

Studi Kebijakan Deviden: Anteseden dan Dampaknya Terhadap Harga Saham

Werner R. Murhadi

Fakultas Ekonomi, Jurusan Manajemen, Universitas Surabaya

Jl. Raya Kalirungkut, Surabaya

E-mail: werner@ubaya.ac.id

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji teori signaling deviden pada kondisi pasar modal di Indonesia. Teori signalling menyatakan bahwa kebijakan deviden memiliki kandungan informasi, sehingga hal ini dapat berpengaruh terhadap harga saham. Pengujian teori signalling ini berkaitan dengan fenomena penelitian di manca negara yang menunjukkan bahwa secara persentase terjadi penurunan perusahaan yang membayarkan deviden. Penelitian ini juga melakukan pengujian teori keagenan. Dalam penelitian ini teori keagenan dipergunakan untuk menguji pengaruh: (1) Aliran Kas Bebas terhadap harga saham, (2) Struktur Kepemilikan terhadap harga saham, dan (3) Struktur kepemilikan terhadap kebijakan deviden. Penelitian ini juga menguji teori daur hidup, dengan melihat pengaruh tahapan daur hidup perusahaan terhadap kebijakan deviden. Perusahaan yang masuk dalam tahap pertumbuhan cenderung untuk tidak membagikan deviden, dibandingkan dengan perusahaan pada tahapan matang. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan menggunakan metode *path analysis*. Penelitian ini menggunakan sampel berupa perusahaan yang membagikan deviden untuk periode 1995-2005 yang terdaftar di PT Bursa Efek Jakarta. Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebesar 1052 tahun observasi. Dalam penelitian ini juga dilakukan uji sensitifitas dengan memperlebar waktu even dari 1 hari pada model utama, menjadi 5 dan 10 hari. Selain itu uji sensitifitas juga dilakukan dengan mengganti pendekatan *market model* menjadi *mean adjusted model* dalam menentukan *expected return*. Temuan penelitian menunjukkan bahwa teori signalling masih relevan dalam mempengaruhi pergerakan harga saham. Selain itu, temuan penelitian juga menunjukkan dukungan pada teori keagenan yang dikemukakan Jensen dalam melihat pengaruh aliran kas bebas terhadap harga saham. Untuk pengaruh struktur kepemilikan terhadap harga saham, ditemukan hasil yang mendukung argumen *entrenchment*. Sedangkan pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan deviden ditemukan hasil yang tidak mendukung teori keagenan. Teori daur hidup dalam penelitian ini diperoleh hasil yang menkonfirmasi penelitian sebelumnya, dimana terdapat pengaruh tahapan daur hidup perusahaan terhadap kebijakan deviden.

Kata kunci: *signaling theory, agency theory, life cycle theory.*

ABSTRACT

This research aims to test dividend signaling theory in an Indonesian capital market. Signaling theory states that dividend policy has information content that can influence to share price. Examination of theory of signaling is related to research phenomena in other countries indicating that by percentage there is degradation of company which is pay dividend and there even exist mentioning this as phenomenon of disappearing dividend. Examination of theory of signaling is also related to the research result showing the existence or inexistence of the influence of dividend policy to share price. Besides, in this research is also conducted by examination of agency theory. This research of agency theory tests the influence of: (1) Free Cash Flow to share price, (2) Structure of Ownership to share price, and (3) Structure of ownership to dividend policy. This research also tests life cycle theory, seen influence of cycle of company life to dividend policy. Companies which enter in growth phase tend not to pay a lot of dividend, compared to company at matured step. This research use quantitative approach by using method of path analysis. This research use samples in the form of company allocating dividend for period 1995-2005 which listed on PT Jakarta Stock Exchange. Final samples which are utilized in this research are equal to 1052 year observation. This research also tests sensitivity, widened time of even from 1 day at especial model, becoming 5 and 10 day. Besides test of sensitivity is also conducted changed approach of market model become mean adjusted model in determining expected return. Research finding indicates that signaling theory still relevant in influencing movement of share price. Besides, research finding also supports agency theory told by Jensen in seeing influence of free cash flow to share price. For the influence of structure of ownership to share price, the result supports entrenchment argument. While influence of structure of ownership to dividend policy found by result which do not support agency theory. Life Cycle theory in this research is obtained by result which is research confirmation before all, where there are influence of cycle step of company life to dividend policy.

Keywords: *signaling theory, agency theory, life cycle theory.*

PENDAHULUAN

Pengumuman pembagian deviden oleh suatu perusahaan, merupakan *signal* bagi pemegang saham. Pada dasarnya antara manajer dengan pemegang saham memiliki informasi yang berbeda, dimana manajer lebih memiliki informasi yang lengkap daripada pemegang saham. Pemegang saham akan menginterpretasikan peningkatan pembayaran deviden oleh perusahaan, sebagai *signal* bahwa pihak manajemen memiliki prediksi arus kas yang tinggi dimasa yang akan datang (Black, 1976). Sebaliknya, penurunan pembayaran deviden diinterpretasikan sebagai antisipasi manajer terhadap terbatasnya arus kas dimasa yang akan datang. Lintner (1956) mengemukakan pandangan bahwa perusahaan meningkatkan pembayaran deviden hanya bila manajer yakin bahwa pembayaran deviden yang tinggi tersebut mampu dipertahankan dimasa yang akan datang. Penelitian ini dilanjutkan oleh Fama & Blasiak (1968) menunjukkan dukungan terhadap model yang dikembangkan oleh Lintner. Bhattacharya (1979) dan Miller & Rock (1985) memprediksi bahwa pengumuman pembayaran deviden mengandung informasi tentang kondisi arus kas yang ada di perusahaan baik untuk saat ini maupun yang akan datang (Allen dan Michaely, 2002).

Penelitian yang membahas hubungan langsung antara deviden dan harga saham telah banyak dilakukan, namun hasilnya masih ambigu (Jensen dan Smith, 1984). Miller dan Modigliani (1961) selanjutnya disebut MM- mengemukakan bahwa dengan asumsi pasar sempurna, perilaku rasional dan kepastian yang sempurna, menemukan hubungan bahwa nilai perusahaan dan kebijakan deviden saat ini adalah tidak relevan. Penelitian MM mengabaikan fakta bahwa terdapat informasi yang tidak sama antara para pihak yang melakukan transaksi. Pada kenyataannya, terdapat *informational asymmetry*, dimana pihak yang melakukan penjualan memiliki informasi yang lebih banyak mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan pihak calon investor. Terdapatnya informasi yang berbeda tersebut, akan mendorong peran deviden sebagai *signal* bagi pihak luar (Dong, Robinson dan Veld, 2005). Tidak terdapatnya pengaruh signifikan dari deviden juga dikemukakan oleh Black dan Scholes (1974). Sementara itu, Litzenberger dan Ramaswamy (1979) dalam penelitiannya dengan memasukkan unsur pajak menemukan bahwa deviden memiliki pengaruh negatif terhadap perubahan harga saham, hal ini disebabkan karena pajak atas deviden lebih tinggi dari pada pajak yang dikenakan atas *capital gain*, dan pajak atas *capital gain* hanya direalisasikan ketika terjadi transaksi

(Brigham dan Daves, 2002). Bajaj dan Viji (1990) menyatakan bahwa dampak perubahan deviden terhadap harga saham adalah besar dan dampak dari *dividend yield* adalah kuat pada perusahaan kecil. Pada sisi lain, Amihud dan Li (2002) menyatakan adanya kecenderungan di Amerika dimana terjadi penurunan reaksi dari harga saham terhadap pengumuman pembayaran deviden sejak pertengahan tahun 1978. Hal ini mengindikasikan bahwa kebijakan deviden semakin berkurang kandungan informasinya sehingga disebut sebagai *Disappearing Dividend*. Kontroversi ini sebenarnya bermula pada pertanyaan apakah kebijakan pembayaran deviden sesungguhnya memiliki kandungan informasi terhadap harga saham perusahaan? Apabila kebijakan pembayaran deviden benar memiliki kandungan informasi, apakah investor hanya mempertimbangan faktor deviden saja atau kebijakan deviden dilihat sebagai bagian yang tidak terlepas dari kebijakan umum badan usaha? Easterbrook (1984) menyatakan bahwa sulit untuk menjelaskan pengaruh kebijakan deviden terhadap perubahan harga saham secara terisolasi.

Dalam penelitian ini lebih lanjut dibahas anteseiden dari kebijakan deviden dan dampaknya terhadap harga saham. Selain deviden, untuk meneliti faktor lain yang berpengaruh terhadap harga saham antara lain adalah set kesempatan investasi (Miller dan Modigliani, 1961; Myers, 1977; Lang dan Litzenberger, 1989; Howe, He dan Kao, 1992; dan Kaestner dan Liu, 1998); aliran kas bebas (Jensen, 1986; Lang, Stultz dan Walkling, 1991; Myers dan Majluf, 1984; McCabe dan Yook, 1997; dan Yudianti, 2005); Struktur Kepemilikan (Jensen dan Meckling, 1976; dan Morck, Shleifer dan Vishny, 1988); tahapan daur hidup perusahaan (Anthony dan Ramesh, 1992). Sedangkan anteseiden kebijakan deviden diambil dari beberapa penelitian terdahulu seperti tahapan daur hidup perusahaan (Senchack dan Lee, 1980; Fama dan French, 2001; dan De Angelo, De Angelo dan Stulz, 2006); struktur kepemilikan (Megginson, 1997; Han, Lee dan Suk, 1999; Short, Zhang dan Keasey, 2002; Grinstein dan Michaely, 2003; serta Thomsen, 2004); set kesempatan investasi (Megginson, 1997; Smith dan Watts, 1992; Gaver dan Gaver, 1993; dan Ho, Lam dan Sami, 2004); tingkat keketatan regulasi dalam industri Smith dan Watts (1992); serta ketersediaan aliran kas bebas yang ada di dalam perusahaan (Kallapur, 1994).

Berdasarkan latar belakang masalah, maka dapat dirangkum sepuluh permasalahan yang akan diuji secara empiris dalam penelitian ini, yaitu: 1) Apakah deviden berpengaruh terhadap perubahan harga saham perusahaan?; 2) Apakah Set Kesempatan Investasi berpengaruh terhadap perubahan harga

saham perusahaan?; 3) Apakah aliran kas bebas berpengaruh terhadap perubahan harga saham?; 4) Apakah struktur kepemilikan berpengaruh terhadap perubahan harga saham?; 5) Apakah tahapan daur hidup perusahaan berpengaruh terhadap perubahan harga saham? dan 6) Apakah tahapan daur hidup berpengaruh terhadap deviden, 7) Apakah struktur kepemilikan berpengaruh terhadap deviden, 8) Apakah set kesempatan investasi berpengaruh terhadap deviden, 9) Apakah regulasi dalam industri berpengaruh dalam deviden, dan 10) Apakah aliran kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan deviden?

KAJIAN TEORITIS

Hubungan positif antara kebijakan pembayaran deviden dan pergerakan harga saham telah didokumentasikan oleh beberapa peneliti. Studi klasik yang dilakukan oleh Lintner (1956) memperoleh hasil: 1) perusahaan lebih menekankan pembayaran deviden yang stabil; dan 2). *Earning* merupakan faktor penentu utama dalam kebijakan deviden. Penelitian dengan menggunakan model Lintner ditindaklanjuti oleh Fama dan Blahnik (1968) yang menemukan dukungan yang kuat atas model yang dikembangkan Lintner. Sementara Pettit (1972) menemukan bahwa perusahaan yang melakukan peningkatan pembayaran deviden akan mengalami peningkatan rata-rata *return* selama dua hari setelah dilakukannya pengumuman tersebut, begitu pula sebaliknya. Aharony dan Swary (1980) dengan menggunakan model ekspektasi *naïve* ($Exp.D_{j,q} = Act.D_{j,q-1}$) menemukan bahwa pengumuman peningkatan pembayaran deviden bersamaan dengan pengumuman *earning* triwulan memberikan informasi yang berguna sehingga terjadi peningkatan harga saham. Namun penelitian tersebut tidak menyebutkan informasi apa yang terkandung dalam pembayaran deviden. Brickley (1983) melakukan penelitian mengenai deviden baik yang regular maupun *special designated dividend* (SDD) dalam hubungannya dengan peningkatan kekayaan bagi pemegang saham, diperoleh hasil yang mendukung teori pensignalan dimana peningkatan pembayaran deviden mengandung informasi kepada pasar mengenai prospek deviden dan *earning* di masa yang akan datang. Penelitian ini juga menemukan bahwa deviden regular memiliki informasi yang lebih positif daripada pengumuman SDD. Bajaj dan Vijh (1990) dengan menggunakan sampel periode 1962-1987 menunjukkan bahwa tingkat hasil deviden memiliki pengaruh signifikan searah dengan pergerakan harga saham. Penelitian ini juga menemukan bahwa pengaruh tingkat hasil deviden terhadap harga saham

adalah kuat pada perusahaan dengan skala kecil. Hal ini disebabkan pasar relatif kurang memiliki informasi mengenai perusahaan dengan skala kecil, sehingga pengumuman pembayaran deviden merupakan informasi kunci bagi para pemegang saham.

Sementara itu, Amihud dan Li (2002) melakukan penelitian mengenai kandungan informasi yang ada dalam kebijakan pembayaran deviden. Penelitian ini menggunakan sample penelitian 16.189 perusahaan yang melakukan pembayaran deviden (14.911 mengalami kenaikan pembayaran deviden dan 1.278 mengalami penurunan deviden) dengan periode pengamatan 1962-2000, diperoleh kesimpulan bahwa terjadi fenomena *disappearing dividend* yang menunjukkan penurunan kandungan informasi yang ada dalam kebijakan pembayaran deviden. Penurunan kandungan informasi ini diprediksi merupakan akibat dari peningkatan kepemilikan institusi, dimana institusi memiliki informasi yang lebih baik daripada pemegang saham individu. Hal ini berdampak pada saat pengumuman deviden, informasi yang ada dalam pembayaran deviden telah tercermin dari harga saham yang ada di pasar. Sehingga kebijakan pembayaran deviden menjadi sangat mahal dan kurang mengandung informasi. Konsekuensinya adalah *disappearing dividend* merupakan hasil dari peningkatan kepemilikan institusi, atau dengan kata lain kepemilikan institusi yang tinggi akan mendorong pada kebijakan pembayaran deviden yang rendah. Deangelo, Deangelo dan Skinner (2002) melakukan penelitian untuk membuktikan apakah deviden sudah kurang informative/*disappearing dividend*. Hasil penelitian menunjukkan meskipun sedikit jumlah perusahaan yang melakukan pembayaran deviden, namun deviden sendiri tetap menarik perhatian dengan total deviden riil yang dibayarkan mengalami kenaikan 16,3% pada tahun 2000 bila dibandingkan dengan tahun 1978. Penelitian ini juga menemukan bahwa dengan berpedoman pada teori pensignalan, maka kebijakan deviden masih tetap memiliki kandungan informasi khususnya pada perusahaan skala kecil yang kurang terkenal dan jarang diulas di media masa. Skinner (2004) menemukan hasil bahwa saat ini kandungan informasi dalam pembayaran deviden semakin berkurang bila dibandingkan dengan awal abad 20. Skinner berargumen bahwa pada awal abad 20 manajer kurang memiliki sarana untuk mengkomunikasikan informasi yang ada dalam perusahaan selain melalui laporan keuangan. Dalam lingkungan seperti ini, maka kebijakan deviden dapat merupakan signal mengenai kondisi prospek perusahaan. Namun saat ini, dimana manajer hampir selalu mengkomunikasikan informasi yang ada pada perusahaan dengan menggunakan berbagai media berbasis teknologi

informasi maka kandungan informasi yang ada dalam kebijakan pembayaran deviden menjadi berkurang. Pada sisi lain, Brav.et.al. (2005) melakukan survey mengenai kebijakan pembayaran deviden pada abad 21. Survey dilakukan terhadap 384 eksekutif keuangan dan dilakukan *depth interview* dengan menanyakan 23 faktor yang menentukan dalam pembuatan kebijakan deviden. Beberapa diantara hasilnya menunjukkan bahwa: 1) Kebijakan deviden adalah konservatif dimana perusahaan menolak untuk melakukan pengurangan pembayaran deviden, dan 2) para eksekutif tetap percaya bahwa kebijakan pembayaran deviden memiliki kandungan informasi yang berguna bagi investor.

Kebijakan pembayaran deviden merupakan suatu kebijakan yang dengan biaya mahal, karena perusahaan harus menyediakan dana dalam jumlah besar untuk keperluan pembayaran deviden. Perusahaan umumnya menolak untuk mengurangi pembayaran deviden dan menganut kebijakan konservatif dengan pembayaran deviden yang stabil. Hanya perusahaan dengan tingkat kemampuan yang tinggi dan prospek ke depan yang cerah, yang mampu untuk membagikan deviden. Banyak perusahaan yang selalu mengkomunikasikan bahwa perusahaannya memiliki prospek ke depan yang cerah dan tidak menghadapi masalah keuangan. Namun, Perusahaan yang kurang prospektif dan menghadapi masalah keuangan sudah tentu akan kesulitan untuk membayar deviden. Hal ini berdampak pada perusahaan yang membagikan deviden, memberikan tanda pada pasar bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek ke depan yang cerah dan mampu untuk mempertahankan tingkat kebijakan deviden yang telah ditetapkan pada periode sebelumnya. Perusahaan dengan prospek ke depan yang cerah, akan memiliki harga saham yang semakin tinggi. Berdasarkan pada pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H₁: Kebijakan pembayaran deviden berpengaruh positif terhadap harga saham

Perusahaan dengan kesempatan investasi yang besar mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek ke depan yang cerah, sehingga akan berdampak positif pada harga saham. Hal ini sebagaimana yang dikemukakan MM (1961) bahwa perubahan harga saham lebih ditentukan oleh kemampuan untuk menghasilkan *earning* dan kesempatan investasi yang tinggi. Sementara itu Myers (1977) mendeskripsikan bahwa nilai pasar perusahaan saat ini merupakan kombinasi dari aset yang ada saat ini ditambah dengan kesempatan tumbuh di masa yang akan datang. Myers

menyatakan bahwa semakin besar proporsi dari nilai perusahaan yang ditunjukkan dengan kesempatan investasi yang besar, maka semakin besar pula nilai ekuitas perusahaan (Linn dan Park, 2005). Kaestner dan Liu (1998) menemukan bahwa set kesempatan investasi yang ada bagi perusahaan merupakan faktor utama yang menentukan pergerakan harga saham. Penelitian lain dilakukan oleh Chen et.al. (2000) menunjukkan bahwa perusahaan dengan set kesempatan investasi yang tinggi memiliki respon positif yang signifikan terhadap harga saham, Sedangkan perusahaan dengan set kesempatan investasi yang rendah memiliki respon negatif terhadap harga saham. Perusahaan didirikan dengan prinsip *going concern*, dimana diharapkan perusahaan dapat hidup dan berkembang selamanya. Untuk dapat hidup dan berkembang maka hal ini tidak terlepas dari kondisi lingkungan yang ada disekitar perusahaan. Lingkungan yang kondusif yang memberikan kesempatan investasi yang tinggi, dapat dimanfaatkan perusahaan untuk mengembangkan usahanya. Perusahaan yang berkembang, akan direfleksikan dari peningkatan harga saham perusahaan tersebut. Sehingga perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi, akan memiliki prospek ke depan yang cerah, dan akan berpengaruh pada peningkatan harga saham perusahaan tersebut. Berdasarkan pada pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H₂: Set kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap harga saham

Jensen (1986) berargumen bahwa manajer pada perusahaan publik memiliki insentif untuk melakukan ekspansi perusahaan melebihi ukuran optimal, meskipun ekspansi tersebut dilakukan pada proyek yang memiliki *net present value* –selanjutnya disebut NPV- negatif. Kondisi *overinvestment* ini dilakukan dengan menggunakan dana internal yang dihasilkan oleh perusahaan dalam bentuk *free cash flow* atau aliran kas bebas. Masalah aliran kas bebas merujuk pada aktivitas manajer yang lebih melakukan investasi (meskipun NPV negatif) dari pada membaginya dalam bentuk dividen. Jensen menyatakan bahwa kecenderungan tindakan manajer untuk menggunakan aliran kas bebas dalam aktivitas *overinvestment* didasarkan pada pemikiran sebagai berikut (Kallapur, 1994): 1) *cash retention* memberikan manajer suatu kewenangan bahwa manajer akan rugi bila perusahaan sering kali melakukan penerbitan saham kepada pasar dalam rangka membiayai investasinya; 2) meningkatnya ukuran perusahaan akan mendorong *prestige* dan gaji bagi manajer; dan 3) kecenderungan perusahaan untuk memberikan

reward kepada manajer level menengah dalam bentuk promosi jabatan daripada bonus uang, sehingga akan terjadi bias pada pertumbuhan perusahaan. Secara alami, semakin banyak aliran kas bebas yang dimiliki dan sementara itu kesempatan bertumbuhnya relatif kecil, hal ini akan mendorong peningkatan masalah aliran kas bebas (Michaely dan Robert, 2006). Sementara itu, Myers dan Majluf (1984) mengembangkan kerangka pemikiran untuk mengetahui hubungan antara pembiayaan dan investasi dalam kondisi perusahaan memiliki informasi yang lebih baik daripada investor. Berdasarkan pada pemikiran bahwa penerbitan saham baru merupakan opsi dengan biaya termahal, maka perusahaan dengan aliran kas bebas yang ada padanya dapat membangun *financial slack* dengan membatasi deviden yang dibayarkan untuk memanfaatkan kesempatan investasi yang ada. Kas tersebut dapat disimpan dalam bentuk *marketable securities*. *Financial slack* tersebut dapat dipergunakan untuk mengambil kesempatan investasi pada proyek yang memberikan NPV positif. Hal ini akan berdampak juga pada peningkatan harga saham.

Penelitian yang dilakukan Lang, Stulz dan Walkling (1991) selanjutnya disebut LSW- melakukan test terhadap teori aliran kas bebas yang dikemukakan oleh Jensen. Hasil penelitian menunjukkan dukungan terhadap teori aliran kas bebas yang dikemukakan Jensen (1986) dimana perusahaan dengan aliran kas bebas yang banyak akan cenderung untuk memperbesar perusahaan dengan mengambil proyek dengan NPV negative, sehingga hal ini akan mengurangi kekayaan bagi pemegang saham. Sementara itu, McCabe dan Yook (1997, p. 697) melakukan penelitian untuk mengetes relevansi dari teori aliran kas bebas yang dikemukakan oleh Jensen dengan teori Myer dan Majluf. Penelitian ini mendukung teori aliran kas bebas dari Jensen dan tidak terdapat bukti yang mendukung teori Myers dan Majluf. Penelitian aliran kas bebas di Indonesia dilakukan oleh Yudianti (2005) dengan menggunakan teori keagenan maka dilakukan pengembangan hipotesis utama yakni terdapat pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham. Hasil penelitian menunjukkan pada kelompok aliran kas bebas positif terdapat pengaruh positif signifikan terhadap nilai pemegang saham, sedangkan pada aliran kas bebas negatif diperoleh hasil tidak signifikan. Hal ini mengindikasikan pada kelompok aliran kas bebas positif terdapat kandungan informasi yang direspon positif oleh pasar, sedangkan pada kelompok aliran kas bebas negatif mengindikasikan bahwa perusahaan yang memiliki aliran kas bebas negatif tidak selalu berarti bahwa nilai pemegang saham selalu rendah.

Aliran kas bebas merupakan keluaran dari kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan baik melalui kebijakan investasi, pendanaan dan operasionalnya. Aliran kas bebas yang diperoleh perusahaan tersebut dapat dimanfaatkan untuk mendanai investasi di masa yang akan datang. Aliran kas bebas yang tinggi dapat digunakan untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dengan mengambil kesempatan pada proyek dengan NPV positif. Peningkatan aliran kas bebas yang digunakan untuk investasi pada proyek dengan NPV positif akan meningkatkan harga saham perusahaan. Namun disisi lain aliran kas bebas dapat juga dipergunakan oleh pihak manajemen untuk meningkatkan ukuran perusahaan yang dapat bertentangan dengan kepentingan pemegang saham. Hal ini dilakukan pihak manajemen dengan mengambil kesempatan pada proyek-proyek meskipun memberikan NPV negatif. Pihak manajemen dapat melakukan hal ini didorong oleh kepentingan pribadi semata. Dari sini dapat dikatakan aliran kas bebas yang tinggi dapat berpengaruh positif ataupun negatif terhadap harga saham. Berdasarkan pada pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis alternative *nondirectional* sebagai berikut:

H₃: Aliran kas bebas berpengaruh terhadap harga saham

Secara teoritis, kepemilikan institusi akan mengurangi masalah keagenan tipe I antara pihak manajemen dan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976, menyebutnya sebagai argument konvergensi), namun riset belakangan ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi yang tinggi akan mengakibatkan munculnya masalah keagenan tipe II antara pemegang saham mayoritas dan minoritas (Morck, Shleifer dan Vishny, 1988, menyebutnya sebagai argument *entrenchment*). Masalah keagenan tipe I merupakan masalah konflik yang timbul antara pihak manajemen sebagai agen dengan pemegang saham sebagai prinsipal, sedangkan masalah keagenan tipe II merupakan konflik yang timbul antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Penelitian yang membahas hubungan struktur kepemilikan dan harga saham telah banyak dilakukan. Namun hasil penelitian tersebut masih saling bertentangan. Clay (2002) melakukan penelitian mengenai hubungan struktur kepemilikan dan nilai perusahaan, Hasil pengujian menunjukkan bahwa peningkatan rata-rata 1% dalam kepemilikan institusi akan berdampak pada peningkatan 0,6% pada *market to book ratio*, atau peningkatan sebesar USD 125 juta dari rata-rata nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung pandangan yang menyatakan bahwa dengan kepemilikan institusi yang tinggi akan meningkatkan pengawasan terhadap manajer dan

berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Penelitian lain dengan hasil yang berbeda dilakukan oleh Jennings (2002) menunjukkan hubungan empiris yang lemah terhadap hipotesis yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi yang tinggi akan mendorong pada pengawasan sehingga meningkatkan nilai perusahaan. Ovtcharova (2003) menunjukkan dukungan terdapatnya hubungan tingkat hasil jangka panjang dengan persentase kepemilikan saham oleh institusi. Dengan melakukan analisis pada perusahaan yang memiliki *book to market ratio* dan ukuran yang sama, maka perusahaan dengan kepemilikan institusi yang tinggi akan berdampak pada tingkat hasil yang tinggi pula. Sementara itu, penelitian di Indonesia yang meneliti hubungan kepemilikan institusi dengan nilai perusahaan dilakukan oleh Sudarma (2004), hasilnya menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa semakin berkurangnya komposisi kepemilikan institusional akan berpengaruh terhadap naiknya nilai perusahaan. Sudarma merekomendasikan bahwa perusahaan industri di BEJ perlu memperbesar kepemilikan saham publik yang dipegang oleh masyarakat sehingga kepemilikan saham lebih menyebar dan tidak terkonsentrasi pada keluarga tertentu sebagai pemegang saham mayoritas. Hasil uji secara parsial menunjukkan pula bahwa variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan perusahaan dibuat oleh pihak manajemen yang merupakan wakil dari pemegang saham dalam menjalankan aktivitas operasional perusahaan. Kepemilikan perusahaan oleh institusi akan mendorong pengawasan yang lebih efektif, karena institusi merupakan profesional yang memiliki kemampuan dalam mengevaluasi kinerja perusahaan. Beberapa hasil penelitian mendukung pandangan yang menyatakan bahwa dengan kepemilikan institusi yang tinggi akan meningkatkan pengawasan terhadap manajer. Peningkatan pengawasan ini akan mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer, sehingga berdampak pada peningkatan nilai perusahaan. Pada sisi lain, kepemilikan institusi yang tinggi dapat mendorong manajer untuk melakukan tindakan yang dapat merugikan bagi pemegang saham minoritas. Berdasarkan pada pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis alternatif *nondirectional* sebagai berikut:

H₄: Struktur kepemilikan berpengaruh terhadap harga saham

Ide utama dalam strategi bisnis menurut Boston Consulting Group adalah untuk menciptakan *cost advantage* atau *demand advantage* yang melebihi

pesaing (Anthony dan Ramesh, 1992). *Cost advantage* meliputi aktivitas membangun kapasitas untuk mencapai skala ekonomis, sedangkan *demand advantage* menekankan pada membangun *market share* yang besar, dimana keduanya diharapkan akan menciptakan halangan untuk masuk bagi pendatang baru. Teori daur hidup menyatakan bahwa pengembangan strategi yang paling pas adalah dengan memperhatikan tahapan daur hidup perusahaan. Anthony dan Ramesh (1992) menyatakan perusahaan yang berada pada tahapan *growth* cenderung memiliki tingkat pembayaran deviden yang rendah, pertumbuhan penjualan yang tinggi, *capital expenditure* yang tinggi, dan umur yang relatif muda. Sedangkan perusahaan pada tahapan *mature* memiliki karakteristik pembayaran deviden yang lebih tinggi, pertumbuhan penjualan yang rendah, *capital expenditure* yang rendah, dan umur yang relatif lebih tua. Sementara itu, Aharony, Falk dan Yehuda (2003) mendeskripsikan ciri-ciri perusahaan dalam tiap tahapan daur hidup sebagai berikut: Tahapan *start-ups* ditandai dengan terbatasnya aset yang dimiliki, adanya kesempatan untuk bertumbuh, *earning* dan aliran kas dari aktivitas operasi yang rendah dan umur yang relatif muda. Pada tahapan *growth* ditandai dengan lebih banyak aset yang dimiliki, pertumbuhan yang pesat, *earning* dan aliran kas dari aktivitas operasi yang mulai tumbuh, dan umur yang memasuki tahap medium. Pada tahapan *mature* ditandai oleh pertumbuhan yang rendah dan perusahaan menjadi *cash cow*. Pada tahapan *decline* ditandai dengan penurunan pertumbuhan, *financing cost* yang tinggi dan kompetisi yang intensif. Penelitian yang menunjukkan hubungan antara karakteristik perusahaan bila ditinjau dari tahapan daur hidup dengan harga saham masih sangat terbatas. Anthony dan Ramesh (1992) melakukan penelitian hubungan antara karakteristik perusahaan bila dilihat dari tahapan daur hidup dengan harga saham. Penelitian ini menggunakan sample 3.686 perusahaan dan dengan membagi tahapan daur hidup dibagi menjadi 3 yakni: *growth*, *mature* dan *stagnant*. Hasil penelitian menunjukkan terdapatnya hubungan signifikan antara tahapan daur hidup dengan harga saham kecuali pada tahapan stagnan.

Pada penelitian ini akan diuji pengaruh tersebut, dengan pertimbangan bahwa perusahaan yang berada pada tahapan pertumbuhan (*growth*) akan memiliki prospek ke depan yang lebih baik sehingga diharapkan akan berpengaruh terhadap pergerakan harga saham. Sementara itu, perusahaan yang berada pada tahapan dewasa (*mature*) cenderung memiliki kesempatan berkembang yang terbatas sehingga pergerakan sahamnya menjadi relatif stabil. Ber-

dasarkan pada pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis alternatif sebagai berikut:

H₅: Tahapan daur hidup perusahaan berpengaruh terhadap harga saham

Hubungan antara struktur kepemilikan dan kebijakan pembayaran deviden dapat memiliki hubungan positif ataupun negatif. Hubungan struktur kepemilikan dan deviden dapat dijelaskan dengan menggunakan teori keagenan, dimana kepemilikan institusi akan dapat membantu memecahkan masalah keagenan melalui pengawasan terhadap manajemen (Shleifer dan Vishny, 1986). Institusi adalah *professional decision maker* yang mengetahui bagaimana mengukur kinerja perusahaan dan cara untuk mengawasi pihak manajemen. Kepemilikan institusi akan memiliki pengaruh pada biaya keagenan dan konsekuensinya berdampak pada kebijakan pembayaran deviden. Bila deviden berfungsi sebagai cara bagi manajer untuk memberikan penanda mengenai komitmen manajemen pada penciptaan nilai dimasa yang akan datang, maka tidak perlu membayar deviden dalam jumlah besar, dimana komitmen kepada nilai pemegang saham akan dijamin melalui keberadaan kepemilikan insitusi. Laporta et.al (1999) menyebut hal ini sebagai argumen substitusi. Berdasarkan pada argumen substitusi, pembayaran deviden dapat berdampak pada pengurangan biaya keagenan dengan memaksa perusahaan untuk bertindak sesuai dengan disiplin pasar modal. Kepemilikan institusi akan secara efektif mengawasi manajemen, sehingga perusahaan dengan kepemilikan institusi tinggi akan mengurangi penekanan pada konflik keagenan, dan akan mengurangi fungsi deviden sebagai penanda dengan membayar lebih sedikit deviden (Han, Lee dan Suk, 1999). Peningkatan kepemilikan institusi, pada lain pihak memungkinkan terjadinya kerjasama antara pihak manajemen dengan *blockholder*, untuk melakukan tindakan yang dapat merugikan pemegang saham minoritas. Hal ini dikenal sebagai konflik keagenan tipe II. Untuk menghilangkan rasa ketakutan tersebut, maka pemegang saham minoritas akan menuntut pembayaran deviden tinggi sebagai penanda bahwa ketakutan tersebut tidak perlu ada di dalam perusahaan yang memiliki kepemilikan institusi tinggi. Laporta et.al. (2000) menyebut hal ini sebagai model *outcome* dari kebijakan deviden, dimana perusahaan membayar deviden karena adanya tekanan dari pemegang saham.

Penelitian empiris yang dilakukan Han, Lee dan Suk (1999) menguji hubungan antara kepemilikan institusi dengan kebijakan pembayaran deviden, dengan menggunakan sample 303 perusahaan diper-

oleh hasil terdapatnya hubungan positif antara kepemilikan institusi dengan kebijakan pembayaran deviden. Penelitian lain oleh Short, Zhang dan Keasey (2002) menunjukkan secara menyeluruh terdapat hubungan positif antara kebijakan deviden dan kepemilikan insitusi. Sementara itu, Grinstein dan Michaely (2003) menemukan: 1) institusi lebih menyukai perusahaan yang melakukan pembayaran deviden; 2) institusi tidak menunjukkan preferensi apapun pada perusahaan yang melakukan pembayaran deviden yang tinggi atau dengan kata lain tidak ada bukti yang mendukung bahwa pembayaran deviden tinggi akan mendorong kepemilikan institusi yang tinggi, 3) institusi lebih menyukai perusahaan yang melakukan pembelian saham kembali; dan 4) kepemilikan institusi dan konsentrasi kepemilikan tidak menyebabkan perusahaan melakukan peningkatan pembayaran deviden. Thomsen (2004) dengan menggunakan analisis *generalized method of moments* diperoleh hasil terdapat hubungan negatif antara kepemilikan institusi dengan nisbah pembayaran deviden. Penemuan ini mengindikasikan bahwa kepemilikan insitusi tinggi mendorong pada peningkatan laba ditahan, sehingga menurunkan nilai bagi pemegang saham minoritas.

Kebijakan perusahaan dibuat oleh pihak manajemen yang merupakan wakil dari pemegang saham dalam menjalankan aktivitas operasional perusahaan. Kepemilikan perusahaan dapat berbentuk institusi ataupun individual. Kepemilikan perusahaan oleh institusi akan mendorong pengawasan yang lebih efektif, karena institusi merupakan profesional yang memiliki kemampuan dalam mengevaluasi kinerja perusahaan. Kepemilikan institusi yang tinggi akan mendorong substitusi bagi kebijakan pembayaran deviden yang merupakan signal bagi pihak investor. Dengan kepemilikan institusi yang tinggi, maka fungsi deviden sebagai penanda mengenai kondisi perusahaan menjadi kurang relevan sehingga perusahaan tidak memerlukan pembayaran deviden yang tinggi. Pada sisi lain, kepemilikan institusi yang tinggi dapat mendorong kolaborasi antara institusi yang merupakan pemegang saham mayoritas dengan pihak manajemen dalam rangka memanfaatkan perusahaan untuk kepentingan kelompoknya dengan berdampak pada kerugian bagi pemegang saham minoritas. Hal ini memaksa pemegang saham minoritas untuk menuntut pembayaran deviden tinggi. Disamping itu dengan adanya aturan perlindungan terhadap kepentingan pemegang saham minoritas maka kepemilikan institusi yang tinggi akan berdampak pada kebijakan pembayaran deviden yang tinggi pula. Struktur kepemilikan dapat berpengaruh positif ataupun negative terhadap kebijakan pem-

bayaran deviden. Berdasarkan pada pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis alternatif *nondirectional* sebagai berikut:

H₆: Struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan deviden

Megginson (1997) menyatakan bahwa perusahaan yang berada dalam industri yang *mature* cenderung untuk membayarkan lebih banyak deviden daripada perusahaan yang masih muda dan sedang mengalami pertumbuhan. Senchak dan Lee (1980) mengembangkan model hipotesis yang menghubungkan antara tahapan daur hidup perusahaan dengan kebijakan pembayaran deviden dan strategi pembiayaan. Senchak dan Lee menggunakan pendekatan teori daur hidup dengan memperhatikan tiga tahapan utama dalam daur hidup perusahaan yakni perusahaan saat mengalami pertumbuhan pesat, pertumbuhan rendah dan akhirnya pertumbuhan negatif. Hasilnya, pada saat mengalami pertumbuhan pesat (tahapan *growth*), perusahaan akan optimal bila mengadopsi *full financing position* dengan tidak membayar deviden sama sekali. Pada tahap pertumbuhan rendah (tahapan *mature*), perusahaan tetap menggunakan kebijakan *zero dividend*, namun untuk pembiayaan dipergunakan bauran utang dan laba ditahan. Pada tahap pertumbuhan negatif (tahapan *decline*), perusahaan akan melakukan kebijakan *liquidating dividend* dan kebijakan pembayaran utang. Sementara itu, penelitian empiris yang dilakukan Fama dan French (2001) membagi tahapan daur hidup menjadi dua yakni *strong growth* (tahapan *growth*) dan *low growth* (tahapan *mature*). Dengan mempergunakan 750 sampel periode 1963-1998, menemukan adanya hubungan antara tahapan daur hidup dengan kebijakan pembayaran deviden, dimana perusahaan pada tahapan *growth* cenderung untuk mempertahankan labanya. Hal ini berbeda dengan perusahaan pada tahapan *mature*, ditandai dengan kecenderungan pembayaran deviden. Penelitian ini juga menunjukkan bahwa perusahaan yang membagikan deviden kas turun dari 66,5% pada tahun 1978 menjadi 20,8% pada tahun 1999. Penelitian empiris lain dilakukan oleh Grullon, Michaely dan Swaminathan (2002). Grullon et.al. menyatakan bahwa ketika perusahaan masuk pada tahap daur hidup *mature*, maka kesempatan investasi akan menjadi berkurang, dimana hal ini akan berdampak pada penurunan profitabilitas di masa yang akan datang. Pada saat perusahaan mencapai tahapan *mature*, maka pada saat itu pula terjadi penurunan risiko sistematis. Penurunan risiko ini disebabkan karena asset yang ada saat ini mengalami penurunan risiko dan perusahaan menghadapi kesempatan untuk tumbuh kembang yang

semakin kecil. Penurunan kesempatan investasi akan mendorong pada peningkatan aliran kas bebas, sehingga akhirnya berdampak pada peningkatan pembayaran deviden. De Angelo, De Angelo dan Stulz (2006) menyatakan bahwa deviden cenderung dibayar oleh perusahaan yang berada pada tahapan *mature* dimana kesempatan untuk berkembang sudah rendah dan tingkat keuntungan yang diperoleh sudah tinggi. Sedangkan perusahaan yang berada pada tahapan *growth* dengan kesempatan investasi yang tinggi cenderung untuk mempertahankan labanya daripada membayar dalam bentuk deviden. Penelitian ini menggunakan pendekatan *earned contributed capital mix* dalam menjelaskan tahapan daur hidup, dengan variabel pengukuran *retained earning/total equity* (RETE) dan *retained earning/total asset* (RETA). Dimana perusahaan dengan RETE atau RETA tinggi cenderung untuk membayar deviden. Pendekatan *earned contributed capital mix* merupakan proksi logis untuk tahapan daur hidup perusahaan karena perusahaan pada tahapan *growth*, memiliki peluang bisnis yang tinggi sehingga cenderung untuk mempertahankan labanya (*retained earning*). Laba ditahan ini akan terakumulasi. Pada tahapan *mature*, ketika kesempatan bisnis tidak lagi banyak dan laba ditahan sudah tinggi, maka perusahaan akan melakukan pembayaran deviden. Perusahaan dengan RETE atau RETA yang rendah cenderung berada pada tahapan *capital infusion* atau tahapan *growth*, sedangkan pada perusahaan dengan RETE atau RETA tinggi cenderung pada tahapan *mature*.

Perusahaan akan menghadapi siklus daur hidup, dimana kebijakan dan strategi yang dilakukan perusahaan akan disesuaikan dengan tahapan daur hidup dimana perusahaan tersebut berada. Karakteristik Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan tinggi, akan membutuhkan sumber dana yang besar dalam rangka membiayai aktivitasnya. Hal ini berdampak pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi, cenderung untuk tidak menahan labanya untuk membiayai pengembangan aktivitas perusahaan. Sedangkan karakteristik perusahaan yang telah mencapai tahapan matang, dengan kesempatan pertumbuhan yang rendah, cenderung untuk membagikan laba dalam bentuk deviden. Berdasarkan pada pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis *nondirectional* sebagai berikut:

H₇: Tahapan daur hidup perusahaan berpengaruh terhadap kebijakan deviden

Megginson (1997) menyatakan bahwa di Amerika rata-rata nisbah pembayaran deviden suatu industri adalah berhubungan positif dengan keter-

sediaan set kesempatan investasi. Sementara itu, Allen dan Michaely (2002) menyatakan bahwa penurunan dalam kesempatan investasi akan menghasilkan peningkatan dalam aliran kas bebas, dimana hal ini akan mendorong pada peningkatan pembayaran deviden. Hal ini mencerminkan bahwa set kesempatan investasi memiliki hubungan negatif dengan kebijakan pembayaran deviden. Sementara itu, penelitian empiris mengenai pengaruh set kesempatan investasi terhadap kebijakan perusahaan dilakukan oleh Smith dan Watts (1992). Dalam penelitian tersebut set kesempatan investasi diukur dengan nisbah nilai buku asset terhadap nilai perusahaan. Dimana nilai buku asset merupakan proksi dari asset yang ada saat ini. Smith dan Watts menyatakan bahwa semakin tinggi nisbah nilai buku aset terhadap nilai perusahaan, maka semakin rendah nisbah kesempatan investasi terhadap nilai perusahaan. Secara khusus, temuan Smith dan Watts mencatat bahwa perusahaan dengan kesempatan bertumbuh yang lebih besar memiliki tingkat hasil deviden yang rendah, *leverage* yang rendah, dan kompensasi pada eksekutif yang tinggi. Penelitian lain dilakukan oleh Gaver dan Gaver (1993) yang melakukan penelitian lanjutan terhadap temuan Smith dan Watts mengenai hubungan set kesempatan investasi dan kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan negatif antara kesempatan investasi dengan tingkat hasil deviden. Gul (1999a) melakukan penelitian untuk melihat pengaruh kepemilikan oleh pemerintah dan set kesempatan investasi terhadap penentuan kebijakan dalam perusahaan di China. Hasilnya menunjukkan bahwa set kesempatan investasi memiliki hubungan negatif dengan penentuan kebijakan pembayaran deviden. Gul (1999b) melakukan penelitian untuk menginvestigasi hubungan antara set kesempatan investasi, struktur modal, dan kebijakan pembayaran deviden di Jepang. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan investasi lebih besar cenderung memiliki nisbah utang terhadap ekuitas yang rendah dan tingkat hasil deviden yang rendah juga. Penelitian ini mendukung temuan Smith dan Watts serta Gaver dan Gaver. Penelitian Gugler (2003) menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang rendah akan sedikit menanamkan dananya dalam investasi R&D, dan cenderung untuk membayarkan deviden dalam jumlah besar. Dimana hal ini mengindikasikan terdapatnya hubungan negatif antara set kesempatan investasi dengan kebijakan pembayaran deviden.

Perusahaan yang memiliki kesempatan investai yang tinggi akan memanfaatkannya untuk mengem-

bangkan perusahaan guna meningkatkan kesejahteraan bagi pemegang saham. Pemanfaatan kesempatan investasi tersebut membutuhkan sumber pendanaan yang salah satunya didapat dari laba yang disisihkan untuk keperluan investasi. Hal ini berdampak pada kesempatan investasi yang tinggi, mendorong perusahaan untuk meningkatkan laba ditahannya. Peningkatan laba ditahan, berhubungan terbalik dengan pembayaran deviden. Berdasarkan pada pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H₈: Set kesempatan investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan pembayaran deviden

Megginson (1997) menyatakan bahwa selain set kesempatan investasi di Amerika rata-rata nisbah pembayaran deviden suatu industri adalah berhubungan positif dengan regulasi yang ada dalam industri. Smith dan Watts (1992) melakukan penelitian empiris mengenai pengaruh set kesempatan investasi terhadap kebijakan perusahaan. Penelitian ini menggunakan variable *dummy* untuk mewakili regulasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ada atau tidaknya regulasi dalam industri juga berdampak pada kebijakan yang dilakukan perusahaan khususnya yang terkait dengan kebijakan pembayaran deviden. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perusahaan dalam industri yang semakin teregulasi akan memiliki tingkat hasil deviden yang lebih tinggi, *leverage* yang lebih tinggi dan kompensasi pada eksekutif yang lebih rendah. Sementara itu, Baker dan Wurgler (2002) menyatakan bahwa himbuan pemerintah (*moral suasion*) juga memberikan pengaruh penting dalam penentuan kebijakan pembayaran deviden. Hal ini dicontohkan dengan himbuan yang dilakukan Presiden Nixon yang menentang peningkatan pembayaran deviden memiliki pengaruh pada periode 1971-1974 berupa penurunan pembayaran deviden.

Perusahaan dalam hubungan dengan lingkungan eksternalnya akan menghadapi aturan atau regulasi yang ditetapkan oleh pemerintah. Ada industri yang banyak regulasinya, namun ada pula yang tidak banyak regulasinya. Perusahaan yang berada dalam industri yang ketat regulasinya cenderung untuk memiliki pengelolaan dan pengawasan yang lebih ketat. Perusahaan dalam industri yang ketat regulasinya akan menghadapi batasan-batasan dalam melakukan pengembangan usaha. Adanya batasan-batasan tersebut cenderung membuat pihak manajemen untuk membagikan labanya dalam bentuk deviden. Berdasarkan pada pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H₉: Perusahaan dalam industri yang ketat regulasinya akan berpengaruh positif terhadap kebijakan pembayaran deviden

Megginson (1997) menyatakan bahwa aliran kas bebas yang dihasilkan perusahaan akan memiliki dampak berupa peningkatan pembayaran deviden. Dengan tersedianya aliran kas bebas, maka semakin besar pula potensi untuk pembayaran deviden. Pernyataan ini juga didukung oleh Allen dan Michaely (2002) menyatakan bahwa penurunan dalam kesempatan investasi akan menghasilkan peningkatan dalam aliran kas bebas, dimana adanya peningkatan aliran kas bebas ini akan mendorong pada peningkatan pembayaran deviden. Pada sisi lain, manajemen akan melakukan pengurangan pembayaran deviden bila aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan merosot. Hal ini berarti terdapat hubungan positif antara aliran kas bebas dengan kebijakan pembayaran deviden.

Penelitian empiris mengetes hubungan aliran kas bebas dengan nisbah pembayaran deviden dilakukan oleh Kallapur (1994). Penelitian ini menunjukkan bahwa aliran kas bebas berhubungan positif dengan nisbah pembayaran deviden. Sementara itu, Adaoglu (2000) melakukan penelitian mengenai kebijakan deviden di negara berkembang dengan mengambil objek penelitian di Turki. Hasil penelitian menunjukkan fluktuasi ketersediaan kas berhubungan positif dengan kebijakan pembayaran deviden.

Aliran kas bebas merupakan output dari kebijakan investasi, pendanaan, dan aktivitas operasional yang telah dilakukan oleh perusahaan. Perusahaan dapat mempergunakan aliran kas bebas tersebut untuk kepentingan pengembangan usaha ataupun dibagikan dalam bentuk deviden. Perusahaan dengan aliran kas bebas yang tinggi dan kesempatan tumbuh yang terbatas, diharapkan melakukan pembayaran deviden yang tinggi. Hal ini dimaksudkan untuk mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dan pihak manajemen. Berdasarkan pada pemikiran tersebut, maka dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H₁₀: Aliran kas bebas berpengaruh positif terhadap kebijakan deviden

METODE PENELITIAN

Desain Penelitian

Desain penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah kausal, yang menjelaskan hubungan kausal antar variabel penelitian, dilakukan untuk menentukan pola hubungan sebab akibat dari variabel endogen terhadap variabel eksogen.

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang terdaftar di PT Bursa Efek Jakarta

dengan periode pengamatan 1995-2005. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria sampel yang digunakan adalah sebagai berikut: 1) Semua perusahaan dengan kepemilikan swasta yang membagikan deviden kas selama periode 1995-2005 dan data tersebut terdapat dalam ISMD (*Indonesian Securities Market Database*), 2) Perusahaan yang memiliki data laporan keuangan lengkap selama periode 1995-2005, 3) Perusahaan yang memiliki data pergerakan saham selama *estimation window* dan *event window* pada ISMD periode 1996-2006, dan 4) Perusahaan yang tidak memiliki nilai total ekuitas dan atau laba ditahan negatif, karena mengingat pada proksi pengukuran nisbah laba ditahan terhadap total ekuitas (RE/TE) maka laba ditahan dan atau total ekuitas yang negatif akan menjadi tidak bermakna dalam analisis rasio.

Variabel Penelitian

Variabel endogen dalam penelitian ini adalah harga saham dan dividen. Sedangkan variabel eksogen terdiri dari set kesempatan investasi, aliran kas bebas, tahapan daur hidup, kepemilikan institusional, dan regulasi. Variabel kontrol yang dipergunakan dalam penelitian ini adalah ukuran perusahaan untuk mengontrol kebijakan deviden, dan utang untuk mengontrol harga saham.

Teknik Analisis Data

Teknik analisis yang digunakan adalah menggunakan persamaan simultan dengan teknik estimasi *path analysis* (Hair et.al., 2006). Berdasarkan pada teknik yang telah dipilih maka dikembangkan model empiris penelitian sebagai berikut:

$$CAR = \alpha_1 + \beta_{11}.DY + \beta_{12}.MKTBKASS + \beta_{13}.AKB + \beta_{14}.IO + \beta_{15}.RETE + \beta_{16}.DR + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$DY = \alpha_2 + \beta_{21}.IO + \beta_{22}.RETE + \beta_{23}.MKTBKASS + \beta_{24}.Reg + \beta_{25}.AKB + \beta_{26}.LS + \varepsilon_2 \quad (2)$$

Keterangan:

α, β = koefisien parameter

ε = residual

CAR = komulatif dari abnormal return sebagai proksi harga saham.

DY = tingkat hasil deviden perusahaan *i* periode *t* sebagai proksi kebijakan deviden

MKTBKASS = nisbah nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku aset perusahaan *i* periode *t* sebagai proksi set kesempatan investasi

AKB	= aliran kas bebas yang dinormalisasi perusahaan i periode t
RETE	= nisbah laba ditahan terhadap total ekuitas pada perusahaan i periode t sebagai proksi tahapan daur hidup perusahaan
IO	= kepemilikan institusional pada perusahaan i periode t
Reg	= dummy regulasi (1=relatif lebih ketat; 2=relatif kurang ketat)
DR	= nisbah utang terhadap total asset perusahaan i periode t sebagai proksi dari utang
LS	= Logaritma basis sepuluh dari tingkat penjualan perusahaan i periode t sebagai proksi ukuran perusahaan

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif dari masing-masing variabel tampak pada tabel 1.

Tabel 1. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

Variabel	N	Mini-mum	Maksi-mum	Rata-rata	Simpangan Baku
DY	1052	0,01	86,21	5,0758	5,8917
MKTBKASS	1052	0,00	10,84	0,7175	0,8930
AKB	1052	-459,90	127,87	-1,2078	24,7997
IO	1052	13,07	98,59	69,9033	14,3665
RETE	1052	0,01	4,31	0,4106	0,2573
Reg	1052	0	1	0,1500	0,3580
LS	1052	12,74	31,74	26,4019	1,7577
DR	1052	0,03	14,03	0,5019	0,4735
CAR	1052	-3,8	4,56	0,0092	0,9530

Dari tabel 1., Variabel tingkat hasil deviden (DY) periode 1995-2005 memiliki rata-rata sebesar 5% yang berarti secara rata-rata tingkat hasil deviden adalah relatif kecil dibandingkan dengan harga saham. Pada variabel set kesempatan investasi dapat dilihat bahwa rata-rata MKTBKASS adalah 0.7175. Kecenderungan ini menunjukkan bahwa secara rata-rata kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan pada periode 1995-2005 adalah tidak terlalu mengembirakan yakni dibawah 1. Pada variabel aliran kas bebas (AKB), rata-rata aliran kas bebas yang dimiliki perusahaan adalah -1,2078. Hal ini menunjukkan bahwa hasil arus kas dari aktivitas operasional lebih kecil dibandingkan dengan penambahan investasi yang digunakan untuk menambah modal kerja dan aktiva tetap. Pada variabel struktur kepemilikan bahwa rata-rata kepemilikan institusi (IO) adalah mendekati 70%. Hal ini menunjukkan terdapatnya dominasi kepemilikan institusi di pasar modal Indo-

nesia. Pada variabel tahapan daur hidup perusahaan (RETE) menunjukkan rata-rata 0.4106, hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang terdaftar di BEJ kecenderungannya berada pada tahap pertumbuhan (dibawah 0.5).

Bila dilihat hubungan deskriptif antara pembagi-an deviden, aliran kas bebas, struktur kepemilikan, ketat tidaknya regulasi dan tahapan daur hidup perusahaan dapat ditarik suatu benang merah bahwa mayoritas perusahaan yang terdaftar di BEJ adalah berada pada tahapan daur hidup pertumbuhan dengan kecenderungan aliran kas bebas negatif dan dimiliki oleh institusi, hal ini berdampak pada kecenderungan penurunan persentase perusahaan yang membayar deviden. Perusahaan yang sedang berada pada tahapan daur hidup berkembang membutuhkan dukungan dana investasi yang besar dalam rangka mengembangkan perusahaannya, sehingga aliran kas bebas yang dimilikinya cenderung berkurang. Aliran kas bebas yang berkurang tersebut berdampak pula pada ketersediaan dana untuk pembayaran deviden yang akan mengecil pula. Sementara itu, kepemilikan institusi yang cenderung tinggi akan berdampak pada peningkatan kemampuan pengawasan sehingga akan mengurangi fungsi deviden sebagai *signal* mengenai kondisi keuangan yang ada dalam perusahaan. Dari tabel 1 juga dapat dilihat bahwa kecenderungan regulasi (Reg) yang ada adalah kurang ketat regulasinya, dimana nilai rata-ratanya mendekati nol yang merupakan indikasi kurang ketatnya regulasi dalam industri. Industri yang kurang ketat regulasinya, maka perusahaan dapat mengembangkan usaha dengan lebih leluasa. Perusahaan yang dapat mengembangkan usaha dengan leluasa akan mendorong perusahaan untuk mengurangi pembayaran devidennya. Untuk harga saham (CAR) pada tabel 1 dapat dilihat bahwa rata-rata CAR yang dimiliki adalah relatif kecil yakni 0,0092. Kecenderungan pembayaran deviden yang relatif kecil juga berdampak pada CAR yang relatif rendah.

Hasil pengujian hipotesis pada penelitian ini dapat dilihat pada tabel 2 dimana terlihat bahwa faktor yang berpengaruh dalam menentukan kebijakan deviden (DY) adalah tahapan daur hidup perusahaan (RETE), set kesempatan investasi (MKTBKASS), regulasi (DR) dan variabel kontrol berupa ukuran perusahaan (LS). Sedangkan faktor yang berpengaruh terhadap harga saham (CAR) adalah aliran kas bebas (AKB), deviden (DY), struktur kepemilikan (IO) dan tahapan daur hidup perusahaan (RETE). Pengaruh langsung, tidak langsung dan pengaruh total terhadap harga saham disajikan pada tabel 3.

Tabel 2. Hasil Pengujian Statistik Model Utama

Variabel Eksogen	Koefisien	t-statistik
Variabel Endogen: Harga Saham (CAR)		
α_1	0,417	2,693*
Dividen (DY)	0,015	3,077*
Set Kesempatan Investasi (MKTBKASS)	0,046	1,356
Aliran Kas Bebas (AKB)	-0,002	-1,722**
Struktur Kepemilikan (IO)	-0,005	-2,291*
Tahapan Daur Hidup Perusahaan (RETE)	-0,489	-4,235*
Utang (DR)	0,016	0,257
R-Squared	0,036	
F	6,526*	
N	1052	
Variabel Endogen: Dividen (DY)		
α_2	16,818	5,858*
Struktur Kepemilikan (IO)	0,01	0,839
Tahapan Daur Hidup Perusahaan (RETE)	3,316	4,549*
Set Kesempatan Investasi (MKTBKASS)	-1,095	-5,489*
Regulasi (Reg)	2,127	4,315*
Aliran Kas Bebas (AKB)	0,002	0,220
Ukuran Perusahaan (LS)	-0,506	-4,803*
R-Squared	0,086	
F	16,349*	
N	1052	

Keterangan:

* Signifikan pada $\alpha = 5\%$ ** Signifikan pada $\alpha = 10\%$ **Tabel 3. Koefisien Pengaruh Langsung, Tidak Langsung dan Total dari variabel eksogen terhadap Harga Saham Model Utama**

Variabel Eksogen	Koefisien Pengaruh Langsung*	Koefisien Pengaruh Tidak Langsung**	Koefisien Pengaruh Total
Set Kesempatan Investasi (MKTBKASS)	-	-0,016	-0,016
Aliran Kas Bebas (AKB)	-0,002	-	-0,002
Regulasi (Reg)	-	0,032	0,032
Struktur Kepemilikan (IO)	-0,005	-	-0,005
Tahapan Daur Hidup Perusahaan (RETE)	-0,489	0,05	-0,439

Keterangan:

* Pengaruh langsung terhadap variabel endogen harga saham

** Pengaruh tidak langsung melalui variabel kebijakan dividen

Pengaruh langsung dari set kesempatan investasi terhadap harga saham (CAR) tidak terbukti signifikan. Hal ini berarti ada atau tidaknya kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan tidak berdampak langsung pada perubahan harga saham. Hasil ini bertentangan dengan temuan penelitian dari Kaestner dan Liu (1998) dan Chen *et al.* (2000). Hal ini dapat dijelaskan bahwa informasi lengkap mengenai set kesempatan investasi biasanya dimiliki oleh manajemen. Apabila investor memiliki informasi tersebut, maka tidak mudah bagi investor untuk menginterpretasikan mana set kesempatan investasi yang dapat meningkatkan kekayaan perusahaan

ataukah set kesempatan investasi tersebut hanya memperbesar skala perusahaan saja. Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian dari Yudianti (2005) yang salah satu hasilnya menunjukkan bahwa pengaruh variabel set kesempatan investasi pada nilai pemegang saham adalah tidak signifikan. Namun dalam penelitian ini diperoleh hasil bahwa set kesempatan investasi memiliki pengaruh tidak langsung terhadap harga saham melalui dividen, dimana pengaruhnya adalah sebesar $= -1,095 \times 0,015 = -0,016$. Koefisien pengaruh total dari set kesempatan investasi terhadap harga saham adalah $-0,016$. Hal ini dapat dijelaskan bahwa set kesempatan investasi yang besar akan berpengaruh pada penurunan dividen yang dibagikan sehingga berdampak pada penurunan harga saham. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi, akan membatasi pembayaran dividen-nya. Pembatasan pembayaran dividen ini akan berdampak pada penurunan harga saham. Temuan ini mendukung pada teori signaling, dimana penurunan pembayaran dividen berpengaruh dalam penurunan harga saham. Temuan penelitian ini juga mengindikasikan dalam kondisi pasar modal di Indonesia terdapat kecenderungan investor publik yang merupakan pemegang saham minoritas lebih menyukai dividen, sehingga kenaikan (penurunan) dividen akan direspon publik berupa kenaikan (penurunan) harga saham perusahaan tersebut.

Pengaruh langsung dari aliran kas bebas terhadap harga saham adalah $-0,002$. Hal ini berarti bahwa peningkatan aliran kas bebas yang ada di perusahaan justru berdampak pada penurunan harga saham. Temuan penelitian ini menolak teori Myers dan Majluf (1984) dan mendukung teori Jensen (1986) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan aliran kas bebas yang besar akan cenderung untuk memperbesar perusahaan dengan mengambil berbagai proyek meskipun memberikan NPV negatif, sehingga hal ini berdampak pada penurunan kekayaan pemegang saham atau penurunan harga saham. Temuan ini juga mendukung temuan penelitian yang dilakukan Lang *et al.* (1991) dan McCabe dan Yook (1997). Pengaruh tidak langsung dari aliran kas bebas terhadap harga saham melalui dividen adalah tidak signifikan. Sehingga koefisien pengaruh total aliran kas bebas terhadap harga saham adalah $-0,002$.

Regulasi memiliki pengaruh tidak langsung terhadap harga saham, melalui dividen dengan koefisien pengaruh sebesar $= 2,127 \times 0,015 = 0,032$. Hal ini berarti bahwa perusahaan yang cenderung ketat regulasi akan menghadapi berbagai batasan dalam mengembangkan usahanya sehingga cenderung membagikan dividen dalam jumlah yang

lebih besar dan hal ini akan berdampak terhadap peningkatan harga saham.

Struktur kepemilikan berpengaruh langsung terhadap harga saham sebesar -0,005. Hal ini berarti bahwa kepemilikan institusi yang tinggi akan berdampak pada penurunan harga saham. Temuan ini tidak mendukung argumen konvergensi dari Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi yang tinggi akan berdampak pada peningkatan kemampuan pengawasan sehingga akan mengurangi masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham. Sebaliknya, temuan ini mendukung argumen *entrenchment* yang dikemukakan oleh Morck *et al.* (1988) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi yang tinggi akan berdampak pada *voting power* yang dapat merugikan kepentingan pemegang saham minoritas sehingga berdampak pada penurunan harga saham. Dalam kondisi pasar modal di Indonesia, pemegang saham mayoritas adalah institusi dan pemegang saham minoritas adalah publik. Pemegang saham mayoritas akan menjadi pengendali perusahaan sekaligus dapat membuat keputusan yang bertentangan dengan kepentingan pemegang saham minoritas, sehingga hal ini direspon oleh publik dalam bentuk penurunan harga saham. Temuan penelitian ini konsisten dengan temuan penelitian dari Sudarma (2004). Sedangkan pengaruh tidak langsung dari struktur kepemilikan terhadap harga saham melalui dividen adalah tidak signifikan sehingga koefisien pengaruh total struktur kepemilikan terhadap harga saham -0,005.

Tahapan daur hidup perusahaan memiliki pengaruh langsung terhadap harga saham sebesar -0,489, dan memiliki pengaruh tidak langsung terhadap harga saham melalui dividen sebesar $= 3,316 \times 0,015 = 0,05$. Pengaruh total dari tahapan daur hidup perusahaan terhadap harga saham adalah $= -0,489 + 0,05 = -0,439$. Pengaruh langsung maupun total dari perusahaan yang diwakili RETE terhadap harga saham yang diwakili CAR, dalam penelitian ini diperoleh hasil signifikan bertanda negatif. Hal ini berarti bahwa semakin tinggi RETE (perusahaan berada pada tahap daur hidup matang) maka akan berdampak pada penurunan harga saham. Sedangkan perusahaan pada tahapan pertumbuhan justru menunjukkan peningkatan harga saham. Hal ini dapat dijelaskan bahwa perusahaan yang berada pada tahapan daur hidup matang cenderung untuk tidak mengalami perkembangan lagi. Secara teori, perusahaan yang berada pada tahapan matang maka bila tidak dilakukan rejuvenasi atau peremajaan akan masuk pada tahapan *decline*. Hal ini akan berdampak pada ekspektasi investor di masa yang akan datang. Pada perusahaan yang berada pada tahapan pertumbuhan tinggi, akan

berhadapan dengan potensi pasar yang tinggi disertai persaingan yang mulai ketat. Bila perusahaan mampu *exist* maka kedepan perusahaan akan masuk pada tahapan matang, sehingga hal ini akan mempengaruhi ekspektasi investor terhadap masa depan perusahaan.

Dari tabel 2. dapat dilihat bahwa uji serempak menunjukkan pengaruh yang signifikan pada tingkat kesalahan 5% dan determinasi total adalah 12%. Hal ini berarti bahwa informasi yang terkandung dalam data 12% dapat dijelaskan oleh model, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain dan error. Determinasi ini relatif kecil, namun dapat diterima karena penelitian ini adalah bertujuan untuk menjelaskan dan menganalisis fenomena yang ada di pasar modal Indonesia dan bukan ditujukan untuk keperluan prediksi. Secara umum dapat disimpulkan bahwa faktor yang berpengaruh signifikan dalam penentuan kebijakan dividen adalah tahapan daur hidup perusahaan, set kesempatan investasi, regulasi dan variabel kontrol berupa ukuran perusahaan. Sedangkan faktor yang berpengaruh langsung dan signifikan terhadap harga saham yang diwakili oleh CAR adalah aliran kas bebas, dividen struktur kepemilikan dan perusahaan. Sedangkan yang tidak langsung adalah set kesempatan investasi, regulasi dan perusahaan.

Penelitian ini juga menemukan bahwa variabel kontrol berupa ukuran perusahaan berpengaruh tidak langsung terhadap harga saham melalui dividen, dimana koefisien pengaruh dari ukuran terhadap dividen adalah -0,506, dan pengaruh tidak langsung dari ukuran terhadap harga saham adalah $= -0,506 \times 0,015 = -0,0076$, dimana koefisien ini juga merupakan pengaruh total dari ukuran terhadap harga saham. Sementara itu variabel kontrol utang terhadap harga saham ternyata tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Tidak terdapatnya pengaruh utang tersebut konsisten dengan penelitian Naccur dan Goaid (1999). Secara umum dapat ditarik kesimpulan bahwa yang paling dominan berpengaruh terhadap harga saham secara berurutan bila dilihat dari pengaruh total adalah tahapan daur hidup perusahaan, regulasi, set kesempatan investasi, ukuran, struktur kepemilikan dan aliran kas bebas.

KESIMPULAN

Simpulan keseluruhan dari penelitian ini adalah (1) Temuan penelitian menunjukkan dukungan pada teori Signaling, dimana kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap harga saham, (2) Set kesempatan investasi dalam penelitian ini tidak memiliki pengaruh langsung terhadap harga saham, (3) Aliran kas bebas memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham, karena ketersediaan aliran kas bebas yang

tinggi memungkinkan terjadinya *moral hazard* dari pihak manajemen, (4) Struktur kepemilikan yang diwakili oleh kepemilikan institusi memiliki pengaruh negatif, dimana kepemilikan institusi yang tinggi akan memungkinkan terjadinya eksploitasi oleh pemegang saham mayoritas terhadap pemegang saham minoritas, (5) Tahapan daur hidup perusahaan berpengaruh terhadap harga saham, dimana perusahaan dalam tahapan matang (RETE tinggi) akan memiliki pergerakan harga saham yang rendah, (6) Struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap penentuan kebijakan deviden, (7) Tahapan daur hidup perusahaan berpengaruh terhadap penentuan kebijakan deviden, dimana perusahaan dalam tahapan pertumbuhan cenderung untuk tidak membagikan deviden, (8) Set kesempatan investasi memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan deviden, dimana semakin tinggi kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan maka semakin rendah deviden yang dibayarkan, (9) Regulasi berpengaruh positif terhadap harga saham, dimana semakin ketat regulasi dalam industri maka perusahaan memiliki batasan-batasan untuk melakukan pengembangan usaha sehingga cenderung untuk membagikan deviden relatif besar daripada perusahaan dalam industri yang kurang ketat regulasinya, dan (10) Aliran kas bebas tidak berpengaruh terhadap penentuan kebijakan deviden.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. Keterbatasan penelitian ini dapat membuka peluang bagi penelitian lanjutan di masa yang akan datang. Adapun keterbatasan dan saran tersebut adalah sebagai berikut: 1) Pada penelitian ini karakteristik perusahaan dengan pendekatan tahapan daur hidup menggunakan pendekatan *earned capital contributed mix*, dimana pendekatan ini hanya menggambarkan kondisi tahapan daur hidup perusahaan saja. Tahapan daur hidup industri dalam penelitian ini tidak dilakukan kontrol, sehingga apabila ada perusahaan yang berada dalam tahapan matang namun industri-nya sedang mengalami pertumbuhan maka hal ini belum dapat dianalisis dengan model penelitian ini. Proksi untuk tahapan daur hidup industri dalam penelitian ini belum dimasukkan sebagai variabel kontrol karena belum tersedianya data yang memadai. Untuk penelitian lebih lanjut diharapkan dapat mengembangkan proksi untuk memotret tahapan daur hidup industri. 2) Penelitian ini merupakan penelitian *event study* dengan *event* yang digunakan adalah tanggal publikasi atau tanggal penyerahan laporan keuangan tahunan periode 1995-2005. Penelitian ini tidak menggunakan tanggal pengumuman pembagian deviden sebagai *event*, mengingat variabel lainnya hanya dapat diperoleh dalam laporan keuangan. Ada baiknya untuk memperlihatkan efek deviden terhadap

harga saham, maka pada penelitian selanjutnya dapat menggunakan *event* tanggal pengumuman pembagian deviden, sedangkan untuk variabel lainnya dapat digunakan laporan kuartalan yang terdekat dengan tanggal pengumuman pembagian deviden. Meskipun hal ini dapat mengakibatkan periode waktu penelitian yang semakin pendek, mengingat laporan keuangan kuartalan hanya tersedia pada beberapa tahun terakhir saja. 3) Proksi yang dipergunakan untuk variabel struktur kepemilikan adalah hanya berdasarkan pada kepemilikan institusi diatas lima persen. Pada penelitian ini tidak dilakukan pengukuran kepemilikan institusi internal, karena besaran kepemilikan institusi internal secara pasti tidak dilaporkan dalam laporan keuangan. Padahal secara teoritis yang lebih memungkinkan untuk melakukan eksploitasi terhadap perusahaan dan pemegang saham minoritas adalah kepemilikan institusi internal. 4) Penelitian ini menggunakan teknik pengambilan sampel *purposive sampling* yang termasuk dalam kategori *nonprobability sampling*, dimana teknik ini ditujukan untuk memperoleh sampel yang dapat memberikan informasi yang khusus, namun teknik ini memiliki keterbatasan dalam menggeneralisir temuan penelitian (Neuman, 2003). Untuk itu dalam membaca hasil temuan ini, harus melihat pada konteks yang ada dalam penelitian ini. Dan 5) Koefisien determinasi total dalam penelitian ini, baik untuk model utama maupun uji sensitifitas adalah relatif rendah yakni berkisar 12. Rendahnya determinasi menunjukkan adanya faktor lain (*firm specific factor*) yang mungkin belum masuk dalam penelitian ini. Untuk itu penelitian lebih lanjut disarankan untuk mencari dan memasukkan *firm specific factor* lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Adaoglu, C., 2000, Instability in Dividend Policy of the Istanbul Stock Exchange Corporation: Evidence from Emerging Market, *Emerging Market Review*, Vol. 1: 252-270.
- Aharony, J., H. Falk, dan N. Yehuda, 2003, Corporate Life Cycle and the Value – Relevance of Cash Flow versus Accrual Financial Information, *Working Paper*, Tel Aviv University.
- Aharony, J., dan I. Swary, 1980, Quarterly Dividend and Earning Announcements and Stockholders Returns: An Empirical Analysis, *Journal of Finance*, Vol. 35, [1]: 1-12.
- Allen, F., dan R. Michaely, 2002, Payout Policy, *Working Paper*, Code: 01-21 B, The Wharton Financial Institution Center.

- Amihud, Y., dan K. Li, 2002, The Declining Information Content of Dividend Announcement and the Effect of Institutional Holding, *Working Paper*, Stern School of Business, New York University.
- Anthony, J. H., dan K. Ramesh, 1992, Association between Accounting Performance Measure and Stock Prices: a Test of the Life Cycle Hypothesis, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15: 203-227.
- Asiedu, S., 2005, Essay in Dividends – Canadian Experience, *Working Paper*, Eric Sprott School of Business, Carleton University.
- Bajaj, M., dan A.M. Vijh, 1990, Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Change, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26:193-219.
- Baker, M.P., dan J. Wurgler, 2002, Why are Dividend Disappearing? An Empirical Analysis, *Working Paper*, Code Harvard NOM research paper no. 03-12, Harvard Business School.
- Black, F., 1976, The Dividend Puzzle, *Journal of Portfolio Management*, Winter, Vol. 2: 72-77.
- Brav, A., J.R. Graham, C.R. Harvey dan . Michaely, 2005, Payout Policy in the 21st Century, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77: 483-527.
- Brickley, James A., 1983, Shareholder Wealth, Information Signaling and The Specially Designated Dividend, *Journal of Financial Economics*, Vol. 12: 187-209.
- Chen, S.S., K.W. Ho, C.F. Lee dan G.H.H. Yeo, 2000, Investment Opportunity, Free Cash Flow and Market Reaction to International Joint Venture, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 24: 1747-1765.
- Clay, D.G., 2002, Institutional Ownership and Firm Value, *Working Paper*, Marshall School of Business, University of Southern California.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo dan D.J. Skinner, 2002, Are Dividend Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earning, *Working Paper*, Code No. 02-9, USC Finance and Business Economics, USC Marshall School of Business.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo dan R.M. Stulz, 2006, Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: a Test of Life Cycle Theory, *Journal of Financial Economics*, Vol. 81: 227-254.
- Easterbrook, F.H., 1984, Two Agency Cost Explanation of Dividends, *American Economic Review*, Vol.74, [4]: 650-659.
- Fama, E.F., dan H. Babiak, 1968, Dividend Policy : An Empirical Analysis, *Journal of The American Statistical Association*, Vol. 63, [324]: 1132-1161.
- Fama, E.F., dan K.R. French, 2001, Disappearing Dividend: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?, *Journal of Financial Economics*, Vol.60: 3-43.
- Gaver, J.J., dan K.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*, Vol.16: 125-160.
- Grinstein, Y., dan R. Michaely, 2003, Institutional Holding and Payout Policy, *Working Paper*, Cornell University.
- Grullon, G., R. Michaely, dan B. Swaminathan, 2002, Are Dividend Changes a sign of firm maturity?, *Journal of Business*, Vol. 75: 387-424.
- Gugler, K., 2003, Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividend, R&D, and Capital Investment, *Journal of Banking and Finance*, Vol. 27: 1297-1321.
- Gul, F.A., 1999a, Government Share Ownership, Investment Opportunity Set and Corporate Policy Choices in China, *Pacific Basin Finance Journal*, Vol. 7: 157-172.
- Gul, F.A., 1999b, Growth Opportunities, Capital Structure and Dividend Policies in Japan, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 5: 141-168.
- Hair, et. al., 2006, *Multivariate Data Analysis*, Sixth Edition, Pearson Prentice Hall.
- Han, K.C., S.H. Lee, dan D.Y. Suk, 1999, Institutional Shareholders and Dividends, *Journal of Financial and Strategic Decision*, Spring, Vol. 12: 53-62.
- Ho, S.S.M., K.C.K. Lam, dan H. Sami, 2004, The Investment Opportunity Set, Director Ownership, and Corporate Policy: Evidence from Emerging Market, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10: 383-408.

- Howe, K. M., J. He dan G.W. Kao, 1992, One Time Cash Flow Announcement and Free Cash Flow Theory: Share Repurchase and Special Dividends, *Journal of Finance*, Vol. 47: 1963-1975.
- Jennings, W.W., 2002, Further Evidence on Institutional Ownership and Corporate Value, *Working Paper*, JEL Classification G32 G34 G2, US Air Force Academy.
- Jensen, M.C., 1986, Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeover, *American Economic Review*, Vol. 76: 323-329.
- Jensen, M.C., dan C. W. Smith, 1984, *The Modern Theory of Corporate Finance*, McGraw Hill.
- Jensen, M.C., dan W. H. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3: 305-360.
- Kaestner, R., dan F. Y. Liu, 1998, New Evidence on The Information Content of Dividend Announcement, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 38, [2]: 251-274.
- Kallapur, S., 1993, Dividend Payout Ratios as Determinants of Earning Response Coefficient, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17: 359-375.
- Lang, L. H. P., dan R. H. Litzenberger, 1989, Dividend Announcement : Cash Flow Signaling VS Free Cash Flow Hypothesis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 24: 181-191.
- Lang, L. H. P., dan R.M. Stulz, dan R.A. Walking, 1991, A Test of Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Return, *Journal of Financial Economics*, Vol. 29: 315-335.
- Laporta, R., F. Lopez de Silanes, A. Shleifer dan R.W. Vishny, 1999, Agency Problems and Dividends Policies around the World, *Working Paper*, Harvard University.
- Linn, S.C., dan D. Park, 2005, Outside Director Compensation Policy and the Investment Opportunity Set, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11: 680-715.
- Lintner, J., 1956, Distribution of Incomes of Corporation among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *The American Economic Review*, Vol. 46, [2]: 97-113.
- McCabe, G.M., dan K.C.Yook, 1997, Jensen, Myers-Majluf, Free Cash Flow and The Return to Bidder, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 37, [3,fall]: 697-707.
- Meggison, W.L., 1997, *Corporate Finance Theory*, Addison Wesley.
- Michaely, R., dan M.R. Roberts, 2006, Free Cash Flow, Signaling, and Smoothing: Lesson from Dividend Policy of Public and Private Firms, *Working Paper*, Cornell University.
- Miller, M.H., dan F. Modigliani, 1961, Dividend Policy, Growth and the Valuation of Share, *Journal of Business*, Vol.34: 411-433.
- Morck, R., A. Shleifer dan R.W. Vishny, 1988, Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20: 293-315.
- Myers, S.C., dan N.S. Majluf, 1984, Corporate Financing and Investment Decision when Firms have Information that Investor Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13: 187-221.
- Myers, S.C, 1977, Determinant of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5: 147-175.
- Naccur, Sammy Ben, and Mohamed Goaid, 1999, The Value Creation Process in the Tunisian Stock Exchange, *Proceeding API/WPS 9903*, Universite de Tunis IH, Faculte des Sciences Economiques et de Gestion, Tunisia
- Neuman, W.L., 2003, *Social Research Methods: Qualitative and Quantitative Approaches*, Fifth Edition, Allyn and Bacon.
- Ovtcharova, G., 2003, Institutional Ownership and Long Term Stock Returns, *Working Paper*, JEL Classification Code: G120 G140, The University of Chicago.
- Pettit, R. Richardson, 1972, Dividend Announcement, Security Performance and Capital Market Efficiency, *Journal of Finance*, 27 (5): 993-1007.
- Senchack, A.J., dan W.Y. Lee, 1980, Comparative Dynamics in a Life Cycle Theory of the Firm, *Journal of Business Research*, Vol. : 159-185.
- Shleifer, A., dan R.W. Vishny, 1986, Large Shareholder and Corporate Control, *Journal of Financial Research*, Vol.5, [fall]: 249-259.
- Short, H., H. Zhang dan K. Keasey, 2002, The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8: 105-122.
- Skinner, D.J., 2004, What do Dividends Tell Us About Earning Quality?, *Working Paper*, University of Chicago Graduate School of Business.

- Smith, C.W., dan R.L. Watts, 1992, The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, *Journal of Financial Economics*, Vol. 32: 263-292.
- Sudarma, M., 2004, Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Esktern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan [Studi pada Industri yang Go-Public di Bursa Efek Jakarta], *Disertasi*, Universitas Brawijaya.
- Thomsen, S., 2004, Blockholder Ownership, Dividend and Firm Value on Continental Europe, *Working Paper*, Danish Social Science Research Council.
- Yudianti, F.N., 2005, Analisis Pengaruh Set Kesempatan Investasi, Manajemen Laba, Leverage dan Dividen terhadap Hubungan antara Aliran Kas Bebas dan Nilai Pemegang Saham, *Disertasi*, Universitas Gadjah Mada.