditur atau unsur utang dalam modal perusahaan. Temuan dari penelitian ini telah mengungkapkan keunikan dari perilaku para pelaku pasar modal di Indonesia dari perspektif *agency cost model* sehingga eksplanasi prediktif dari model tersebut tidak berlaku sepenuhnya. Temuan ini juga sekaligus memperkuat argumen ekstrim dari Frankfurter & Wood (1997), bahwa tidak ada satu

model kebijakan dividen yang berlaku untuk semua konteks.

DAFTAR RUJUKAN

- Alli, A., and Madura, J. 1996. Dividend Policy and Corporate Performance, *Journal of Business Finance and Accounting* 23, 1267–1287.
- Baker, H.K., Veit, E.T., and Powell, G.E. 2001. Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms, *The Financial Review* 38:19–38.
- Barclay, M.J., Smith, C.W., and Watts, R.L. 1995. The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies, *Journal of Applied Corporate Finance* 7:4–19.
- Beiner, S. 2001. Theories and Determinants of Dividend Policy, *Financial Management* 24:51–81.
- Bullan, L., Subramanian, N., and Tanlu, L. 2003. On the Timing of Dividend Initiation, *Journal of Finance* 31: 293–312.
- Caffrey, H. 2000. Dividend Announcements Effects in Initial Public Offerings, *Applied Financial Economics* 10, (5): 533–542.
- Dhaliwal, D., Li, O.Z., and Trezevant, R. 2003. Test of the Influence of a Firm's Post-IPO Age on the Decisions to Initiate a Cash Dividend, *Journal of Economics and Literature* 20, Summer: 55–87.
- Easterbrook, F. 1984. Two Agency Cost Explanations of Dividend, *American Economic Review*, 74:650–659.
- Frankfurter, G. M., and Wood, B.G. 1994. Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests, *Journal of Financial Education* 23:16–32.
- Howe, J.S., and Yang-pin Shen, Y. 1998. Information Associated with Dividend Initiation: Firm-Specific or Industry-Wide? *Financial Management* 27, Autumn (3):17–26.
- Jain, B.A., Shekhar, C., and Torbey, V. 2003. Determinants of Dividend Initiation by IPO Issuing Firm, *Journal of Banking and Finance* 23:1–31.
- Jehnsen, M.C., and Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm: Managerial behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3: 305–360.
- Jones, C.P. 2000. *Investments: Analysis and Management*, (Sixth Edition). New York: John Wiley & Sons.
- Mollah, A.S., Keasey, K., and Short, H. 2000. The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in Emerging Market: Evidence from the Dhaka Stock Exchange, *The Financial Review*, November: 523–547.
- Noronha, G.M., Shome, D.K., and Morgan, G.E. 1996. The Monitoring Rationale for Dividends and the Interaction of Capital structure and Dividend Decisions, *Journal of Banking and Finance* 20:439–454.

- Rozeff, M. 1992. *How Companies Set Their Dividend Payout Ratio*. Di Dalam Stern, J.M. dan Chew, D.H. *The Revolution in Corporate Finance*. Blackwell Publishers. Oxford.
- Scott, David F., John D. Martin; dan Artgur J. Keown. 1999. *Basic Financial Management*, (Eight Edition) Englewood Clife, N.J.: Prentice Hall International, Inc.
- Sharma, S. 2001. Do Dividend Initiation Signal Prosperity? *Journal of Finance* 51:1–36.
- Sprenman, K.D., and Gantenbein, P. 2001. Theories and Determinants of Dividend Policy, *Financial Management* 24:51–81.
- Stern, J.M., and Chew, D.H. 1992. *The Revolution of Corporate Finance*. Blackwell Publishers. Cambridge.
- Sudarma, M. 2004. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan*. Disertasi tidak dipublikasikan. Program Pasca Sarjana – Universitas Brawijaya. Malang
- Taranto, M. A. 2002. Capital Structure and Market Reaction to Dividend Initiation, *Journal of Financial Economics* 5: 187–192.