

659.76
PAW
h
e1

**HUBUNGAN *CASH FLOW* OPERASI DENGAN PERUBAHAN
DIVIDEN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR
DI BURSA EFEK JAKARTA PERIODE 1994- 1999**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat
Memperoleh derajat S-2 Magister Sains Akuntansi**



Diajukan Oleh:

**MUHAMMAD ILHAM PAKAWARU
N I M : C4C000350**

**DIAJUKAN KEPADA PROGRAM PASCA SARJANA
PROGRAM STUDI MAGISTER SAINS AKUNTANSI
UNIVERSITAS DIPONEGORO SEMARANG
2002**

Tesis berjudul

Hubungan *Cash Flow* Operasi dengan Perubahan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Periode 1994-1999

Yang dipersiapkan dan disusun oleh

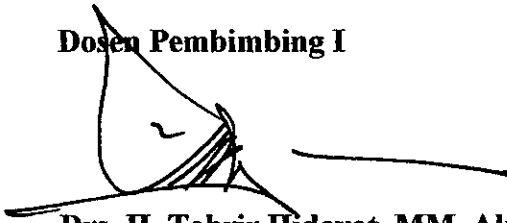
Muhammad Ilham Pakawaru

Nim : C4C000350

Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 01 Oktober 2002 dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima

Susunan Tim Penguji

Dosen Pembimbing I



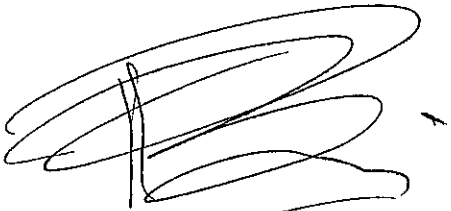
Drs. H. Tahrir Hidayat, MM, Akt.

Dosen Pembimbing II

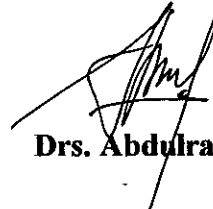


Dr. Hj. Indah Susilowati, M.Sc

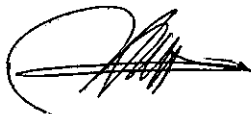
Anggota Tim Penguji



Dr. Furbayu BS, MS



Drs. Abdulrahman, M.Si, Akt.



Drs. Agus Purwanto, M.Si, Akt.

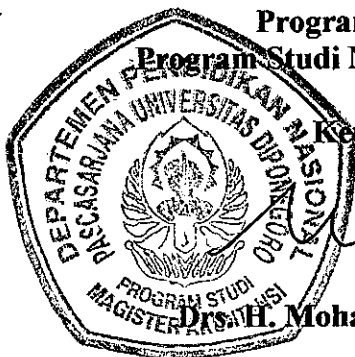
Semarang, 01 Oktober 2002

Universitas Diponegoro

Program Pasca Sarjana

Program Studi Magister Sains Akuntansi

Ketua Program



Drs. H. Mohamad Nasir, M.Si, Akt.

Pernyataan :

Yang bertanda tangan di bawah ini nama Moh. Ilham Pakawaru nomor mahasiswa C4C000350 menyatakan dengan sesungguhnya bahwa tesis dengan judul “Hubungan Cash Flow Operasi dengan Perubahan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Periode 1994-1999” benar-benar karya ilmiah yang disusun sendiri oleh penandatangan dan bukan plagiat atas penulisan dan penelitian lain.

Semarang, September

Moh. Ilham Pakawaru
C4C000350

ABSTRACT

Dividend payment plays a significant role in corporate finance as it becomes transmitter of information to help market participant evaluate the performance of firm. Operating cash flows must be have positivelly related to changes dividend because the operating cash flows better reflect the liquidity position of organization than earning. The association between operating cash flows with changes dividend have become a main topic of accounting and research. Nevertheless, the result dirived from this study does meet the expected consistency.

The purpose of this study to obtain empirical evidence that influences the Association of operating cash flows to changes dividend. Another purpose of this study to examine the effects of total accrual and firms growth to relationship operating cash flows with changes dividend. Samples to be used in the study afe manufacture firms listed on Jakarta Stock Exchange from 1994 to 1999 and are selected by using purposive sampling method. Hyptheses are examined by using logistic regression models.

Results of the study exhibit that operating cash flows have related with dividend changes, in addition of earnings. Coefficient of operating cash flows is positive and significant at level 5% (P- value, 0.031). Coefficient of earnings is positive and significant at level 1% (P- value, 0.001). The result indicate that operating cash flows can be using to obtain of dividend changes policy. The others result that total accruals and firms growth can be effect on the association between operating cash flows with dividend changes. This evidence of the significant increasing of operating cash flows for sample firm were assigned based on total accruals and firms growth .

Keyword : Earnings, operating cash flows, dividend, changes dividend, lagged dividend, total accruals and firms growth.

ABSTRAK

Pembayaran dividen memiliki arti penting di dalam *corporate finance* yaitu sebagai alat *transmitter of information* untuk membantu partisipasi pasar di dalam menilai kinerja perusahaan. *Cash flow* dari operasi seharusnya mempunyai hubungan yang positif dengan perubahan dividen, karena *cash flow* dari operasi lebih merefleksikan posisi likuiditas perusahaan dibanding *earning*. Hubungan *cash flow* operasi dengan perubahan dividen telah banyak diuji di dalam studi akuntansi, namun hasil-hasil tersebut menunjukkan hasil yang tidak konsistensi.

Studi ini bertujuan untuk memperoleh bukti empiris mengenai hubungan *cash flow* dari operasi dengan perubahan dividen. Tujuan lainnya menguji pengaruh dari total akrual dan pertumbuhan perusahaan terhadap hubungan *cash flow* dari operasi dengan perubahan dividen. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) selama tahun 1994-1999. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Hipotesis dari penelitian ini diuji dengan menggunakan model regresi logistik.

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa *cash flow* dari operasi mempunyai hubungan dengan perubahan dividen selain dari *earning*. Koefisiennya *cash flow* positif dan signifikan (P- value, 0,031). Koefisien *earning* positif dan signifikan pada (p-value, 0,001). Hasil ini mengindikasikan bahwa *cash flow* dapat digunakan didalam menentukan kebijakan dividen selain *earning*. Adapun hasil lainnya menunjukkan bahwa total akrual dan pertumbuhan perusahaan mempengaruhi hubungan *cash flow* dari operasi dengan perubahan dividen, ini dibuktikan dengan meningkatnya signifikansi *cash flow* dari operasi setelah sampel dikelompokkan menurut total akrual dan pertumbuhan perusahaan.

Kata kunci : *Earning, cash flow* dari operasi, dividen, perubahan dividen, *lagged dividend*, total akrual dan pertumbuhan perusahaan.

BISMILLAH RAHMANI RAHIM

" Ilmu itu lebih baik dari pada harta, ilmu menjaga kamu dan kamu menjaga harta, ilmu sebagai hakim dan harta yang dihukumi, harta dapat berkurang karena di infaqkan tetapi ilmu apabila diinfaqkan malah berkembang biak."

(Sayyidina Ali)

Kupersembahkan tesis ini untuk :

Ayahku Pallime Pakawaru dan Ibu tercinta Hj. Siti Rabiah,

Kakak-kakak, Adik dan Keponakan-keponakan tersayang.

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT, yang telah memberikan rahmat, taufik dan hidayahnya sehingga tesis dengan judul “Hubungan Cash Flow operasi Terhadap Perubahan Dividen Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Periode 1994-1999” ini dapat diselesaikan dengan baik. Penulisan tesis ini merupakan salah satu persyaratan yang harus dipenuhi untuk memperoleh gelar Magister Akuntansi pada Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa dalam penulisan tesis ini jauh dikatakan sempurna, baik dalam teknik penulisan, cara penguraian maupun dalam pembahasan secara ilmiah. Meskipun demikian, penulis telah berusaha semaksimal mungkin sesuai dengan kemampuan yang penulis miliki dan berdasarkan data-data yang diperoleh untuk menyelesaikan tesis sebaik-baiknya.

Dalam menyelesaikan penulisan tesis ini, tidak sedikit bantuan yang penulis peroleh dari berbagai pihak. Dalam kesempatan ini penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih kepada :

1. Drs.Tahrir Hidayat,MM,Akt selaku pembimbing I, yang telah memberikan pengarahan, bantuan dan saran kepada penulis.
2. Ibu Dr.Indah Susilowati,M.Sc selaku pembimbing II, yang telah memberikan pengarahan, bantuan dan saran kepada penulis.
3. Bapak Drs.H.Mohammad Nasir,Msi,Akt selaku Direktur Program Studi Magister Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang.
4. Bapak Dr.Imam Ghozali,M.Com,Akt selaku Deputi Direktur Bidang Akademik.
5. Dosen Pengajar Program Studi Magister Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang.

6. Staf Administrasi Program Studi Magister Akuntansi Universitas Diponegoro Semarang.
7. Bapak Drs. H. Jusuf Paddong selaku Ketua STIE PB. PALU yang telah banyak membantu dalam penyelesaian studi ini.
8. Dosen Pengajar dan Staf Administrasi STIE PB. PALU, yang telah memberikan kesempatan dan dorongan kepada penulis.
9. Ayahanda Pallime Pakawaru, Ibunda Hj.Siti Rabiah dan saudara-saudaraku Kakanda Hajrah, Siti Aminah, Pakaruddin, Ruslin, Nahda, Amiruddin, serta adikku Irham Pakawaru dan tak lupa juga iparku Jayadin, Thahir, Fatma, Rina dan keponakanku yang secara terus menerus memberikan dorongan kepada penulis dalam merampungkan studi.
10. Pak Kadir dan keluarga, Abang Bambang ST, Pak Sahmudin sekeluarga, Abang Azizul yang membantu saya dalam memperoleh data di BEJ, serta rekan rekan saya di kelas A dan B angkatan IV, Pak Achmad Suhaili, Rachmad Shaleh, Saiful Anuar Syahdan, Hamdani, Arfan Lubis angkatan VI, Pak Nandi Sekeluarga yang telah memberikan dorongan moril kepada penulis dan suka duka selama kuliah yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu.

Semoga Allah SWT membalas seluruh budi baik dengan seluruh kasih sayang-Nya yang sejuk, indah dan abadi. Akhir kata penulis mohon maaf apabila terdapat kekurangan dalam penulisan dan penyajian tesis ini. Mudah-mudahan tesis ini dapat bermanfaat bagi pembaca.

Semarang, Oktober 2002

Penulis

Moh. Ilham Pakawaru

DAFTAR ISI

| | Halaman |
|---|---------|
| HALAMAN JUDUL | i |
| HALAMAN PENGESAHAN | ii |
| PERNYATAAN | iii |
| ABSTRAKSI | iv |
| KATA PENGANTAR | vi |
| DAFTAR TABEL | xii |
| DAFTAR GAMBAR | xiii |
| DAFTAR LAMPIRAN | xiv |
| | |
| BAB I PENDAHULUAN | 1 |
| 1.1. Latar Belakang Masalah..... | 1 |
| 1.2. Perumusan Masalah | 9 |
| 1.3. Tujuan Penelitian | 12 |
| 1.4. Manfaat Penelitian | 12 |
| 1.5. Sistematika Penulisan..... | 13 |
| | |
| BAB II TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS | 14 |
| 2.1. Landasan Teori | 14 |
| 2.1.1. Tujuan Laporan Keuangan | 14 |
| 2.1.2. Ketentuan Untuk Memasukkan Laporan Cash Flow Dalam Laporan Keuangan | 15 |
| 2.1.3. Agency Theory | 17 |
| 2.1.4. Cash Flow | 19 |

| | |
|--|--------|
| 2.1.5. Arti Dan Teori Kebijakan Deviden | 21 |
| 2.1.5.1. Kebijakan Deviden | 21 |
| 2.1.5.2. Berbagai Macam Kebijakan Deviden | 24 |
| 2.2. Penelitian Terdahulu | 25 |
| 2.3. Kerangka Pemikiran Teoritis dan Hipotesis | 31 |
| 2.3.1. Hipotesis | 31 |
| 2.3.2. Kerangka Pemikiran Teoritis | 37 |
| BAB III METODE PENELITIAN | 40 |
| 3.1. Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel | 40 |
| 3.2. Jenis Sumber Data | 41 |
| 3.3. Prosedur Pengumpulan Data | 41 |
| 3.4. Definisi Operational dan Pengukuran Variabel | 42 |
| BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN PENELITIAN | 49 |
| 4.1. Proses Pemilihan Sampel | 49 |
| 4.2. Gambaran Singkat Objek Penelitian | 50 |
| 4.3. Statistik Deskriptif | 51 |
| 4.4. Uji Hipotesis | 56 |
| 4.4.1. Pengujian Hipotesis 1 | 57 |
| 4.4.2. Pengujian Hipotesis 2 | 61 |
| 4.4.3. Pengujian Hipotesis 3 | 65 |
| 4.4.4. Perbandingan Model Persamaan Didalam Menjelaskan Perubahan Model | 69 |

| | |
|--|----|
| BAB V KESIMPULAN, IMPLIKASI, KETERBATASAN..... | 71 |
| 5.1. Kesimpulan | 71 |
| 5.2. Implikasi | 73 |
| 5.3. Keterbatasan Penelitian | 73 |
| 5.5. Agenda Penelitian | 74 |

DAFTAR PUSTAKA

DAFTAR RIWAYAT HIDUP

DAFTAR TABEL

| | Halaman |
|--|---------|
| Tabel 1. Daftar Penelitian Empiris Terdahulu | 29 |
| Tabel 2. Proses Pemilihan Sampel 1994 – 1999 | 50 |
| Tabel 3. Klasifikasi Industri | 50 |
| Tabel 4. Statistik Deskriptif | 52 |
| Tabel 5. Statistik Deskriptif Variabel Setelah Dikelompokkan Menurut Total Akrual | 53 |
| Tabel 6. Statistik Deskriptif Variabel Setelah Dikelompokkan Menurut Per- tumbuhan Perusahaan | 55 |
| Tabel 7. Ringkasan Estimasi Model Logiz Binary PDIF = f (Earning, FFO, DIVLB) Tanpa Adanya Pengelompokkan Berdasarkan Faktor Kontekstual | 58 |
| Tabel 8. Ringkasan Estimasi Model Logiz Binary PDIF = f (Earning, FFO, DIVLB) Pengelompokkan Perusahaan Berdasarkan Total Akrual ... | 62 |
| Tabel 9. Ringkasan Estimasi Model Logiz Binary PDIF = f (Earning, FFO, DIVLB) Pengelompokkan Perusahaan Berdasarkan Pertumbuhan Perusahaan | 66 |

DAFTAR GAMBAR

| | Halaman |
|--|---------|
| Gambar 1. Hubungan Cash Flow Dari Operasi dan Earning Terhadap Perubahan Deviden | 38 |
| Gambar 2. Pengaruh Total Aktual Perusahaan Terhadap Hubungan Antara Cash Flow Dari Operasi Dengan Perubahan Deviden | 39 |
| Gambar 3. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Hubungan Antara Cash Flow Operasi Dengan Perubahan Deviden | 39 |

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Saat ini perhatian tentang laporan *cash flow* sangatlah penting. Seperti yang dituangkan dalam *International Accounting Standar Committee* (IASC) yang di dalamnya mengatur, bahwa setiap perusahaan perlu untuk menyediakan laporan *cash flow* dalam penyertaan laporan keuangan. Di dalam standar tersebut mengakui bahwa informasi *cash flow* dapat digunakan untuk menaksir kebijakan dividen sebuah perusahaan. Miller dan Modigliani's (1961) dalam analisis dividennya berkesimpulan bahwa perubahan dividen yang dipercaya manajemen merupakan harapan *earning* dan *cash flow* di masa yang akan datang.

Seperti yang dijelaskan pada SFAC No. 1 bahwa tujuan dari pelaporan keuangan adalah menyediakan informasi bagi investor dan kreditor maupun pemakai potensial lainnya dalam penaksiran mengenai jumlah, waktu dan ketidakpastian dari penerimaan laporan *cash flow* bersih (*cash flow netto*) prospektif. Kemampuan ini biasanya mempengaruhi harga pasar dan surat berharga perusahaan yang bersangkutan (FASB, 1978). Berdasarkan hal tersebut dapat dikatakan bahwa informasi laporan *cash flow* merupakan informasi penting yang dibutuhkan investor untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas bagi investor maupun untuk membayar kewajiban perusahaan yang jatuh tempo, serta kegiatan operasional perusahaan sehari - hari.

Sehubungan dengan hal tersebut, dalam rangka meningkatkan pengungkapan laporan keuangan, FASB (1978) merekomendasikan bagi perusahaan untuk menyajikan

laporan *cash flow* disamping jenis laporan keuangan lainnya. Rekomendasi FASB tersebut tertuang dalam *Statement of Financial Accounting Standards* (SFAS) No. 95 tentang laporan *cash flow* (FASB, 1987). Di Indonesia rekomendasi untuk menyertakan laporan *cash flow* sebagai bagian yang tidak terpisahkan dalam laporan keuangan dinyatakan dalam Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK} No.2 dan mulai berlaku efektif sejak tanggal 1 januari 1995 (IAI,1994) menyatakan bahwa para pemakai laporan keuangan ingin mengetahui bagaimana perusahaan menghasilkan dan menggunakan kas dan setara kas. Kegunaan *cash flow* adalah memberikan informasi yang memungkinkan para pemakai untuk mengevaluasi perubahan dalam aktiva bersih perusahaan, struktur keuangan (termasuk likuiditas dan solvabilitas) dan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dan setara kas dan memungkinkan para pemakai mengembangkan model untuk menilai dan membandingkan nilai sekarang dan *cash flow* masa depan dari berbagai perusahaan. Informasi tersebut juga meningkatkan daya banding pelaporan pengaruh penggunaan perlakuan akuntansi yang berbeda terhadap transaksi dan peristiwa yang sama. Dari tujuan pelaporan keuangan diatas terlihat pentingnya peranan informasi akuntansi untuk memabantu pihak-pihak berkepentingan (investor, kreditor, dan pihak lainnya) dalam membuat keputusan ekonomi. Sejalan dengan ketentuan PSAK No. 2, Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) juga menerbitkan Surat Keputusan Kepala Bapepam No. Kep. 80/ PM/ 1996 yang mensyaratkan perusahaan yang *go public* untuk menyertakan laporan *cash flow* dalam laporan keuangan berkala yang diserahkan kepada Bapepam. Hal tersebut dilakukan dalam rangka meningkatkan pelaksanaan prinsip *full disclosure* dalam kegiatan pasar modal.

Kebijakan dividen merupakan salah satu masalah penting yang harus dipertimbangkan dalam keputusan manajemen, karena hal tersebut tampak sebagai suatu cara yang penting bagi perusahaan untuk berkomunikasi dengan pelaku pasar. Adapun salah satu kebijakan tersebut adalah memutuskan apakah *earning* yang diperoleh oleh perusahaan selama satu periode akan dibagi sebagian untuk dividen dan sebagian lagi ditahan. Apabila perusahaan memutuskan untuk membagi *earning* yang diperoleh sebagai dividen berarti akan mengurangi jumlah *earning* yang ditahan yang akhirnya juga mengurangi sumber dana intern yang merupakan sarana dalam pengembangan perusahaan dalam hal investasi. Sedangkan apabila perusahaan tidak membagikan *earning* nya sebagai dividen justru akan memperbesar sumber dana intern perusahaan dan akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk mengembangkan perusahaan (Agus sartono, 2000).

Informasi tentang kebijakan dividen dalam hal ini perubahan dividen sangatlah dibutuhkan oleh para investor dipasar modal untuk mengetahui bagaimana kinerja perusahaan, terutama terkait dengan kinerja keuangan perusahaan yang dikelola oleh manajemen. Investor tidak dapat selalu mempercayai manajer dalam menyajikan informasi yang tidak bias mengenai prospek perusahaanya, tetapi dengan adanya signal dividen yang relatif lebih reliabel karena hal tersebut membutuhkan pembayaran kas dan kas tidak mudah untuk dimanipulasi. Pengujian tentang signifikansi perubahan dividen menunjukkan bahwa pasar modal bereaksi secara menguntungkan terhadap pengumuman *good news* (kenaikan dividen), dan sebaliknya terhadap pengumuman *bad news* (penurunan dividen), mendukung bahwa perubahan dividen memiliki nilai informasi (Mihaely et al, 1995).

Penelitian yang menguji tentang hubungan *earning* dengan perubahan dividen telah banyak dilakukan. Penelitian- penelitian yang dilakukan diluar negeri menunjukkan bukti empiris adanya kandungan informasi dari perubahan dividen yang terkait dengan *earning*, pertamakali diteliti oleh Lintner (1956), yang mengemukakan bahwa perusahaan hanya menaikkan dividen ketika manajemen mempunyai keyakinan bahwa *earning* secara permanen akan naik, maksudnya adalah bahwa kenaikan dividen mengimplikasikan bagian dari distribusi *earning*. Miller dan Modigliani (1961) yang dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham suatu perusahaan atau terhadap biaya modal perusahaan tersebut. Nilai perusahaan ditentukan oleh *basic* dari kemampuan *earning* dan tingkat resiko dan bukan oleh *split* laba diantara dividen dan laba ditahan perusahaan tersebut. Fama dan Blacomin (1968) seperti yang dikutip oleh Charitou dan Vafeas (1998) pendapatan bersih dan dividen tahun sebelumnya merupakan determinan-determinan yang mendasari terjadinya perubahan dividen. De Angelo et al. (1992) menemukan dividen dan *earning* sekarang penting untuk memprediksi *earning* dimasa yang akan datang. Simon (1994) dalam Charitou dan Vafeas (1998) dalam penelitiannya menemukan hubungan antara *earning* dengan perubahan dividen. Kao dan Wu (1994) menemukan terdapat hubungan positif antara dividen dengan *earning* permanen. Sedangkan Michaely dan Thaler (1997) menemukan adanya hubungan antara perubahan dividen dan perubahan *earning*. Sedangkan Bernartzi et al. (1997) dalam penelitiannya mengemukakan bahwa adanya hubungan antara perubahan dividen naik dengan perubahan *earning* (ketika dividen naik, *earning* juga naik), namun demikian mereka tidak menemukan bukti hubungan yang positif antara perubahan dividen dengan perubahan *earning* dimasa akan datang.

Charitou dan Vafeas (1998) menemukan adanya hubungan antara *earning* dengan perubahan dividen. Beberapa penelitian yang menguji hubungan *earning* dengan perubahan dividen di Indonesia. Yan Arsyah (1999) menguji pengaruh perubahan dividen terhadap *future earning* di BEJ dan hasilnya tidak terdapat juga bukti yang cukup untuk mengatakan bahwa perubahan dividen berpengaruh terhadap *future earning*. Hari Setianto (2002) dalam penelitiannya menemukan perubahan *earning* dapat dipergunakan sebagai alat untuk memprediksi perubahan dividen.

Penelitian –penelitian yang menguji hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen dilakukan oleh Miller dan Modigliani (1961), secara eksplisit mengemukakan bahwa dividen dapat memberikan informasi tentang laporan *cash flow* dimasa akan datang ketika pasar dalam keadaan tidak sempurna. Hagerman dan Huefner, 1980; Crum ; 1988; Simon,1994 dalam Charitou dan Vafeas (1998) tidak menemukan hubungan antara laporan *cash flow* dari operasi dengan perubahan dividen dengan asumsi laba dianggap tetap (*given earning*) Brigham dan Gopenski (1996) mengemukakan bahwa *cash flow* lebih penting dan mampu mereplikasikan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Foster (1997), Watts dan Zimmerman (1997) dalam penelitiannya menemukan terdapat hubungan antara *earning* dengan *cash flow* untuk memprediksi perubahan dividen. Sedangkan dalam penelitian Charitou dan Vafeas (1998) juga tidak menemukan hubungan anantara laporan *cash flow* dari operasi dengan perubahan dividen, akan tetapi menemukan hubungan antara laporan *cash flow* dari operasi dengan perubahan dividen dengan memasukkan faktor kontekstual dalam model pengujian. Penelitian di Indonesia yang menguji hubungan laporan *cash flow* dengan perubahan dividen pernah dilakukan oleh Suadi (1998) dalam penelitiannya menyatakan

bahwa terdapat hubungan antara laporan *cash flow* dengan jumlah pembayaran dividen. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Hari Setianto (2002) tidak menemukan hubungan antara perubahan laporan *cash flow* dengan perubahan dividen.

Kegunaan dan keandalan dari laba akrual dalam konteks penilaian telah dipertanyakan oleh masyarakat keuangan (Raburn, 1986). Proses akrual di kritik karena didasarkan pada biaya historis dan pelaporan laba dan akrual dapat dimanipulasi dengan berbagai pilihan prinsip akuntansi. Oleh karena itu, banyak penelitian-penelitian yang dilakukan untuk mengungkapkan lebih jauh hubungan antara *cash flow* dan laba akrual (*earning*) dengan perubahan dividen. Selain itu laba akrual tidak secara penuh menggambarkan posisi likuiditas perusahaan. Dari kekurangan-kekurangan tersebut membuat laba akrual kurang realibel dalam menentukan kebijakan dividen. Seperti yang diungkapkan oleh Lawson (1997) dalam Charitou dan Vafeas (1998), yang menyatakan bahwa kebijakan dividen yang didasarkan pada laba akrual adalah tidak konsisten dengan *Ex ante model Share holder Value Creation (SVC)*, dimana untuk memaksimalkan nilai perusahaan organisasi harus berinvestasi pada proyek yang menghasilkan *Net Present Value (NPV)* yang positif dan secara bersamaan mempertimbangkan likuiditas perusahaan, dan ini dimiliki oleh *cash flow* yang dapat digunakan sebagai pengganti dalam mengukur kinerja perusahaan dan sebagai pengukur tingkat likuiditas perusahaan.

Charitou dan Vafeas (1998) dalam penelitiannya mengemukakan bahwa pada penelitian terdahulu Hagerman dan Huefner (1980), Krum (1988), dan Simon (1994) dalam menguji hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen belum mempertimbangkan faktor-faktor kontekstual yang mempengaruhi hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen.

Secara khusus Charitou dan Vafeas (1998) menyatakan adanya hubungan non-linier antara *cash flow* ketika *cash flow* tersebut rendah dibandingkan dengan *earning* (Ali, 1994). Selain itu bertumpu pada teori keuangan tradisional dan Jensen (1986), mereka menghipotesakan, hasil empiris yang mendukung hubungan antara *cash flow* dengan perubahan dividen secara substansial bergantung pada (a) besarnya total akrual, dan (b) peluang pertumbuhan (*growth opportunities*) yang diproksikan oleh *market – to – book ratio* perusahaan.

Atas dasar faktor – faktor kontekstual tersebut Charitou dan Vafeas (1998) dalam penelitian menyatakan bahwa (1) laporan *cash flow* adalah prediktor yang lebih penting terhadap perubahan dividen ketika akrual kecil (2) hubungan antara *cash flow* dengan perubahan dividen lebih kuat untuk perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang sedang, adapun alasannya bahwa (a) Kemampuan dari sebuah perusahaan untuk merubah kebijakan devidennya kadang bergantung padaposisi likuiditasnya. Ketika *cash flow* yang memadai tersedia, sebuah perusahaan dapat menentukan kebijakan+ devidennya sesuai dengan kinerjanya, hal itu mungkin meningkatkan pembayaran sebagai respon terhadap kinerja yang baik (*earning* yang tinggi) atau menurunkan pembayaran sebagai respon terhadap kinerja yang buruk (*earning* yang rendah). Ketika *cash flow* yang tersedia tidak cukup memadai, perusahaan bisa saja untuk merubah kebijakan dividen sebagai respon terhadap kinerjanya. Maka, ketika *cash flow* itu rendah, *cash flow* (selain *earning*) diperkirakan memainkan peran signifikan dalam penentuan kebijakan dividen. (b) untuk hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen, dikondisikan pada sejauh mana peluang dari pertumbuhan dimasa mendatang, karena pertumbuhan mendatang juga diperkirakan mengurangi hubungan antara perubahan dividen dengan *cash flow*. Adapun alasannya bahwa, perusahaan dengan

pertumbuhan tinggi perusahaan memilih *cash flow* untuk mendanai proyek-proyek investasi yang menguntungkan bagi perusahaan dan memiliki disinsentif yang jelas dalam pembayaran *cash flow* dari operasi sebagai dividen (Gaver dan Gaver, 1993). Disebabkan karena insentif pribadi manajer, pada pertumbuhan yang rendah manajer mungkin lebih memilih menginvestasikan *cash flow* dari operasi dibanding dengan menurunkan pembayaran *cash flow* sebagai dividen (Jansen, 1986). Akan tetapi pada pertumbuhan yang sedang perusahaan memiliki *opportunity cost* yang lebih rendah dari dividen dibandingkan dengan pertumbuhan tinggi. Selain itu, kepentingan manajerial dan para pemegang saham diperusahaan dengan pertumbuhan sedang lebih secara ketat disesuaikan, dibandingkan dengan kepentingan pihak-pihak perusahaan dengan pertumbuhan rendah.

Penelitian yang dilakukan oleh Charitou (2000) melakukan pengujian terhadap 191 perusahaan di Jepang yang melaporkan kerugian didalam laporan keuangan selama periode 1990 – 1994 dengan menggunakan pendekatan *univariate* dan *multivariate regression* menguji dampak *cash flow*, *earning* dan kerugian terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini memberikan kontribusi bahwa *earning*, *cash flow* dan kerugian tahunan berhubungan dengan perubahan dividen pada perusahaan yang telah mapan dan menyampaikan dividen.

Penjelasan-penjelasan sebelumnya, terlihat pentingnya peranan informasi terhadap akuntansi. Oleh karena itu, penelitian ini adalah dipandang sangat tepat untuk meneliti masalah pengaruh total akrual dan pertumbuhan perusahaan terhadap hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen. Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian yang pernah dilakukan oleh Charitou dan Vafes (1998). Adapun yang membedakan dengan penelitian sebelumnya adalah objek penelitian dan pembagian kelompok perusahaan

berdasarkan total akrual dan pertumbuhan perusahaan. Objek penelitian kali ini adalah pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, sedangkan pembagian kelompok perusahaan yang berdasarkan total akrual dan pertumbuhan perusahaan dibagi dalam tiga kelompok (rendah, sedang, tinggi) yang peneliti sebelumnya membagi ke dalam lima kelompok bagian. Selain itu tahun pengamatan juga membedakan dengan penelitian sebelumnya (penelitian terdahulu sepuluh tahun pengamatan dan penelitian sekarang hanya mengambil enam tahun pengamatan) dan alat analisis yang digunakan dalam penelitian sekarang menggunakan Logistic Regression seperti yang digunakan oleh Charitou (2000) karena variabel dependennya memakai skala kategorikal. Penelitian ini dibatasi untuk perusahaan manufaktur saja (untuk menghindari adanya perbedaan karakteristik dalam pencatatan laporan keuangan khususnya *cash flow* dari operasi.

1.2. Perumusan masalah

Keputusan kebijakan dividen dapat memberikan informasi bagaimana kondisi saat ini dan upaya yang direncanakan untuk mengantisipasi masa datang. Dalam penentuan kebijakan dividen (perubahan dividen) ini terkait dengan laporan *cash flow* (Mark E. Hoder dan kawan – kawan, 1998). Charitou dan Vafeas (1998) menjelaskan lebih lanjut kas secara signifikan lebih penting dibandingkan *earning* dengan 2 kemungkinan alasannya ; pertama, *cash flow* lebih langsung mengukur likuiditas dibandingkan *earning*. Kedua Manajaer bisa saja melakukan manipulasi *earning* untuk memaksimalkan bonus, memperoleh kredit atau menjaga dari tekanan politik (Healy, 1985). Memanipulasi *earning* dari akrual mengurangi manfaat relatif dari *earning* itu sendiri dalam hal pengukuran kinerja perusahaan. Maka, *earning* dari akrual yang dimanipulasi tersebut mungkin kurang penting dalam menjelaskan

perubahan dividen dibandingkan dengan *cash flow*, mengingat *cash flow* dari operasi mencerminkan likuiditas perusahaan, dan posisi likuiditas perusahaan merupakan dasar keputusan sebuah perusahaan untuk menurunkan atau menaikkan dividen.

Jansen (1986) dalam Charitou dan Vafeas (1998) menjelaskan ada dua faktor yang sangat kontekstual mengurangi hubungan antara *cash flow* dengan perubahan dividen yaitu besarnya total akrual dan pertumbuhan perusahaan yang diprosikan oleh *market – to – book ratio* perusahaan. Atas dasar faktor – faktor kontekstual tersebut Charitou dan Vafeas (1998) dalam penelitian menyatakan bahwa:

- (1) laporan *cash flow* adalah prediktor yang lebih penting terhadap perubahan dividen ketika akrual kecil.
- (2) hubungan antara *cash flow* dengan perubahan dividen lebih kuat untuk perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang sedang.

Adapun alasan yang dikemukakan oleh Charitou dan Vafeas (1998) adalah kemampuan dari sebuah perusahaan untuk merubah kebijakannya kadang bergantung pada posisi likuiditasnya. Ketika *cash flow* yang memadai tersedia, sebuah perusahaan dapat menentukan kebijakannya sesuai dengan kinerjanya, itu mungkin meningkatkan pembayaran sebagai respon terhadap kinerja yang baik (*earning* yang tinggi) atau menurunkan pembayaran sebagai respon terhadap kinerja yang buruk (*earning* yang rendah). Ketika *cash flow* yang tersedia tidak cukup memadai, perusahaan bisa saja untuk merubah kebijakannya sebagai respon terhadap kinerjanya. Oleh karena itu, ketika *cash flow* itu rendah, *cash flow* (selain *earning*) diperkirakan memainkan peran signifikan dalam

penentuan kebijakan dividen. (b) untuk hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen, dikondisikan pada sejauh mana peluang dari pertumbuhan dimasa mendatang, karena pertumbuhan mendatang juga diperkirakan mengurangi hubungan antara perubahan dividen dengan *cash flow*. Adapun alasannya bahwa, perusahaan dengan pertumbuhan tinggi memilih untuk mendanai proyek-proyek investasi yang menguntungkan bagi mereka dan memiliki disinsentif yang jelas dalam pembayaran *cash flow* dari operasi sebagai dividen (Gaver dan Gaver, 1993). Karena insentif pribadi, pada pertumbuhan yang rendah manajer mungkin lebih memilih menginvestasikan *cash flow* dari operasi dibanding dengan menurunkan pembayaran *cash flow* sebagai dividen (Jansen, 1986). Akan tetapi pada pertumbuhan yang sedang perusahaan memiliki *oportunity cost* yang lebih rendah dari dividen dibandingkan dengan pertumbuhan tinggi. Selain itu, kepentingan manajeral dan para pemegang saham diperusahaan dengan pertumbuhan sedang lebih secara ketat disesuaikan, dibandingkan dengan kepentingan pihak-pihak perusahaan dengan pertumbuhan rendah.

Dari paparan permasalahan diatas, maka timbul dugaan dugaan seperti yang dituliskan berikut ini:

1. Apakah *cash flow* dari operasi mempunyai hubungan positif dan signifikan dengan perubahan dividen, *given earnings* (laba dianggap tetap).
2. Apakah *cash flow* dari operasi yang rendah mempunyai hubungan positif dan signifikan dengan perubahan dividen, *given earnings* (laba dianggap tetap).
3. Apakah *cash flow* dari operasi dengan prospek pertumbuhan yang sedang merupakan prediktor terbaik di dalam memprediksi perubahan dividen.

1.3 Tujuan Penelitian

Penelitian ini mempunyai tujuan sebagai berikut:

1. Untuk memberikan bukti empiris adanya hubungan *cash flow* dari operasi dengan perubahan dividen.
2. Untuk memberikan bukti empiris adanya pengaruh besarnya total akrual terhadap hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen.
3. Untuk memberikan bukti empiris adanya pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen.

1.4 Manfaat Penelitian

Hasil dari penelitian yang dilakukan ini diharapkan mempunyai manfaat sebagai berikut:

1. Memberikan kontribusi kepada investor maupun calon investor mengenai manfaat penggunaan laporan *cash flow* sebagai salah satu pertimbangan penting dalam analisis investasinya.
2. Memberikan tambahan acuan untuk penelitian berikutnya, khususnya penelitian yang menguji manfaat dari *cash flow*.
3. Bagi praktisi, dengan mengetahui alternatif pengukuran kemampuan perusahaan membayar dividen, akan membantu manajemen perusahaan dalam menetapkan target pembayaran dividen dalam jangka panjang.

1.5 Sistematika penulisan Tesis

Laporan hasil penelitian akan disusun dengan sistematika pembahasan yang akan dibagi dalam lima bab.

Bab I merupakan pendahuluan, yang akan membahas fenomena empiris yang menjadi latar belakang penelitian. Selanjutnya bab tersebut akan menguraikan perumusan masalah, tujuan, serta manfaat penelitian yang dilakukan.

Bab II berisi telaah pustaka yang menjadi acuan pemahaman teoritis dalam penelitian ini, kerangka pemikiran teoritis dan pengembangan hipotesis penelitian.

Bab III akan menguraikan metodologi yang digunakan dalam penelitian ini, yang antara lain meliputi uraian mengenai populasi dan prosedur penentuan sampel, jenis dan sumber data, prosedur pengumpulan data, definisi operasional variabel, serta teknik analisis variabel.

Bab IV merupakan pembahasn dan hasil penelitian. Bab ini akan membahas deskripsi hasil pengolahan data, pengujian hipotesis dan penjelasan yang mendukung dalam rangka pengambilan kesimpulan penelitian.

Bab V berisi kesimpulan, implikasi dan keterbatasan dari hasil penelitian.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

2.1. Landasan Teori

2.1.1 Tujuan Laporan Keuangan

Dalam Kerangka Dasar Penyusunan dan Penyajian Laporan Keuangan (IAI, 1994) paragraf 12 dinyatakan bahwa tujuan laporan keuangan adalah menyediakan informasi yang menyangkut posisi keuangan, kinerja, serta perubahan posisi keuangan suatu perusahaan yang bermanfaat bagi sejumlah besar pemakai dalam pengambilan keputusan .

PSAK No. 2 paragraf 16-18 menyatakan bahwa posisi keuangan perusahaan dipengaruhi oleh sumber daya yang dikendalikan, struktur keuangan, likuiditas dan solvabilitas, serta kemampuan beradaptasi terhadap perubahan lingkungan. Informasi kinerja perusahaan, terutama profitabilitas, diperlukan untuk menilai perubahan potensial sumber daya ekonomi yang mungkin dikendalikan di masa depan. Sedangkan informasi perubahan posisi keuangan perusahaan bermanfaat untuk menilai aktifitas investasi, pendanaan dan operasi selama periode pelaporan. Selanjutnya dalam paragraf 19 disebutkan bahwa informasi posisi keuangan terutama disediakan dalam laporan laba – rugi. Dalam laporan keuangan, informasi perubahan posisi keuangan disajikan dalam laporan tersendiri .

SFAC No. 1 (FASB, 1988) menjelaskan bahwa tujuan utama dari pelaporan keuangan adalah untuk menyediakan informasi yang berguna bagi para investor dan investor potensial, para kreditor, dan para pemakai lainnya untuk membuat keputusan investasi yang rasional, keputusan kredit, dan keputusan yang sejenis dan rasional. Hal ini sesuai dengan

theory of decision (Scott, 2000). Teori ini memberikan pemahaman yang baik mengenai bagaimana investor atau calon investor membuat keputusan yang rasional dalam kondisi ketidakpastian. Teori ini memungkinkan investor atau calon investor untuk memahami konsep informasi yang memungkinkan keputusan yang dibuat lebih tepat.

Tujuan pelaporan keuangan lainnya adalah menyediakan informasi untuk menilai jumlah, waktu, dan ketidakpastian dari penerimaan dimasa mendatang, dan dividen atau bunga, dan hasil bersih penjualan, pelunasan, atau jatuh tempo dari sekuritas atau hutang. Tujuan ini dimaksudkan untuk memberikan informasi mengenai hasil dan risiko atas investasi yang akan dilaiikan. Hal ini menunjukkan bahwa tujuan pelaporan keuangan juga mempertimbangkan mengenai *theory of investmen* (Scott, 2000). Teori ini membantu investor atau calon investor untuk memahami sifat dan risiko portofolio investasi.

2.1.2 Ketentuan Untuk Memasukkan Laporan *Cash flow* dalam Laporan keuangan.

Dalam *International Accounting Standar Committee* (IASC), menyatakan bahwa setiap perusahaan perlu untuk menyediakan *cash flow* dalam penyertaan laporan keuangan. Dan *Financial Accounting Standard board* (FASB) dalam *Statemen of Financial Accounting Concept* (SFAC) No.1 yang menyebutkan bahwa Tujuan pelaporan keuangan adalah untuk menyediakan informasi bagi investor, kreditor dan pemakai eksternal lainnya untuk pengambilan keputusan investasi dan kredit. Disamping itu dalam SFAC No.1 menyebutkan bahwa laporan keuangan itu berfungsi untuk mengurangi kondisi ketidakpastian mengenai prospek arus kas, atas hal tersebut maka FASB (1987) mengeluarkan *Statement of Financial Accounting Standar* (SFAS) No. 95 tentang *Statement of cash flow* yang merekomendasikan untuk memasukkan *cash flow* sebagai bagian yang tidak terpisahkan dari laporan keuangan.

Di Indonesia itu sendiri dalam Ikatan Akuntansi Indonesia (IAI), yang pada tanggal 1 september 1994 menerbitkan Standar Akuntansi Keuangan (SAK) yang mulai berlaku efektif per 1 januari 1995. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No.2 yang merekomendasikan untuk memasukkan laporan cash flow sebagai bagian yang tidak terpisahkan dari laporan keuangan . Keputusan Bapepam No. Kep. 80/PM/1996, yang tertanggal 17 Januari 1996, tentang kewajiban emiten menyertakan laporan *cash flow* dalam laporan keuangan berkala kepada Bapepam. Hal tersebut secara rinci dapat ditemukan pada lampiran keputusan Bapepam, No 1 butir c, yang menyatakan bahwa emiten wajib menyerahkan laporan keuangan termasuk juga cash flow.

Adapun kegunaan informasi cash flow menurut PSAK No, par 03 dan 04 (IAI, 1994) adalah sebagai berikut:

1. Jika digunakan dalam kaitannya dengan laporan keuangan yang lain, laporan *cash flow* dapat memberikan informasi yang memungkinkan para pemakai untuk mengevaluasi perubahan dalam aktiva bersih perusahaan, struktur keuangan (termasuk likuiditas dan solvabilitas) dan kemampuan untuk mempengaruhi jumlah serta waktu *cash flow* dalam rangka adaptasi dengan perubahan keadaan dan peluang.
2. Informasi *cash flow* berguna untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas dan setara kas dan memungkinkan para pemakai mengembangkan model untuk menilai dan membandingkan nilai sekarang dan *cash flow* masa depan dari berbagai perusahaan.

3. Informasi tersebut juga meningkatkan daya banding pelaporan kinerja operasi berbagai perusahaan karena dapat meniadakan pengaruh penggunaan perlakuan akuntansi yang berbeda terhadap transaksi dan peristiwa yang sama.
4. Informasi *cash flow* historis sering digunakan sebagai indikator dari jumlah, waktu, dan kepastian arus kas masa depan.
5. Informasi *cash flow* juga berguna untuk meneliti kecermatan dan taksiran *cash flow* masa depan yang telah dibuat sebelumnya dan dalam menentukan hubungan antara profitabilitas dan *cash flow* bersih serta dampak perubahan harga.

2.1.3 Agency Theory

Scott (1997) menyimpulkan bahwa perusahaan memiliki banyak kontrak diantaranya kontrak kerja antara perusahaan dengan para perusahaannya dengan para manajernya serta kontrak kerja antara pinjaman dengan kreditnya. Kedua jenis kontrak ini seringkali dibuat berdasarkan angka *earning* bersih, oleh karena itu teori *agency* itu dipandang dapat mempunyai implikasi dengan akuntansi.

Salah satu daya tarik teori *agency* adalah kemampuan dalam menggali permasalahan-permasalahan dimana informasi tidak terdistribusi dengan seimbang antara *agen* dengan *principal* atau ketidakmampuannya dalam mengamati usaha *agen* secara langsung. Jika *principal* tidak dapat mengamati usaha *agen* secara langsung atau mengukur *output* secara akurat, maka *agen* mungkin dapat melakukan tindakan yang berbeda dari apa yang berbeda dalam kontrak kerja. Masalah ini dinamakan dengan *moral hazard*, masalah yang berkaitan dengan motivasi lainnya dapat muncul juga, meski usaha *agen* dapat diamati secara langsung. Seorang *principal*, yang tidak mempunyai akses ke semua informasi yang

tersedia bagi *agen* pada saat keputusan diambil, tidak bisa mengetahui apakah usaha yang dijalankan telah dipilih dengan semestinya atas dasar informasi *agen* telah mengingkari kewajibannya. Masalah ini disebut *adverse selection*.

Fokus teori *agency* dalam penelitian adalah pada hubungan kontraktual di antara anggota perusahaan yaitu *prinsipal* dan *agen*. Dimana *prinsipal* ini mendelegasiakan pertanggungjawaban *decision making* kepada *agen*. Keduanya diansumsikan mempunyai motivasi rasional yang sama terhadap ekonomi atas kepentingannya sendiri, tetapi berbeda dalam pilihan kepercayaan dan informasi. Wewenang dan tanggung jawab *prinsipal* dan *agen* ditentukan dalam kontrak kerja atas persetujuan bersama.

Seperti yang telah dijelaskan pada bagian pendahuluan, penelitian ini mengacu pada teori *Agency*. Ini dibuktikan dari penelitian yang dilakukan oleh Charitou dan Vafeas (1998). Dalam penelitiannya menyebutkan bahwa adanya keterbatasan *earning* yang merupakan komponen akrual bila dibandingkan *cash flow*. Dimana sebagian pengakuan akrual adalah merupakan kebijaksanaan pihak manajemen. Sejak dulu *earning* digunakan di dalam mengukur kinerja sebagai kompensasi kontrak terhadap manajer. Oleh karena itu manajer sangat insentif untuk memanipulasi *earning* dari akrual demi kepentingannya (Healy, 1985). Dan akibat kecenderungan memanipulasi terhadap *earning* dari akrual relatif akan mengurangi kegunaan *earning* dari akrual, yang akhirnya menyebabkan *earning* ini kurang penting didalam menjelaskan perubahan dividen dibandingkan dengan *cash flow*.

2.1.4 *Cash flow*

Cash flow sebagaimana didefinisikan didalam PSAK No. 2, paragraf 09 (IAI,1994) menyatakan bahwa laporan *cash flow* harus melaporkan *cash flow* selama periode tertentu dan diklasifikasikan menurut aktivitas operasi, investasi, dan pendanaan. *Cash flow* adalah arus masuk dan arus keluar kas atau setara kas. Setara kas maksudnya adalah investasi yang sifatnya sangat likuid, berjangka pendek dan yang dengan cepat dapat dijadikan kas dalam jumlah tertentu tanpa menghadapi risiko perubahan nilai yang signifikan. Aktivitas operasi adalah aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan. Aktivitas investasi adalah perolehan dan pelepasan aktiva jangka panjang serta investasi lain yang tidak termasuk setara kas. Aktivitas pendanaan adalah aktivitas yang mengakibatkan perubahan dalam jumlah serta komposisi modal dan pinjaman perusahaan. Selanjutnya dalam paragraf 17 disebutkan juga bahwa perusahaan harus melaporkan *cash flow* dari aktivitas operasi dengan menggunakan salah satu dari metode berikut ini :

1. Metode langsung : dengan metode ini kelompok utama dari penerimaan kas bruto dan pengeluaran kas bruto diungkapkan; atau
2. Metode tidak langsung: dengan metode ini laba atau rugi bersih disesuaikan dengan mengoreksi pengaruh dari transaksi bukan kas, penangguhan (*deferral*) atau akrual dari penerimaan atau pembayaran kas untuk operasi di masa lalu dan masa depan, dan unsur penghasilan atau beban yang berkaitan dengan *cash flow* investasi atau pendanaan.

Adapun proses *cash flow* yang terjadi diperusahaan sifatnya berlangsung secara terus-menerus sepanjang hidup perusahaan, yang terdiri dari aliran kas masuk (*cash inflow*)

dan kas keluar (*cash out flow*) (Gitosudarmo,1999). Tujuan dari laporan *cash flow* menurut Varhorne (1995, 178) adalah untuk melaporkan arus masuk dan arus keluar perusahaan dalam periode berjalan, yang dibedakan dalam tiga kategori: kegiatan operasi, investasi dan pendanaan. Laporan ini diharuskan menurut standar laporan akuntansi keuangan (SFAS) Nomor 95. Jika digunakan dengan informasi pada dua laporan keuangan dasar lainnya serta pengungkapan-pengungkapan yang berhubungan, laporan *cash flow* dapat membantu manajer keuangan untuk menilai dan mengidentifikasi:

1. Kemampuan perusahaan untuk memperoleh arus masuk bersih dimasa depan dari kebutuhan operasi untuk membayar hutang, bunga dan dividen.
2. Kebutuhan perusahaan akan dana dari luar.
3. Alasan adanya perbedaan antara penghasilan bersih dan *cash flow* bersih dari kegiatan operasi.
4. Dampak dari penginvestasian dan pendanaan transaksi kas maupun non kas.

Manfaat utama penyajian *cash flow* ini adalah pertama, membantu investor atau kreditor di dalam memprediksi kas yang mungkin didistribusikan dalam bentuk dividen dimasa mendatang atau bunga serta dalam bentuk distribusi likuidasi atau pembayaran kembali kepada prinsipal. Kedua, membantu dalam penilaian risikovariabilitas return masa datang dan probabilitas (Parawiyati,dkk 2000).

Para peneliti seperti Foster (1977) dan Wattz dan Zimmerman dalam Parawiyati, telah menguji secara empiris tentang hubungan *earning* dengan *arus kas*, menyatakan bahwa proses penghasilan laba akuntansi menunjukkan proses menghasilkan arus kas, sehingga

hubungan tersebut memiliki implikasi terhadap perubahan harga saham dihubungkan dengan *unexpected earning*.

Meskipun *cash flow* bermanfaat untuk memprediksi *cash flow* dimasa mendatang, namun ada kesulitan di dalam menggunakan data historis tersebut, yaitu saling ketergantungan. Hendrkisen (1992) memberi contoh sebagai berikut, kas yang tersedia atau kas yang diharapkan diterima mungkin digunakan untuk keperluan selain dividen seperti pengeluaran modal atau pembayaran hutang.

FASB, didalam SFAC No. 2 menyatakan bahwa relevan dan dapat dipercaya merupakan unsur utama yang membuat informasi akuntansi bermanfaat. Laporan cash flow memungkinkan penyajian informasi yang lebih bermanfaat kepada investor dan kreditor karena mereka bias melakukan prediksi retun masa depan dan mengevaluasi risiko investasi mereka (Schroeder, 1995, 225).

2.1.5 Arti dan Teori Kebijakan Dividen

2.1.5.1 Kebijakan Dividen

Menurut Robert Ang (1997) dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan (*return earnings*) yang ditahan sebagai cadangan bagi perusahaan, pendapatan bersih setelah pajak disebut dengan NIAT (*net income after tax*) atau EAT (*earning after tax*). Dividen ini untuk dibagikan kepada pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Cadangan yang diambil dari EAT dilakukan sampai cadangan mencapai minimum dua puluh persen dari modal yang ditempatkan . Modal yang ditempatkan adlah modal yang disetor penuh ditambah modal yang belum disetor sehubungan dengan penerbitan saham baru seperti Right dan Warran.

Keputusan mengenai jumlah laba yang ditahan dan dividen yang akan dibagikan diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Menurut Birgham (1999) menjelaskan tiga teori dari preferensi para investor yaitu:

1. *Dividend Irrelevance theory*

Dividend irrelevance theory adalah suatu teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Teori ini mengikuti pendapat Modigliani dan Miller (M - M) yang menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *Dividend Pay Out Ratio* (DPR) tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan Resiko bisnis. Dengan demikian dividen sebenarnya tidak relevan untuk dipersoalkan.

2. *Bird - In - The - Hand Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Gordon dan Lintner (1956), mereka berpendapat bahwa profit yang diharapkan atau diisyaratkan oleh para pemegang saham (para investor akan menaikkan sebagai akibat dari penurunan pembayaran dividen). Para pemegang saham akan merasa lebih aman menerima pendapatan dalam bentuk dividen dibandingkan dengan *capital gain*, karena *capital gain* tersebut lebih tidak menentu dan juga lebih berisiko.

3. *Tax Differencial theory*

Teori ini dikemukakan oleh Litzenberger dan Swary (1967). Mereka berasumsi bahwa untuk para pemegang saham (investor yang dibebani pajak, pendapatan yang relevan adalah pendapatan sesudah pajak. Karenanya Litzenberger dan Swary berpendapat bahwa para pemegang saham (investor) lebih memilih perusahaan menahan profit

sesudah pajaknya dan menginvestasikannya kembali daripada membayarkannya sebagai dividen dalam bentuk kas.

Berdasarkan tiga konsp teori tersebut, perusahaan dapat melakukan hal sebagai berikut:

1. Jika manajemen percaya bahwa *Dividend Irrelevance Theory* dari M – M adalah benar, maka perusahaan tidak perlu memperdulikan berapa besar dividen yang harus dibagi.
2. Jika perusahaan menganut *Bird – In – The – Hand Theory* maka perusahaan harus membagi seluruh *Earning After Tax* (EAT) dalam bentuk dividen.
3. Jika manajemen cenderung mempercayai *Tax Preverence Theory* maka perusahaan harus menahan seluruh atau dengan kata lain DPR = 0%

Dua teori lain yang dapat membantu untuk memenuhi kebijakan dividen adalah (Brigham, 1999) :

1. *Information Content or Signaling Hypotesis.*

Didalam teori ini M – M berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas biasanya merupakan suatu sinyal kepada investor, bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dimasa akan datang . Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah normal diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit dimasa mendatang . Namun demikian sulit dikatakan apakah kenaikan atau penurunannya setelah adanya kenaikan dan penuruna dividen semata – mata disebabkan oleh efek sinyal atau mungkin disebabkan oleh efek sinyal dan preferensi terhadap dividen.

2. *Clientek effect*

Yang menyatakan bahwa kelompok pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok Investor yang membutuhkan penghasilan saat ini, sebaliknya kelompok investor yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan memakai sebagian besar laba bersih perusahaan.

2.1.5.2 Berbagai Macam Kebijakan Dividen

Bambang Riyanto (1995) menyatakan ada berbagai macam kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan, diantaranya:

1. Kebijakan dividen yang stabil, artinya jumlah dividen perlembar yang dibayarka setiap tahunnya relatif tetap jangka waktu tertentu meskiipun pendapatan perlembar saham pertahunnya berfluktuasi.
2. Kebijakan dividen dengan penetapan jumlah dividen minimal plus jumlah ekstra, kebijakan ini menetapkan jumlah rupiah minimal dividen per lembar saham setiap tahunnya dalam keadaan keuangan yang lebih baik perusahaan akan membayarkan dividen aekstra diatas jumlah minimal tersebut.
3. Kebijakan dividen dengan penetapan *dividend pay out ratio* (DPR) yang konsisten. Perusahaan yang menjalankan kebijakan ini menetapkan dividen perlembar saham yang konstan, misalnya 50%. Hal ini berari bahwa jumlah DPR yang dibayarkan setiap tahunnya akan berfluktuasi sesuai dengan perkembangan kaeuntungan bersih yang diperoleh setiap tahunnya.

4. Kebijakan dividen yang fleksibel, berarti besarnya dividen yang diberikan setiap tahunnya disesuaikan dengan posisi finansial dan kebijakan finansial dari perusahaan yang bersangkutan.

2.2 Review Penelitian Terdahulu

Penelitian yang dilakukan Lintner (1956) menunjukkan bahwa faktor penentu utama dari perubahan dividen adalah *current earning* dan dividen tahun-tahun sebelumnya. Secara khusus, Lintner menyatakan bahwa keputusan manajemen untuk merubah dividen didasarkan pada *current earning* sehubungan dengan target *pay out* dari *current earning*. Yang penting, penyesuaian terhadap target pembayaran setiap tahun hanya bersifat parsial, mengingat keengganan manajemen untuk mengurangi dividen.

Miller dan Modigliani (1961) menguji kebijakan dividen, pertumbuhan dan penilaian saham. Hasil penelitiannya menunjukkan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham suatu perusahaan atau terhadap biaya modal perusahaan tersebut. Nilai suatu perusahaan ditentukan oleh kemampuan *basic* dari *earning power* dan tingkat resikonya dan bukan oleh split laba diantara dividen dan *retained earning*

Fama dan Blasiak (1968) menguji kebijakan dividen ; suatu analisis empiris dan hasilnya menunjukkan pendapatan bersih dan dividen tahun sebelumnya merupakan determinan – determinan yang mendasari terjadinya perubahan dividen. Hagerman dan Huefner (1980) mereplikasi penelitian yang dilakukan oleh Fama dan Blasiak (1968) yang menguji jumlah earnings dan prediksi dividen. Adapun hasil penelitiannya *net income* dan dividen tahun sebelumnya berperan penting dalam menjelaskan perubahan dividen. Dalam penelitian Hagerman dan Huefner tersebut juga menggunakan variabel *cash flow* untuk menjelaskan

perubahan dividen, namun hasilnya *cash flow* dijumpai tidak signifikan dalam memprediksi perubahan dividen.

Simon (1994) dan Crum dkk (1988) membahas kembali hubungan antara *cash flow* dan perubahan dividen dengan pengkajian apakah pengukuran *cash flow* yang lebih jelas dapat meningkatkan kemampuan penjelasan dari model kebijakan ddividen Lintner. Seperti dalam penelitian terdahulu, Crum dkk (1988) berkesimpulan bahwa faktor penentu terpenting dari perubahan dividen adalah dividen tahun sebelumnya, *curren net income*, *curren net income* ditambah depresiasi, dan modal kerja dari operasi. Simon (1994) meneliti hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen dengan melakukan pemisahan perusahaan – perusahaan hubungan *earning* dan *cash flow*-nya lemah. Hasil pengujiannya tidak ada satupun dari ukuran mengenai *cash flow* yang diajukan memberikan penjelasan mengenai informasi perubahan dividen diluar laba.

Benartzi et al. (1997) melakuka penelitian apakah perubahan dividen ini merupakan signalmasa akan datang atau masa yang telah lalu. Dalam penelitiannya menggunakan variabel penjelas perubahan keuntungan yang merupakan fungsi dari perubahan dividen serta dummy dividen (kenaikan 1 dan penurunan 0). Hasil penelitiannya mengemukakan bahwa perubahanyang mengalami kenaikan dividen pada tahun ke 0 telah mengalami penambahan keuntungan yang signifikan pada tahun ke- 1 dan tahun 0 tetapi tidak menunjukkan eksepektasi pertumbuhan *earning*. Ukuran kenaikan dividen tidak dapat memprediksi *earning* masa depan. Perusahaan yang menaikkan dividennya memiliki keuntungan eksese positif yang signifikan untuk tiga tahun mendatang.

Shirvani dan Wilbrate (1997) dengan menggunakan analisis time series mengemukakan ada tiga alternatif pengukuran kemampuan perusahaan untuk membayar dividen, yaitu *curren earning*, *cash flow* dan harga saham. Adapun hasilnya menunjukkan *curren earning* merupakan model yang lebih baik untuk menunjukkan alternatif pengukuran kemampuan perusahaan membayar dividen daripada *cash flow* maupun harga saham. Selain dari itu penelitian ini juga ditemukan adanya *rachet effect* dalam kebijakan dividen yang menyeyiakan fakta bahwa respon dividen secara *asymmetric* terhadap perubahan kemampuan untuk membayar dividen.

Charitou dan Vafeas (1998) menguji kembali penelitian yang dilakukan oleh Simon (1994). Penelitian Charitou dan Vafeas bertujuan menguji generalisasi dan kekuatan hasil penelitian sebelumnya mengenai hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen dengan menambahkan jumlah sampel dan periode penelitian serta memasukkan faktor-faktor kontekstual (besarnya total akrual dan pertumbuhan perusahaan) yang mengurangi hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen. Adapun penelitiannya menghasilkan bahwa terdapat hubungan positif antara perubahan dividen dan *cash flow*: (a) pada saat *cash flow* dari operasi nilainya lebih rendah dari *earning*, dan (b) pada saat perusahaan mengalami pertumbuhan sedang normal.

Namun penelitan yang dilakukan oleh Charitou (2000) melakukan pengujian terhadap 191 perusahaan di Jepang yang melaporkan kerugian didalam laporan keuangan selama periode 1990 – 1994 dengan menggunakan pendekatan *univariate* dan *multivariate regression* menguji dampak *cash flow*, *earning* dan kerugian terhadap kebijakan dviden. Penelitian ini memberikan kontribusi bahwa *earning*, *cash flow* dan kerugian tahunan

berhubungan dengan perubahan dividen pada perusahaan yang telah mapan dan menyampaikan dividen

Suadi (1998) meneliti tentang manfaat laporan arus kas. Penelitian ini menguji hubungan antara laporan *cash flow* dengan jumlah dividen. Untuk mengukur manfaat laporan arus kas, digunakan analisis regresi yang melibatkan dividen sebagai variabel dependen, serta *cash flow* dari operasi dan jumlah kas akhir tahun sebagai variabel independen. Hasilnya menyimpulkan bahwa laporan *cash flow* mempunyai hubungan dengan jumlah pembayaran dividen yang terjadi dalam satu tahun setelah terbitnya laporan *cash flow*. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa laporan *cash flow* bermanfaat bagi investor.

Selain itu Yan Arsyah (1999) menguji pengaruh perubahan dividen terhadap *future earning* adapun hasilnya menyatakan bahwa tidak ada bukti yang mendukung bahwa perubahan dividen mempengaruhi *future earning*, baik pada kategori dividen yang mengalami perubahan maupun dividen yang tidak mengalami perubahan.

Hari Setianto (2002) menguji pengaruh perubahan *earnings*, perubahan *cash flow* terhadap perubahan dividen dan perubahan *retained earning* terhadap *future earnings*. Hasil penelitian mengindikasikan bahwa perubahan *earning* dapat dipergunakan sebagai alat untuk memprediksi perubahan dividen dan perubahan *retained earning* dapat dipergunakan untuk memprediksi laba dimasa yang akan datang.

Untuk melengkapi penelitian ini, maka pada table 1 berikut ini disajikan ringkasan hasil bukti empiris dari penelitian sebelumnya mengenai hubungan *dividends* dengan *financial* dan *market information*.

TABEL 1

DAFTAR PENELITIAN EMPIRIS TERDAHULU

| Peneliti & (Tahun) | Model Pengujiann | Kesimpulan |
|--------------------------------|--|--|
| Lintner (1956) | Autoregressive model | Determinan yang mendasari perubahan deviden adalah: pendapatan bersih dan deviden tahun sebelumnya |
| Miller & Modigliani (1961) | Regresi linier | Hasil penelitiannya menunjukkan kebijakan deviden tidak berpengaruh terhadap harga saham suatu perusahaan atau terhadap biaya modal perusahaan tersebut. Nilai suatu perusahaan ditentukan oleh kemampuan <i>basic</i> dari <i>earning power</i> dan tingkat resikonya, dan bukan oleh split laba diantara deviden dan <i>retained earning</i> |
| Fama dan Blahak (1968) menguji | Regresi linier | hasilnya menunjukkan pendapatan bersih dan deviden tahun sebelumnya merupakan determinan – determinan yang mendasari terjadinya perubahan deviden. |
| Hagerman dan Huefner (1980) | Regresi linier | hasil penelitiannya <i>net income</i> dan deviden tahun sebelumnya berperan penting dalam menjelaskan perubahan deviden. Sedangkan <i>cash flow</i> dijumpai tidak signifikan dalam memprediksi perubahan deviden. |
| Simon (1994) | Regresi linier | Hasil pengujiannya tidak ada satupun dari ukuran mengenai <i>cash flow</i> yang diajukan memberikan penjelasan mengenai informasi perubahan deviden diluar laba. |
| Benartzi et al. (1997) | Regresi linier dan analisa kategorikal | Hasil penelitiannya mengemukakan bahwa perubahan yang mengalami kenaikan deviden pada tahun ke 0 telah mengalami penambahan keuntungan yang signifikan pada tahun ke- 1 dan tahun 0 tetapi tidak menunjukkan eksepektasi pertumbuhan <i>earning</i> . Ukuran kenaikan deviden tidak dapat memprediksi <i>earning</i> masa depan. Perusahaan yang menaikkan devidennya memiliki keuntungan eksese positif yang signifikan untuk tiga tahun mendatang. |

| | | |
|------------------------------|--------------------------------|---|
| Shirvani dan Wilbrate (1997) | Regresi linier | Hasilnya menunjukkan <i>curren earning</i> merupakan model yang lebih baik untuk menunjukkan alternatif pengukuran kemampuan perusahaan membayar dividen daripada <i>cash flow</i> maupun harga saham. Selain dari itu penelitian ini juga ditemukan adanya <i>rachet effect</i> dalam kebijakan dividen yang menyeiakan fakta bahwa respon dividen secara <i>asymmetric</i> terhadap perubahan kemampuan untuk membayar dividen. |
| Charitou dan Vafeas (1998) | Regesi linier | Adapun penelitiannya menghasilkan bahwa terdapat hubungan positif antara perubahan dividen dan <i>cash flow</i> : (a) pada saat <i>cash flow</i> dari operasi nilainya lebih rendah dari <i>earning</i> , dan (b) pada saat perusahaan mengalami pertumbuhan sedang normal. |
| Suadi (1998) | Regresi linier | Hasilnya menyimpulkan bahwa laporan <i>cash flow</i> mempunyai hubungan dengan jumlah pembayaran dividen yang terjadi dalam satu tahun setelah terbitnya laporan arus kas. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa laporan <i>cash flow</i> bermanfaat bagi investor. |
| Yan Arsyah (1999) | Regresi linier dan kategorikal | hasilnya menyatakan bahwa tidak ada bukti yang mendukung bahwa perubahan dividen mempengaruhi <i>future earning</i> , baik pada kategori dividen yang mengalami perubahan maupun dividen yang tidak mengalami perubahan. |
| Charitou (200) | Regresi logistik | bahwa <i>earning</i> , <i>cash flow</i> dan kerugian tahunan berhubungan dengan perubahan dividen pada perusahaan yang telah mapan dan menyampaikan dividen |
| Hari Setianto (2002) | Regresi logistik | Hasil penelitian mengindikasikan bahwa perubahan <i>earning</i> dapat dipergunakan sebagai alat untuk memprediksi perubahan dividen dan perubahan <i>retained earning</i> dapat dipergunakan untuk memprediksi laba dimasa yang akan datang. |

2.3 Kerangka Pemikiran Teoritis dan Hipotesis

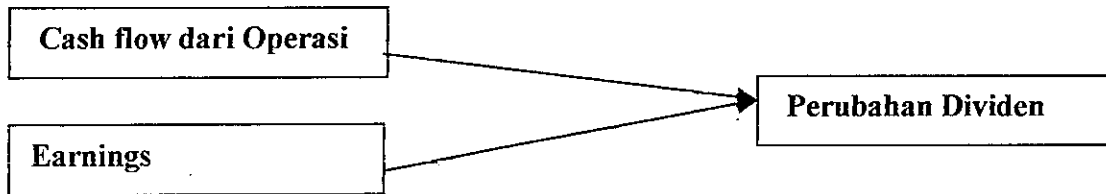
2.3.1 Kerangka Pemikiran Teoritis

Kerangka pemikieran berfungsi sebagai penuntun sekaligus mencerminkan alur pikir dalam penelitian ini. Perubahan dividen menunjukkan bahwa pasar modal bereaksi secara menguntungkan terhadap *good news* (kenaikkan dividen) dan sebaliknya terhadap pengumuman *bad news* (penurunan dividen). Sesuai dengan tujuan dan penjelasan sebelumnya bahwa penulis akan mencari bukti empiris mengenai hubungan antara *cash flow* dengan perubahan dividen. Adapun hubungan spesifik antar variabel – variabel penelitian dapat dilihat pada Gambar 1.

Berdasarkan hasil- yang dilakukan oleh Hagerman dan Huefner (1980), Crum dkk (1988) dan Simons (1994) mengemukakan bahwa tidak ada hubungan antara *cash flow* operasi dengan perubahan dividen diluar *earning*. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Charitou dan Vafeas (1998) yang merupakan replikasi dari penelitian kali ini mengemukakan ada faktor – faktor kontekstual yang mengurangi hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen yaitu besarnya total akrual dan pertumbuhan perusahaan. Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya secara panjang lebar (lihat perumusan hipotesis), penelitian kali ini membagi sampel perusahaan berdasarkan faktor – faktor kontekstual (besarnya total akrual dan pertumbuhan perusahaan) kedalam tiga kelompok bagian (rendah, sedang dan tinggi). Adapun pengaruh faktor besarnya total akrual dan pertumbuhan perusahaan terhadap hubungan spesifik antar variabel – variabel penelitian dapat dilihat pada gambar Gambar 2 dan 3.

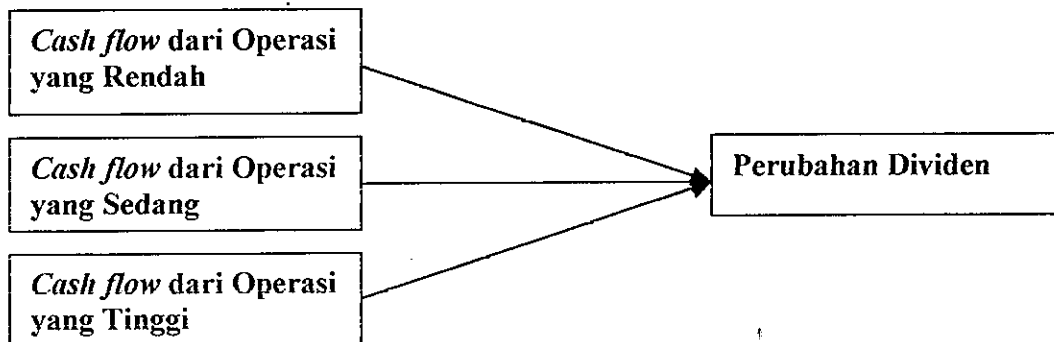
Gambar 1

Hubungan Cash flow Operasi dan Earnings dengan Perubahan Dividen



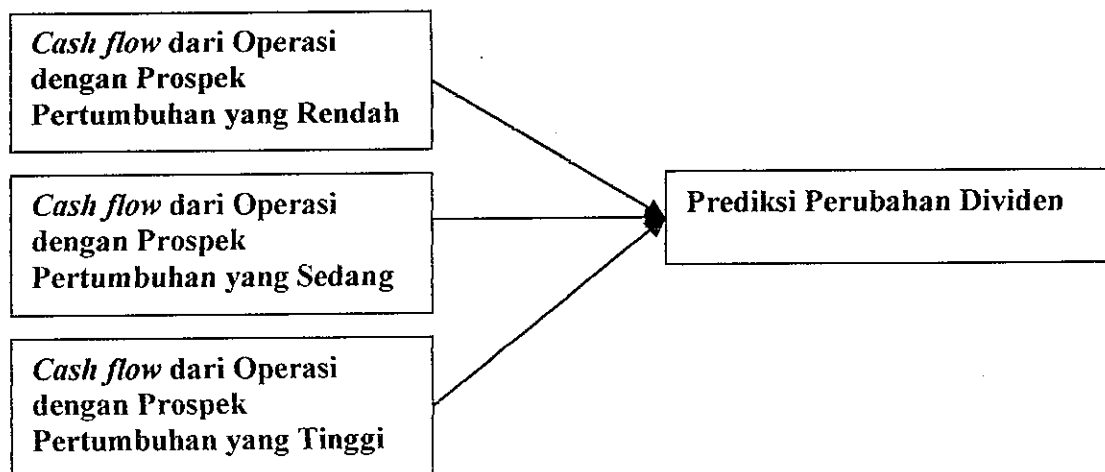
Gambar 2

Pengaruh Total Aktual Perusahaan Terhadap Hubungan Antara *Cash flow* dari Operasi dengan Perubahan Dividen



Gambar 3

Pengaruh dari Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Hubungan Antara Cash flow dari Operasi dengan Perubahan Dividen



2.3.2 Hipotesis

Pengukuran kinerja perusahaan yang paling sering digunakan oleh para investor dan kreditor adalah *earning*. Adapun daya tarik utama *earning* dibandingkan *cash flow* adalah *earning* mengurangi masalah timing dalam penghitungan revenue dengan biaya yang tepat waktu. Karena masalah *timing* dan penyesuaian, pengukuran kinerja perusahaan dengan menggunakan *cash flow* dianggap kurang baik dibanding *earning*. Dalam keadaan ini, komponen akrual dari *earning* secara menyeluruh penting dalam pengukuran kinerja perusahaan dengan asumsi *earning* dianggap tetap (*given earning*). Mengingat bahwa perubahan dividen ditentukan oleh kinerja perusahaan seperti dalam model lintner, baik *cash flow* maupun akrual *agregat* seharusnya secara signifikan berhubungan dengan perubahan dividen (Charitou, 1998)

Berdasarkan penjelasan diatas baik *cash flow* dan akrual penting dalam menjelaskan perubahan dividen, namun secara signifikan *cash flow* lebih penting dibandingkan *earning*. Ada dua kemungkinan alasan yang bisa diungkapkan, yaitu: pertama, akrual dari *earning* diketahui merupakan pilihan banyak manajer, Ini disebabkan karena *earning* seringkali digunakan sebagai kriteria kinerja dalam kontrak kompensasi dimana manajer memiliki kepentingan pribadi, dan manajer memiliki insentif untuk memanipulasi akrual untuk kepentingan mereka (Healy, 1985). Dengan memanipulasi akrual relatif mengurangi manfaat dari akrual dalam pengukuran kinerja perusahaan. Oleh karena itu, akrual yang dimanipulasi mungkin kurang penting dalam menjelaskan perubahan dividen dibandingkan dengan *cash flow*.

Beberapa bukti empiris dari penelitian sebelumnya menemukan adanya hubungan antara *earning*, dividen tahun sebelumnya dengan perubahan dividen namun tidak berhasil menemukan hubungan arus kas (*cash flow*) dengan perubahan dividen (Lintner 1996; Hagerman dan Huefner, 1980; Crum et.al, 1988; serta Simon, 1994). Namun Lawson (1996) berpendapat lain ia menyatakan bahwa meskipun bukti empiris menunjukkan kebijakan dividen didasarkan pada *earning*, akan tetapi hal semacam ini tidak sesuai dengan model *shareholder value creation (SVC) ex ante* karena, dalam upaya untuk memaksimalkan nilai perusahaan, suatu organisasi seharusnya berinvestasi dalam proyek dengan NPV yang positif dan juga seharusnya mempertimbangkan likuiditas perusahaan. Maka menurut Lawson (1996), Lawson, Moller & Sherer (1981), Lawson & Stark (1981), dan Lee (1978) bahwa seharusnya pembayaran dividen seharusnya didasarkan pada *cash flow* dan bukan pada *accrual earning* karena *cash flow* lebih mencerminkan posisi likuiditas dari suatu perusahaan. Kemungkinan akibat dari kebijakan dividen yang didasarkan pada *accrual earning* adalah (1) rendahnya likuiditas perusahaan (2) pembayaran dividen yang tidak dapat dipenuhi dengan dana internal (3) pinjaman luar untuk membayar sebagian dividen (4) naiknya biaya pinjaman (bunga) menyebabkan terjadinya transfer kekayaan pemilik kepada peminjam. Alih kekayaan dari pemegang saham ke peminjam ini muncul ketika organisasi mengumpulkan dana melalui hutang, dan hutang yang bertambah meningkatkan resiko perusahaan

Masalah lain yang tampak nyata dalam dekomposisi *cash flow* dan akrual adalah likuiditas. Tanpanya kebijakan pembayaran bergantung pada ketersediaan dana. Keputusan sebuah perusahaan untuk menurunkan atau menaikkan dividen sebagian mencerminkan

posisi likuiditasnya. Mengingat bahwa *cash flow* dari operasi mencerminkan likuiditas perusahaan, *cash flow* merupakan faktor penentu signifikan dari perubahan dividen dengan asumsi *earning* dianggap tetap, *given earning* (Lawson, 1996).

Ringkasnya, *cash flow* dari operasi seharusnya berhubungan dengan perubahan dividen mengingat bahwa *cash flow* adalah alat pengukuran menyeluruh dari kinerja dan pengukuran likuiditas perusahaan. AkruaI agregat diperkirakan secara positif berhubungan dengan perubahan dividen mengingat bahwa akruaI merupakan alat pengukuran menyeluruh dari kinerja perusahaan. AkruaI seharusnya memiliki hubungan lemah dengan perubahan dividen bila akruaI tersebut dimanipulasi. Selain itu, akruaI seharusnya tidak berhubungan dengan perubahan dividen mengingat bahwa likuiditas merupakan pendorong kebijakan dividen. Maka argumen ini menunjukkan bahwa *cash flow* cenderung merupakan prediktor yang lebih baik perubahan dividen dibandingkan akruaI. Adapun hipotesis berdasarkan penjelasan yang telah diuraikan adalah sebagai berikut:

HI: *Cash flow* dari operasi mempunyai hubungan positif dan signifikan dengan perubahan dividen, *earning* dianggap tetap (*given earning*).

Berdasarkan dengan penjelasan sebelumnya bahwa *cash flow* seharusnya berperan penting dalam menentukan kebijakan dividen, baik sebagai pengukur kinerja maupun likuiditas. Penelitian sebelumnya yaitu Hagerman dan Huefner (1980) dan Crum et. al (1988) serta Simon (1994) memberikan bukti bahwa *cash flow* tidak berhubungan dengan perubahan dividen. Untuk itu perlu diteliti lebih lanjut apakah ada kondisi tertentu dimana *cash flow* itu memainkan peran penting dalam menentukan kebijakan dividen, *earning* dianggap tetap (*given earning*).

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Easton dan Zmijewski (1989), Collins dan Kothari (1989), Dechow (1994), Charitou dan Falas (1996) dalam Charitou dan Vafeas (1998) memberikan bukti bukti bahwa koefisien respon dipengaruhi oleh faktor – faktor spesifik perusahaan, spesifik industri, besarnya akrual, dan kualitas pendapatan. Demikian pula halnya penelitian yang dilakukan oleh Charitou dan Vafeas (1998), untuk menguji hipotesa kedua dan ketiga mereka di dalam melihat hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen yang memasukkan faktor – faktor kontekstual yang dapat mengurangi hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen yaitu besarnya total akrual dan pertumbuhan perusahaan.

Sama halnya dengan penelitian yang dilakukan oleh Charitou dan Vafeas (1998) penelitian kali ini juga menggunakan faktor besarnya total akrual didalam melihat hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen. Adapun alasan yang dapat dikemukakan adalah sebagai berikut: Kemampun suatu perusahaan untuk merubah kebijakan dividennya kadang bergantung pada posisi likuiditasnya. Ketika *cash flow* memadai tersedia, suatu perusahaan dapat menentukan kebijakan dividennya sesuai dengan kinerjanya; hal itu mungkin meningkatkan pembayaran sebagai respon terhadap kinerja yang baik (*earning* tinggi) atau menurunkan pembayaran sebagai respon terhadap kinerja yang buruk (*earning* rendah). Ketika tidak tersedia *cash flow* yang memadai, kemampuan perusahaan untuk merubah kebijakan dividennya sebagai respon terhadap kinerjanya. Maka, ketika *cash flow* dari operasi rendah, *cash flow* (selain *earning*) diperkirakan memainkan peran yang signifikan dalam penentuan kebijakan dividen. Ketika *cash flow* sangat tinggi dibandingkan dengan *earning*, perusahaan mungkin tidak perlu langsung meningkatkan pembayaran dividennya.

Namun perusahaan akan bebas untuk menentukan kebijakan dividennya sesuai dengan kinerja (*earning*) yang mungkin atau mungkin tidak sama tingginya. Ringkasnya, dengan asumsi *given earning*, *cash flow* dari operasi yang rendah membatasi perubahan pembayaran dividen tetapi *cash flow* dari operasi yang tinggi tidak mempermudah untuk melakukan perubahan terhadap pembayaran dividen. Dari uraian diatas hipotesis penelitian adalah sebagai berikut:

H2 : *Cash flow* dari operasi yang rendah mempunyai hubungan yang positif dan signifikan dengan perubahan dividen, *Earning* dianggap tetap (*given earning*).

Sama halnya dengan penjelasan sebelumnya bahwa selain faktor total akrual yang dapat mengurangi hubungan antara *cash flow* dengan perubahan dividen faktor pertumbuhan perusahaan dimasa akan datang juga menjadi penyebab yang dapat mengurangi hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen. Adapun alasan pengkajian sampel berdasarkan sampel berdasarkan pertumbuhan ini ada dua hal, yaitu: pertama, dengan prospek pertumbuhan yang meningkat dimasa akan datang, perusahaan menjadi lebih mungkin untuk menginvestasikan kembali *cash flow* dari operasi yang ada daripada mereka membayarnya sebagai dividen. Alasan memilih investasi bukan dividen adalah, pada prospek pertumbuhan tinggi dianggap lebih berharga dan ROI diperkirakan menjadi lebih tinggi. Sebaliknya, bila peluang pertumbuhan yang diperkirakan menurun, nilai investasi prospektif menurun dan kemungkinan penggunaan *cash flow* untuk membayar dividen meningkat. Sesuai dengan pengertian ini, bukti empiris dari Gaver dan Gaver (1993) menunjukkan bahwa hasil dividen dari sebuah perusahaan berhubungan secara berlawanan dengan cakupan peluang pertumbuhannya. Pembahasan ini menunjukkan bahwa koefisien dari *cash flow* dalam

persamaan kebijakan dividen cenderung menjadi makin kecil ketika cakupan peluang pertumbuhan mendatang meningkat.

Penjelasan kedua, tentang peran pertumbuhan dalam persamaan kebijakan dividen, menetralkan penjelasan pertama yang mengasumsikan bahwa para manajer memaksimalkan kekayaan para pemegang saham. Penjelasan ini didasarkan pada hipotesa *cash flow* bersih (*free cash flow*) yang diajukan oleh Jansen (1986) yang menyatakan bahwa para manajer sering kali memiliki insentif memilih *cash flow* untuk diinvestasikan (bukan membayar sebagai dividen), bahkan ketika prospek pertumbuhan yang buruk sekalipun. Pilihan ini didasarkan atas kepentingan pribadi manajer, dan dengan *premise over* investasi menghasilkan ekspansi yang pada gilirannya akan menjamin manajer dalam menjalankan bisnis yang lebih besar, sehingga pendapatan dan bonus yang menjadi lebih tinggi dikaitkan dengannya. Berlawanan dengan penjelasan yang pertama tentang peran yang dapat mengurangi hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen, hipotesa *free cash flow* menyatakan bahwa, ketika prospek pertumbuhan menurun cenderung melihat para manajer lebih memilih untuk berinvestasi dibandingkan membayarnya sebagai dividen, sebuah perkiraan yang akan menghasilkan koefisien *cash flow* yang lebih kecil untuk perusahaan dengan pertumbuhan yang lebih rendah.

Secara ringkas ada dua penjelasan yang saling berlawanan untuk peran dari *free cash flow* dalam persamaan dividen, kekuatan relatif masing – masing beragam. Koefisien *cash flow* seharusnya lebih rendah untuk perusahaan dengan pertumbuhan rendah, karena pertimbangan biaya *agency* dan lebih rendah untuk perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi karena alasan pemaksimalan kekayaan pemegang saham. Kesimpulan yang masuk akal

dari penjelasan ini adalah koefisien *cash flow* diperkirakan lebih tinggi untuk perusahaan dengan pertumbuhan sedang, karena perusahaan ini memiliki *opportunity cost* yang lebih rendah dari dividen dibandingkan perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi. Selain itu, kepentingan manajerial dan para pemegang saham di perusahaan dengan pertumbuhan sedang lebih secara ketat disesuaikan, dibandingkan dengan kepentingan pihak – pihak ini di perusahaan dengan pertumbuhan rendah. Berdasarkan uraian diatas dapat ditarik suatu hipotesa sebagai berikut:

H3: *Cash flow* dari operasi dengan prospek pertumbuhan yang sedang merupakan prediktor terbaik terhadap perubahan dividen

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) tahun 1994 - 1999 (daftar nama perusahaan secara lengkap dapat dilihat pada lampiran 1), sedangkan sampel dalam penelitian ini diperoleh dengan metode *purpose sampling* hal ini dilakukan agar data yang diperoleh sesuai dengan tujuan penelitian dan relatif untuk diperbandingkan dengan hasil-hasil penelitian sebelumnya. Berdasarkan metode tersebut maka kriteria sampel penelitian yang dipilih dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan manufaktur tersebut sudah *Go publik* sebelum 31 desember 1992, karena untuk menghitung *lagged dividend yield* yang akan dipergunakan adalah nilai pasar dari ekuitas per 31 desember 1992.
 2. Tersedia data laporan keuangan tahunan yang berakhir pada tanggal 31 Desember
 3. Perusahaan tersebut minimal dua kali membayar dividen pada periode pengamatan.
- Adapun alasan pembatasan tersebut untuk memenuhi sampel yang diinginkan.

Perode penelitian adalah tahun 1994 – 1999. Periode penelitian dimulai pada tahun 1994 karena adanya pertimbangan bahwa di Indonesia itu sendiri dalam Ikatan Akuntansi Indonesia (IAI), pada tanggal 1 september 1994 menerbitkan Standar Akuntansi Keuangan (SAK) yang mulai berlaku efektif per 1 Januari 1995. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 2 yang merekomendasikan auntuk memasukkan laporan *cash flow*

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Populasi dan Prosedur Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) tahun 1994 - 1999 (daftar nama perusahaan secara lengkap dapat dilihat pada lampiran 1), sedangkan sampel dalam penelitian ini diperoleh dengan metode *purpose sampling* hal ini dilakukan agar data yang diperoleh sesuai dengan tujuan penelitian dan relatif untuk diperbandingkan dengan hasil-hasil penelitian sebelumnya. Berdasarkan metode tersebut maka kriteria sampel penelitian yang dipilih dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ adalah sebagai berikut :

1. Perusahaan manufaktur tersebut sudah *Go publik* sebelum 31 desember 1992, karena untuk menghitung *lagged dividend yield* yang akan dipergunakan adalah nilai pasar dari ekuitas per 31 desember 1992.
 2. Tersedia data laporan keuangan tahunan yang berakhir pada tanggal 31 Desember
 3. Perusahaan tersebut minimal dua kali membayar dividen pada periode pengamatan.
- Adapun alasan pembatasan tersebut untuk memenuhi sampel yang diinginkan.

Perode penelitian adalah tahun 1994 – 1999. Periode penelitian dimulai pada tahun 1994 karena adanya pertimbangan bahwa di Indonesia itu sendiri dalam Ikatan Akuntansi Indonesia (IAI), pada tanggal 1 september 1994 menerbitkan Standar Akuntansi Keuangan (SAK) yang mulai berlaku efektif per 1 Januari 1995. Pernyataan Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) No. 2 yang merekomendasikan auntuk memasukkan laporan *cash flow*

sebagai bagian yang tidak terpisahkan dari laporan keuangan. Dan berdasarkan survey ke lapangan (BEJ) data *cash flow* untuk tahun 1994 sudah tersedia. Sedangkan periode penelitian sampai dengan tahun 1999, dengan anggapan selama enam tahun pengamatan tersebut sudah termasuk didalamnya masa sebelum krisis tiga tahun, yaitu tahun 1994 – 1996 dan masa setelah krisis tiga tahun, yaitu tahun 1997 – 1999.

Berdasarkan kriteria yang ada, maka ada 98 perusahaan dari perusahaan manufaktur yang terpilih sebagai sampel dalam penelitian ini. Proses pemilihan sampel dapat dilihat pada Tabel 2 sedangkan daftar nama perusahaan yang terpilih sebagai sampel dapat dilihat pada lampiran 1. Untuk sampel perusahaan setelah pengelompokan menurut total akrual dengan menggunakan teknis *arithmetic mean* tidak mengalami perubahan sampel sedangkan untuk sampel perusahaan setelah pengelompokan menurut pertumbuhan perusahaan dengan menggunakan teknis *geometrica indeks mean* terjadi pengurangan sampel sebanyak lima (5) perusahaan, ini disebabkan karena nilai dari pertumbuhan perusahaan untuk ke lima (5) perusahaan tersebut adalah nol (0) dapat dilihat pada lampiran 1 demikian pula pada daftar nama perusahaan menurut total akrual dan pertumbuhan perusahaan secara lengkap dapat dilihat pada lampiran 1. Perlu diketahui untuk mendapatkan pengelompokan yang representatif teknis yang baik digunakan adalah *geometric indeks mean*, namun berhubung data dari total akrual sebagian besar nilainya negatif sehingga tidak bisa menggunakan teknis *geometric indeks mean* karena hasil yang ditanyakan sulit untuk didefinisikan disamping nilai data tersebut adalah 0 (tidak berarti) (Djarwanto, 1993), sehingga pengelompokan perusahaan menurut total akrual harus menggunakan teknis *arithmetic mean*.

Tabel 2
REKAPITULASI SAMPEL
1994 – 1999

| Keterangan | Jumlah perusahaan |
|--|-------------------|
| Perusahaan yang tergabung dalam manufaktur | 147 |
| Yang melaporkan dividen kurang dari 2 periode pengamatan | (49) |
| Perusahaan yang terpilih sebagai sampel | 98 |

3.2 Jenis dan sumber data

Data yang dipergunakan adalah data saekunder ymag dipublikasikan. Sumber data berasal dari *Indonesian capital market directory*, pusat referensi pasar modal. Adapun secara legkap data sekunder yang digunakan adalah laporan keuangan perusahaan untuk tahun buku yang terakhir untuk tahun buku yang berakhir tanggal 31 Desember 1994,1995, 1996, 1997,1998, 1999.

3.3 Prosedur Pengumpulan Data

Pengumpulan data dalam penelitian ini adalah data historis tahun 1994-1999. Penelitian ini menggunakan *Pooling data* yaitu data banyak perusahaan selama beberapa tahun. Cooper dan Emory (1995), dalam Arif Budiarto (1999) menyatakan bahwa keuntungan penelitian dengan bentuk seperti ini adalah dapat mengikuti perubahan yang terjadi dari waktu ke waktu. Pemilihan data selama enam tahun tersebut berdasarkan asumsi bahwa selama periode tersebut sudah termasuk didalamnya masa sebelum terkena krisis moneter dan masa yang sudah terkena krisis moneter.

3.4 Defenisi Operational dan pengukuran Variabel

Untuk menguji hipotesis yang mengukur variabel yang digunakan dalam penelitian ini serta menghindari perbedaan pandangan dalam mendefenisikan variabel yang dianalisis, peneliti memberikan defenisi operasional variabel sebagai berikut :

1. Perubahan dividen (Δ DIIV)

Sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Charitou (2000), pengukuran yang dilakukan terhadap variabel dependen yaitu perubahan dividen dengan menggunakan kategorikal yang dikenal dengan variabel dummy yang memberikan angka 1 dan 0 untuk kategori tertentu. Indikator yang digunakan untuk menilai variabel dummy adalah 0 untuk perusahaan yang mengumumkan penurunan dividen (memotong atau menghapus) dividen yang biasanya dalam tahun pengamatan, sedangkan memberikan nilai 1 untuk kenaikan atau tidak ada perubahan dari tahun yang satu ketahun yang lain.

2. Earning (EARNING)

Earning yang digunakan dalam penelitian ini adalah *earning* sesudah pajak (*earning after tax*) yaitu merupakan selisih antara pendapatan dalam suatu periode dan biaya yang dikeluarkan untuk mendatangkan laba (laba bersih setelah *extraordinary*, pos-pos khusus, non operasi lainnya dan pajak) (Charitou dan Vaveas,1998).

3. Cash flowdari Operasi (CFFO)

Cash flow dari operasi adalah *cash flow* dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan aktivitas pendanaan (PSAK No. 2, paragraf 05). *Cash flow* dari operasi merupakan jumlah dari

earning before extraordinary item ditambah dengan total akrual. Total akrual (TAC) ini meliputi penjumlahan komponen penyusutan termasuk amortisasi dan depresi, perubahan piutang dagang dan piutang lain, perubahan persediaan, perubahan hutang dagang, perubahan aktiva lancar dan hutang lancar lain serta komponen penyesuaian lain serta perubahan modal kerja dan penyusutan Kemudian.

Perhitungan untuk mencari besarnya *cash flow* dari operasi (CFFO) dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{CFFO} = \text{Earning (Earning)} + \text{Total akrual (TAC)}$$

Sedangkan rumus untuk mencari total akrual (TAC) adalah sebagai berikut:

$$\text{TAC} = \text{DEPR} + \text{OTHER} - \text{DWC}$$

Dimana,

$$\text{TAC} = \text{Total Akrual}$$

$$\text{DPER} = \text{Depresi}$$

$$\text{OTHER} = \text{Komponen penyusutan dan perubahan modal kerja yang meliputi penyisihan, keuntungan atau kerugian valuta asing yang belum direalisasikan, laba perusahaan asosiasi yang belum dibagikan, dan hak minoritas dalam laba atau rugi konsolidasi.}$$

$$\text{DWC} = \text{Perubahan modal kerja dan investor jangka pendek dan hutang jangka panjang yang jatuh tempo pada periode yang bersangkutan.}$$

(Hebirtus dan Nurindriantoro,2000).

4. Hasil Dividen Tahun Sebelumnya / *Lagged Dividend Yield* (DIVL)

Dividen kas tahun sebelumnya yang diproksikan dengan mengalikan *dividen per share* dengan jumlah saham yang beredar (*out standing share*) (Charitou dan Vafeas, 1998)

Sedangkan Faktor – faktor kontekstual yang mengurangi hubungan perubahan dividen yang digunakan untuk pembagian sampel perusahaan kedalam tiga kelompok (Total akrual dan pertumbuhan perusahaan.) adalah sebagai berikut:

1. Total Akrual (TAC)

Total akrual (TAC) ini meliputi penjumlahan komponen penyusutan termasuk amortisasi dan depresi, perubahan piutang dagang dan piutang lain, perubahan persediaan, perubahan hutang dagang, perubahan aktiva lancar dan hutang lancar lain serta komponen penyesuaian lain serta perubahan modal kerja dan penyusutan.

Untuk menghitungnya sebagai berikut:

$$TAC = DEPR + OTHER - DWC \text{ (Hebrtus Kurniawan dan Nurindriantoro, 2000).}$$

Dimana,

$$TAC = \text{Total Akrual}$$

$$DPER = \text{Depresi}$$

OTHER = Komponen penyusutan dan perubahan modal kerja yang meliputi penyisihan, keuntungan atau kerugian valuta asing yang belum direalisasikan, laba perusahaan asosiasi yang belum dibagikan, dan hak minoritas dalam laba atau rugi konsolidasi.

DWC = Perubahan modal kerja dan investor jangka pendek dan hutang jangka panjang yang jatuh tempo pada periode yang bersangkutan.

2. Pertumbuhan Perusahaan (*Market Book Ratio*)

Pertumbuhan perusahaan adalah nilai pasar dari ekuitas (*market value of equity*) ditambah utang pada nilai buku (*book value of debt*) dibagi dengan total asset pada nilai buku.

$$\text{DIVL} = \frac{\text{market value of equity} + \text{book value of debt}}{\text{total asset}}$$

(Charitou dan Vaveas, 1998).

Adapun cara menghitung *market value of equity* seperti yang digunakan oleh Alford dkk (1993), Easton dan Harris (1991), Strong dan Walker (1993) serta Ali dan Pope (1995) adalah sebagai berikut:

$$M_{i,t-1} = S_{i,t-1} \times P_{i,t-1}$$

$M_{i,t-1}$ = *Market value of equity* saham i pada akhir tahun t-1

$S_{i,t-1}$ = Jumlah saham i pada akhir tahun t-1

$P_{i,t-1}$ = Harga saham i pada akhir tahun t-1

4.4 Teknik Analisis

Dalam penelitian ini bahwa data yang dipergunakan adalah data sekunder dan jenis data yang dipergunakan adalah kombinasi antara *time series* dan *cross section* data maka menggunakan pooling data (Gujarati, 1995). Dalam pengelompokan perusahaan yang didasarkan pada total akrual dan pertumbuhan perusahaan dengan menggunakan teknis *arithmetic mean* untuk total akrual dan teknis *geometrica indeks mean* untuk pertumbuhan perusahaan untuk mendapatkan hasil yang lebih representatif. Adapun persamaan matematika untuk teknis-teknis yang digunakan adalah sebagai berikut:

a. *Arithmetic Mean*

$$\bar{X} = \frac{\sum X}{n}$$

Dimana:

\bar{X} = Adalah rata-rata hitung

$\sum X$ = Jumlah dari nilai pengamatan

n = Jumlah tahun pengamatan

b. *Geometric Indeks Mean*

$$\overline{GI} = X_1^{I_1} \cdot X_2^{I_2} \cdot X_3^{I_3} \dots X_n^{I_n}$$

Dan

$$I = \frac{P_n}{\sum P_n} \times 100$$

Dimana:

\overline{GI} = Adalah rata-rata ukur indeks

X_1 = Nilai pengamatan

I_1 = Indeks dalam bentuk presentase

P_n = Nilai pengamatan

$\sum P_n$ = Jumlah Nilai pengamatan pada tiap periode

(Djarwanto PS,1993)

Data yang dikumpulkan dalam penelitian ini diolah, dan kemudian dianalisis dengan alat statistik sebagai berikut:

a. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk mendeskripsikan variabel- variabel dalam penelitian ini. Alat analisis yang digunakan adalah rata-rata (*mean*) dan *standar deviasi*.

b. Pengujian Hipotesis

Untuk menguji hipotesis yang sudah ada dipergunakan model Logit . Model Logit ini sering dikenal dengan model Logistic yang berguna untuk mengakomodasi variabel dependen dari suatu estimasi yang mempunyai nilai antara 0 dan 1 (0 atau 100%) model Logistic yang dimaksud (Gujarati, 1995; Whit et al, 1990; Ramunathan, 1992) dapat diterangkan sebagai berikut berikut :

$$\ln (P/ 1-P) = \beta_0 + \beta_1x + u$$

Dimana: P = Nilai variabel dependen antara 0 dan 1

Sedangkan probabilitas dari P dapat dihitung dari formula sebagai berikut:

$$P = \frac{1}{1 + e^{-(\beta_0 + \beta_1x + u)}}$$

Dimana: P = 1 atau 0

Adapun fungsi persamaan dengan memasukkan variabel-variabel yang diamati adalah sebagai berikut:

$$\ln \frac{\Delta \text{dividen}}{1 - \Delta \text{dividen}} = \beta_0 + \beta_1 \text{EARNING}_{it} + \beta_2 \text{DIVLB}_{it} + \beta_3 \text{CFFO}_{it} + u_{it}$$

Dimana:

| | | |
|-----------------------|---|---|
| Δ DIV | : | merupakan perubahan dividen |
| EARNING | : | merupakan earning operasi |
| DIVLB | : | merupakan <i>lagged dividend</i> |
| CFFO | : | merupakan cash flow dari operasi |
| β_0 | : | merupakan konstanta |
| β_1 - β_3 | : | merupakan koefisien variabel independen |
| i | : | merupakan perusahaan i |
| t | : | merupakan periode pengamatan |
| u | : | merupakan variabel gangguan |

Model logit adalah model regresi yang sudah mengalami modifikasi sehingga karakteristiknya sudah tidak sama dengan model regresi biasa. Oleh karena itu penentuan signifikansinya secara statistik tidak sama dengan regresi biasa, yang kesesuaian modelnya (*goodness of fit*) dapat dilihat dari R^2 ataupun F test, tapi dalam model Logit indikator ini tidak berlaku lagi (*invalid*) sehingga justifikasi dari model tersebut hanya dapat dilihat dari uji t nya bila memakai paket komputer SHAZAM dan bila memakai paket komputer SPSS maka indikator yang dipakai adalah X^2 - Wald. Selain itu kesesuaian tanda (*expected sign*) antara parameter hasil estimasi empiris dengan teori / apriori yang relevan dan presentase prediksi yang benar (% of correct prediction) juga perlu dilihat sebagai justifikasi tambahan. (Indah Susilowati et al, 2000).

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN PENELITIAN

4.1 Gambaran Singkat Obyek Penelitian

Gambaran singkat obyek penelitian mengkaji profil perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian dari tahun 1994 sampai tahun 1999. Dari 98 perusahaan manufaktur obyek penelitian diulas berdasarkan klasifikasi industri.

Tabel 3

Klaifikasi Industri

| No | Klasifikasi Industri | Jumlah | % |
|----|------------------------------|--------|-------|
| 1 | Food and Beverages | 15 | 15,31 |
| 2 | Tobacco Manufactures | 2 | 2,04 |
| 3 | Textile Mile Products | 6 | 6,12 |
| 4 | Apparel and Wood Products | 7 | 7,14 |
| 5 | Limber and Wood Products | 2 | 2,04 |
| 6 | Paper and Allied Products | 6 | 6,12 |
| 7 | Chemical and Allied Products | 4 | 4,08 |

| | | | |
|--------------------|--|-----------|---------------|
| 8 | Adhesive | 4 | 4,08 |
| 9 | Plastics and Glass Products | 7 | 7,14 |
| 10 | Cement | 3 | 3,06 |
| 11 | Metal Products | 8 | 8,16 |
| 12 | Febricated Metal Products | 1 | 1,02 |
| 13 | Stone, Clay, Glass and Concrete Products | 2 | 2,04 |
| 14 | Cable | 4 | 4,08 |
| 15 | Electric and Electronic Equipment | 2 | 2,02 |
| 16 | Photographic Equipment | 1 | 1,02 |
| 17 | Machinery | 2 | 2,02 |
| 18 | Automotive and Allied Products | 11 | 11,22 |
| 19 | Pharamacential | 8 | 8,16 |
| 20 | Consumer Goods | 3 | 3,06 |
| J u m l a h | | 98 | 100,00 |

Sumber: Data Sekunder diolah

*) Klasifikasi Industri didasarkan pada Capital Market Directory 1996, 1997 & 2000

4.2 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif berkaitan dengan pengumpulan dan peringkasan data, menggambarkan karakteristik sampel yang digunakan dalam penelitian ini. Statistik deskriptif dalam penelitian ini dibagi dalam 3 model. Model pertama merupakan statistik deskriptif untuk semua variabel termasuk didalamnya faktor-faktor kontekstual yaitu total akrual dan pertumbuhan perusahaan. Sedangkan model kedua statistik deskriptif dengan melihat pengaruh dari total akrual yang dibagi dalam tiga kelompok yaitu kelompok rendah, kelompok sedang dan kelompok tinggi. Seperti telah dijelaskan sebelumnya pembagian kelompok perusahaan menurut total akrual dengan menggunakan teknis *arithmetic mean*.

Sedangkan model yang ketiga adalah statistik deskriptif dengan melihat pengaruh dari pengaruh pertumbuhan perusahaan dan ini juga dibagi dalam tiga kelompok yaitu kelompok yang rendah, sedang dan kelompok yang tinggi dengan menggunakan teknis *geometric indeks mean* seperti yang telah dijelaskan sebelumnya.

Tabel 4
Statistik Deskriptif dari Variabel Operasional

| Descriptive Statistics | | | | | |
|------------------------|-----|----------|-----------|-----------|----------------|
| | N | Minimum | Maximum | Mean | Std. Deviation |
| DIV | 588 | .0000 | 8250.0000 | 101.5796 | 414.018242 |
| PDIV | 588 | 0 | 1 | .36 | .48 |
| EARNING | 588 | -7.6E+12 | 2.3E+12 | -6.3E+09 | 4.598E+11 |
| CFFO | 588 | -1.5E+11 | 2.6E+12 | 9.3E+10 | 2.701E+11 |
| DIVLB | 588 | .0000 | 5.0E+11 | 8.8E+09 | 3.220E+10 |
| TAC | 588 | -1.5E+11 | 2.6E+12 | 9.3E+10 | 2.701E+11 |
| PTMBHP | 588 | .0000 | 2253.4958 | 14.610261 | 139.020295 |
| Valid N (listwise) | 588 | | | | |

Keterangan:

- DIV = Dividen
- PDIV = Perubahan dividen
- EARNING = *Earning*
- CFFO = *Cash flow* dari operasi
- DVILB = *Lagged dividend*
- TAC = Total akrual
- PTMBHP = Pertumbuhan perusahaan.

Sumber data: Capital Market Directory 1996, 1997 & 2000 dan diolah

Dari tabel statistik deskriptif pada tabel 4 dapat dilihat bahwa dari 98 sampel selama 6 periode pengamatan ($6 \times 98 = 588$) tampak bahwa nilai standar deviasi untuk masing – masing variabel lebih besar dari nilai rata-ratanya ini menandakan bahwa semakin tinggi penyimpangan data dengan nilai rata-ratanya. Disamping itu tanda positif yang ditunjukkan pada nilai rata-ratanya menunjukkan dari tahun-ketahun variabel tersebut mengalami kenaikan. Sedangkan tanda negatif yang ditunjukkan pada nilai rata-ratanya menunjukkan dari

tahun ketahun variabel tersebut mengalami penurunan. Rata-rata variabel yang digunakan termasuk faktor-faktor kontekstual nilai rata-ratanya (kecuali *earning*) mengalami kenaikan.

Tabel 5

Statistik Deskriptif Variabel Setelah Dikelompokan Menurut Total Akruai

| Variabel | Model 1 TAC Rendah | Model 2 TAC Sedang | Model 3 TAC Tinggi |
|-----------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| * Div | | | |
| Mean | 141.4472 | 68.631313 | 92.516364 |
| SD | 629.975515 | 152.824309 | 296.554165 |
| *Earning | | | |
| Mean | 8.7E +10 | 8.2E+09 | -1.1E+11 |
| SD | 2.859E+11 | 3.89E+10 | 7.255E+11 |
| *CFFO | | | |
| Mean | 4.8E+10 | 2.4E+10 | 2.0E+11 |
| SD | 1078E+11 | 5.008E+10 | 4.050E+11 |
| *DIVLB | | | |
| Mean | 7.8E+09 | 3.7E+09 | 1.5E+10 |
| SD | 4.116E+10 | 1.136E+10 | 3.47E+10 |

Sumber data: Capital Market Directory 1996, 1997 & 2000, Annual Report dan diolah

Berdasarkan tabel 5 tersebut statistik deskriptif variabel yang dibagi kedalam 3 model menurut besarnya total akruai tampak bahwa dividen (DIV) nilai rata-ratanya mengalami penurunan dari model total akruai rendah kemodel total akruai sedang dan kemudian nilai rata-ratanya naik lagi pada model total akruai tinggi. Namun untuk Variabel *earning* nilai rata-ratanya mengalami penurunan searah kenaikan total akruai dari model

yang total akrualnya rendah sampai dengan model yang total akrualnya tinggi. Sedangkan untuk variabel *cash flow* (CFFO) dan *lagged dividend* (DVLB) nilai rata-ratanya mengalami penurunan dari model yang total akrual rendah ke model yang total akrualnya sedang namun nilai rata-ratanya kemudian mengalami kenaikan pada model yang total akrualnya tinggi.. Secara umum tampak pada tabel 5 semua variabel menunjukkan tanda positif untuk nilai rata-rata (*mean*) kecuali pada variabel *earning* yang menunjukkan tanda negatif untuk model ke3 pada total akrual yang tinggi. Tanda positif pada nilai rata-ratanya menunjukkan bahwa dari tahun-ketahun variabel tersebut mengalami kenaikan dan tanda negatif pada nilai rata-ratanya (*mean*) menunjukkan dari tahun ketahun variabel tersebut mengalami penurunan. Untuk standar deviasinya untuk masing-masing variabel dari setiap model setelah terjadinya pengelompokan menurut total akrual masih menunjukkan nilai yang lebih besar dari nilai rata-ratanya (*mean*) sehingga variasinya (penyimpangan) masih cukup tinggi.

Statistik deskriptif untuk variabel yang dikelompokkan menurut pertumbuhan perusahaan yang dibagi dalam 3 model yang ditunjukkan pada tabel 6 tampak bahwa nilai mean dividen (DIV) mengalami penurunan dari model 1 yang pertumbuhan perusahaan rendah ke model 2 yang pertumbuhan perusahaan sedang namun mengalami kenaikan untuk nilai mean pada model 3 yang pertumbuhan perusahaan tinggi. Sedangkan variabel *earning* juga mengalami penurunan pada nilai mean searah naiknya pertumbuhan perusahaan. Variabel *cash flow* (CFFO) dan *lagged dividend* (DVLB) menunjukkan adanya kenaikan nilai mean -nya searah naiknya pertumbuhan perusahaan ini berarti berbanding terbalik dengan variabel *earning*. Tanda positif pada nilai rata-ratanya menunjukkan bahwa dari tahun-ketahun variabel tersebut mengalami kenaikan dan tanda negatif pada nilai rata-ratanya

(*mean*) menunjukkan dari tahun ketahun variabel tersebut mengalami penurunan. Secara umum semua variabel mengalami kenaikan untuk model 1 yang pertumbuhan perusahaan rendah dan demikian pula untuk model 2 dan 3 kecuali variabel *earning* yang bertanda negatif. Untuk standar deviasinya untuk masing-masing variabel dari setiap model setelah terjadinya pengelompokan menurut total akrual masih menunjukkan nilai yang lebih besar dari nilai rata-ratanya (*mean*) sehingga variasinya (penyimpangan) masih cukup tinggi.

Tabel 6

Statistik Deskriptif Variabel Setelah Dikelompokan Pertumbuhan Perusahaan

| Variabel | Model 1 TAC Rendah | Model 2 TAC Sedang | Model 3 TAC Tinggi |
|-----------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| * Div | | | |
| Mean | 144.5430 | 26.462366 | 140.5311 |
| SD | 250.604618 | 110.305184 | 674.034899 |
| *Earning | | | |
| Mean | 1.7E+10 | -1.2E+10 | -3.1E+10 |
| SD | 1.799E+11 | 3.239E+11 | 7.239E+11 |
| *CFFO | | | |
| Mean | 4.1E+10 | 9.7E+10 | 1.3E+11 |
| SD | 1.172E+11 | 2.996E+11 | 3.293E+11 |
| *DIVLB | | | |
| Mean | 4.1E+09 | 6.6E+09 | 1.4E+10 |
| SD | 1.997E+10 | 1.558E+10 | 4.713E+10 |

Sumber data: Capital Market Directory 1996, 1997 & 2000, Annual Report dan diolah

4.3 Uji Hipotesis

Seperti telah dijelaskan sebelumnya bahwa tujuan dari penelitian ini diantaranya untuk mengetahui hubungan dari *cash flow* terhadap perubahan dividen selain dari variabel *earning* dan *lagged dividend*. Untuk menentukan hubungan tersebut, dengan model yang digunakan oleh Charitou dan Vafeas (1998) yang menggunakan faktor-faktor kontekstual (total akrual dan pertumbuhan perusahaan untuk memperkuat hubungan antara *cash flow* dari operasi dengan perubahan dividen. Adapun alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah model regresi dengan variabel bergantung atau dependen yang bersifat dikotomi yaitu model logit *binary* (*Binary logit*) seperti yang dikemukakan dalam Gujarati (1995), dan Manddala (1992).

Secara umum model dari perubahan dividen dapat dilihat dari fungsi seperti dalam persamaan 1 berikut:

$$\text{Perubahan dividen} = f(\text{earning, cash flow, lagged dividend}) \dots\dots\dots (1)$$

atau dapat dinotasikan dalam persamaan matematis sebagai berikut:

$$\text{PDIV} = f(\text{EARNING, CFFO, DIVLB}) \dots\dots\dots (2)$$

Selanjutnya dari model perubahan dividen pada persamaan 2 diestimasi dengan model *logit binary*, maka variabel dependen (yaitu perubahan dividen) dikelompokkan menjadi dua kategori yakni:

- 1= jika sampel perusahaan terjadi kenaikan dividen atau dividen dari tahun sebelumnya ketahun berikutnya tetap.

0= jika sampel perusahaan terjadinya penurunan dividen dari tahun sebelumnya ketahun berikutnya (memotong atau menghapus dividen).

Dalam penelitian ini, analisis statistik dari model perubahan dividen yang diamati akan dikelompokan dalam tiga skenario yaitu:

- (1) Model tanpa adanya pengelompokan perusahaan berdasarkan faktor-faktor kontekstual (total akrual dan pertumbuhan perusahaan).
- (2) Model dimana perusahaan yang dikelompokan menurut besarnya total akrual.
- (3) Model dimana perusahaan yang dikelompokan menurut pertumbuhan perusahaan.

Pada masing-masing model diatas akan diestimasi dengan menggunakan teknis seperti yang telah disebutkan sebelumnya, yaitu: Model *logit binary*.

4.3.1 Pengujian Hipotesis 1

Pengujian hipotesis 1 dengan menggunakan model 1 yaitu tanpa adanya pengelompokan perusahaan berdasarkan faktor-faktor kontekstual. Hipotesis 1 memprediksikan adanya hubungan positif dan signifikan antara *cash flow* dari operasi dengan perubahan dividen, *given earning* (*earning* dianggap tetap). Dalam penelitian ini setelah diuji dengan memakai model *logit binary* ternyata menunjukkan bahwa variabel *earning* dan *cash flow* (CFFO) menunjukkan tanda koefisien yang positif dan signifikan terhadap perubahan dividen, ini dilihat dengan tingkat signifikansinya yang tinggi (P- value, 0,001) untuk variabel *earning* dan (P- value, 0,031) untuk variabel *cash flow* (CFFO) (lihat tabel 7). Sedangkan untuk variabel *lagged dividend* (DIVLB) tidak signifikan dengan tingkat

signifikansi (P- value, 0,975). Namun demikian tanda koefisiennya adalah positif ini menunjukkan ada korelasi variabel *lagged dividend* (DIVLB) dengan perubahan dividen.

Tabel 7
Ringkasan Estimasi Model Logit Binary
PDIV = f (Earning, CFFO, DIVLB)
Tampa Adanya Pengelompokan Berdasarkan Faktor Kontekstual

| Variabel | Koefisien | Wald Ratio | Signifikansi (P – Value) |
|---|----------------------------|------------|--------------------------|
| Earning | 0.000 | 10.3310 | 0.001* |
| CFFO | 0.000 | 4.656 | 0.031 ** |
| DIVLB | 0.000 | 0.001 | 0.975 |
| Konstant | - 0.526 | 31.464 | 0.000 * |
| Chi – square (Hosmer and Lemeshow Test) | 26.215 (P – value = 0.001) | | |
| Observed | Predicted | | |
| | 0 | 1 | % Correct |
| PDIV | | | |
| 0 | 369 | 5 | 98.7 |
| 1 | 205 | 9 | 4.2 |
| Overall | | | 64.3 |

Keterangan

0 = Penurunan Dividen (pemotongan atau penghapusan)

1 = Kenaikan Dividen atau dividen tetap dari tahun sebelumnya ketahun berikutnya

* = Signifikansi pada taraf 1%

** = Signifikansi pada taraf 5%

Secara umum dapat dikatakan model regresi logistik (*binary*) untuk model 1 mempunyai kemampuan yang bagus dalam memprediksi secara benar (kira-kira daya prediksinya sebesar 64,3% diatas 50% dan nilai chi square Hosmer and Lemeshow Test yang cukup tinggi yaitu 26, 215 oleh karenanya maka dapat dikatakan bahwa model tersebut merupakan model yang *best fit* dalam melihat hubungan antara variabel independen (*earning*, *cash flow* dan *lagged dividend*) ke variabel dependen (perubahan dividen).

Berdasarkan tabel 7 diatas tampak bahwa adanya hubungan positif dan signifikan antara variabel *earning* dengan perubahan dividen yang ditunjukkan dengan tanda koefisiennya yang positif serta signifikansinya (P- value, 0,001) pada taraf signifikansi 1% hal ini memperlihatkan bahwa kandungan informasi dari *earning* melebihi variabel *cash flow* (p-value, 0,031) pada taraf signifikansinya 5%. Hasil ini sudah diperkirakan sebelumnya karena *earning* merupakan pengukuran menyeluruh dari kinerja perusahaan. Atas dasar hasil yang diperoleh ini akan lebih mempertegas bahwa *earning* masih merupakan faktor dominan dalam menjelaskan perubahan dividen meskipun banyak mendapatkan kritik, karena *earning* yang merupakan komponen dari akrual dianggap masih dimungkinkan untuk dimanipulasi oleh manajemen demi kepentingannya (Healy, 1985). Hasil ini mendukung penelitian-penelitian sebelumnya yang menemukan bukti empiris bahwa *earning* mempunyai hubungan yang signifikan dengan perubahan dividen, yaitu Lintner (1956), Huefner (1980), Crum et.al (1988), Simon (1994), Charitou dan Vafeas (1998), Charitou (2000).

Untuk variabel *cash flow* dari operasi yang dihipotesakan mempunyai hubungan dengan perubahan dividen, pada tabel 7 tampak dari tanda koefisiennya positif dan tingkat signifikansi (p- value, 0,031) pada taraf signifikansi 5% ini sangat jelas menunjukkan bahwa

adanya hubungan positif dan signifikan antara variabel *cash flow* dari operasi dengan perubahan dividen, Ini berarti hipotesis H1 gagal untuk ditolak (menerima H1). Hasil ini mendukung teori yang telah dijelaskan sebelumnya bahwa kebijakan pembayaran dividen bergantung pada ketersediaan dana. Keputusan sebuah perusahaan untuk menurunkan atau menaikkan dividen sebagian mencerminkan likuiditas perusahaan dan *cash flow* dari operasi lebih langsung menunjukkan likuiditas. Mengingat bahwa *cash flow* dari operasi mencerminkan likuiditas perusahaan, maka *cash flow* dari operasi merupakan faktor penentu dari perubahan dividen, *given earning*. Hasil ini juga mendukung dari penelitian - penelitian sebelumnya yaitu Charitou (2000), Suadi (1998) dan tidak mendukung hasil penelitian dari Lintner (1956), Huefner (1980), Crum et.al (1988), Simon (1994), Charitou dan Vafeas (1998).

Untuk variabel *lagged dividend* (DIVLB) menunjukkan nilai yang tidak signifikan dengan signifikansi (p -value, 0,978), akan tetapi tanda dari koefisien yang ditunjukkan adalah positif ini dapat dijelaskan bahwa antara *lagged dividend* (DIVLB) dengan perubahan dividen (DIVLB) mempunyai korelasi (hubungan). Hasil ini tidak mendukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Crum et.al (1988), Charitou dan Vafeas (1998). Tidak signifikannya variabel ini disebabkan karena perusahaan yang dijadikan sampel tidak secara kontinyu pembayaran dividen pada tahun pengamatan (1994-1999) yang bila dibandingkan dengan penelitian yang dilakukan oleh Charitou dan Vafeas (1998) nilai dividen yang dijadikan sampel pada periode pengamatan tidak ada yang nol.

4.3.2 Pengujian Hipotesis 2

Pengujian hipotesis 2 dilakukan dengan menggunakan model 2 dengan melakukan pengelompokan perusahaan menurut besarnya total akrual. Pada pengujian hipotesis 2 ini ingin melihat pengaruh dari besarnya dari total akrual terhadap hubungan antara *cash flow* dari operasi dengan perubahan dividen. Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya hipotesis 2 memprediksikan bahwa hubungan antara *cash flow* dari operasi yang rendah dengan perubahan dividen adalah secara positif dan signifikan, *given earning*.

Dalam penelitian ini setelah sampel perusahaan dikelompokkan menurut besarnya total akrual dengan menggunakan teknis *arithmetic mean* yang dibagi kedalam tiga bagian yaitu rendah, sedang dan tinggi untuk masing-masing variabel. Berdasarkan hasil pengujian dengan menggunakan model *logit binary ternyata* menunjukkan bahwa variabel *earning*, *cash flow* dari operasi (CFFO) menunjukkan tanda koefisien yang positif dan signifikan dengan tingkat signifikansinya (*P – value*, 0,012) untuk variabel *earning* dan (*p – value*, 0,010) untuk variabel *cash flow* dari operasi, sedangkan variabel *lagged dividend* (DIVLB) menunjukkan tanda positif tetapi tidak signifikan dengan tingkat signifikansinya (*p – value*, 0,664) pada model 3 (total akrual yang tinggi) namun pada model 1 (total akrual rendah) tak ada satupun variabel yang signifikan dengan tanda koefisien yang positif dan pada model 2 (total akrual sedang) hanya variabel *earning* yang signifikan (*p – value*, 0,000) dengan tanda koefisien positif sedangkan variabel *cash flow* dari operasi (CFFO) dan *lagged dividend* (DIVLB) tidak signifikan dengan tanda koefisien yang positif lihat tabel 8.

Tabel 8
 Ringkasan Estimasi Model Logit Binary
 $PDIF = f(\text{EARNING, CFFO, DIVLB})$
 Pengelompokan Perusahaan Berdasarkan Total Aktual

| Variabel | Rendah | | | Sedang | | | Tinggi | | | | | | | | |
|---------------------------------------|------------------------|------------|----------------------|---------------------------------------|-----------|------------|------------------------|----------|-----------|---------------------------------------|----------------------|----------|-----------------------|---|-----------|
| | Koefisien | Wald Ratio | Signifikan (p-value) | Variabel | Koefisien | Wald Ratio | Signifikan (p-value) | Variabel | Koefisien | Wald Ratio | Signifikan (p-value) | | | | |
| EARNING | 0.0000 | 1.4120 | 0.2350 | EARNING | 0.000 | 14.496 | 0.000* | EARNING | 0.000 | 6.373 | 0.012* | | | | |
| CFFO | 0.0000 | 0.3240 | 0.5690 | CFFO | 0.000 | 0.859 | 0.354 | CFFO | 0.000 | 6.551 | 0.010* | | | | |
| DIVLB | 0.0000 | 0.0350 | 0.8520 | DIVLB | 0.000 | 0.002 | 0.968 | DIVLB | 0.000 | 0.189 | 0.664 | | | | |
| Constant | -0.6290 | 15.9690 | 0.000* | Constant | -0.685 | 13.037 | 0.000* | Constant | -0.411 | 4.985 | 0.026* | | | | |
| Chi-square (Hosmer and Lemeshow Test) | 12.694 (p-value=0.123) | | | Chi-square (Hosmer and Lemeshow Test) | | | 7.711 (p-value=0.4621) | | | Chi-square (Hosmer and Lemeshow Test) | | | 9.262 (p-value=0.320) | | |
| Observed | Predicted | | | Predicted | | | Predicted | | | Predicted | | | Predicted | | |
| | 0 | 1 | % Correct | Observed | 0 | 1 | % Correct | Observed | 0 | 1 | % Correct | Observed | 0 | 1 | % Correct |
| PDIV | 121 | | | PDIV | 108 | | | PDIV | 133 | | | PDIV | 133 | | |
| 0 | 67 | 3 | 97.6 | 0 | 55 | 12 | 90 | 0 | 63 | 0 | 100 | 0 | 0 | 0 | 100 |
| 1 | | 7 | 9.5 | 1 | | 23 | 29.5 | 1 | | 2 | 3.1 | 1 | | 2 | 3.1 |
| Overall | 64.6 | | | Overall | | | 66.2 | | | Overall | | | 68.2 | | |

Keterangan

0 = Penurunan dividen (pemotongan atau penghapusan dividen)

1 = Kenaikan dividen atau dividennya tetapa dari tahun sebelumnya ketahun berikutnya .

* = Signifikansi pada 1 %

Sumber data: Output Hasil Estimasi

Adapun hasil ini bertolak belakang terhadap apa yang diharapkan pada hipotesis yang kedua seperti yang telah dijelaskan sebelumnya bahwa hubungan positif dan signifikan antara *cash flow* dari operasi dengan perubahan dividen dalam kelompok perusahaan dengan total akrual yang rendah (dimana *cash flow* dari operasi yang rendah), hasil ini menunjukkan penolakan pada H2.

Terjadinya hubungan positif dan signifikan yang kuat antara *cash flow* dari operasi dengan perubahan dividen pada model total akrual yang tinggi (dimana *cash flow* dari operasi yang tinggi) sesuai dengan pemikiran bahwa kemampuan dari sebuah perusahaan untuk merubah kebijakan dividen kadang bergantung pada posisi likuiditasnya. Ketika *cash flow* yang memadai (tersedia) sebuah perusahaan dapat menentukan kebijakannya sesuai dengan kinerjanya; hal ini mungkin meningkatkan pembayaran sebagai respon terhadap kinerjanya yang baik (Ingram dan Lee, 1997).

Adanya perbedaan hasil penelitian ini dengan penelitian sebelumnya disebabkan karena adanya perbedaan besarnya sampel. Pada penelitian ini sampel yang digunakan hanya berjumlah 98 perusahaan sedangkan penelitian sebelumnya cukup besar yaitu 5.997 disamping itu berdasarkan data yang ada setelah dipoling hampir 50% bertanda negatif sehingga pada saat pengelompokan kurang representatif. Namun demikian dapat dikatakan bahwa setidaknya ada pengaruh dari total akrual terhadap *cash flow* dengan perubahan dividen. Ini dibuktikan dengan kemampuan prediksi yang ditunjukkan oleh hasil uji regresi logistik yang mengalami peningkatan dari sebelum adanya pengelompokan dan sesudah adanya

pengelompokan dan sesudah adanya pengelompokan menurut besarnya total akrual. Sebelum pengelompokan kemampuan prediksi hanya sebesar 64,3 % namun setelah pengelompokan kemampuan prediksi rata-rata mengalami kenaikan searah naiknya total akrual seperti yang terlihat pada tabel 8. Kemampuan prediksi pada model 1 dengan total akrual yang rendah naik menjadi 64,6 % kemudian naik lagi menjadi 66,2% pada model yang kedua (total akrual sedang) dan 68,2% dan secara khusus pada variabel *cash flow* untuk tingkat signifikansinya juga mengalami kenaikan dari (p – value, 0,031) menjadi (p – value, 0,001) pada model yang ketiga yaitu pada total akrual yang tinggi meskipun pada *chi square Hosmer and Lemeshow Test* mengalami penurunan dari sebelum terjadinya pengelompokan perusahaan menurut besarnya total akrual dari 26,215 menjadi 12,694 (model 1), 7,711 (model 2) dan 9,262 (model 3). Dari kemampuan prediksi yang diperlihatkan oleh model masing-masing memperlihatkan model regresi logistik *binary* mempunyai kemampuan yang bagus dalam memprediksi secara benar yang daya prediksinya diatas 50%, oleh karenanya bahwa model – model tersebut model yang *best fit* dalam melihat hubungan variabel independen kevariabel dependennya.

Berdasarkan penjelasan sebelumnya walaupun tidak mendukung hipotesis yang diajukan sesuai dengan penelitian sebelumnya (Charitou dan Vafeas, 1988) namun dapat mendukung pernyataan yang diajukan oleh Jensen (1986) adanya faktor kontekstual khususnya besarnya total akrual mempengaruhi hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen.

4.3.3 Pengujian Hipotesis 3

Pengujian hipotesis 3 dengan menggunakan model 3 yaitu dengan pengelompokan perusahaan menurut pertumbuhan perusahaan. Pada pengujian hipotesis 3 ini ingin melihat pengaruh dari pertumbuhan perusahaan terhadap hubungan antara *cash flow* dari operasi dengan perubahan dividen. Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya H3 memprediksikan bahwa *cash flow* dari operasi merupakan prediktor yang terbaik terhadap perubahan dividen untuk perusahaan dengan prospek pertumbuhan sedang. Dalam penelitian ini setelah sampel perusahaan dikelompokkan menurut pertumbuhan perusahaan dengan menggunakan teknis *geometrik indeks mean* yang dibagi dalam tiga kelompok yaitu kelompok perusahaan dengan pertumbuhan yang rendah, sedang dan kelompok perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi. Pada saat pengelompokan dengan menggunakan pertumbuhan perusahaan terjadi pengurangan sampel perusahaan sebanyak 5 perusahaan seperti yang telah dijelaskan sebelumnya.

Setelah dilakukan pengujian dengan memakai model *logit binary* ternyata pada model 3 variabel *earning* dan *cash flow* menunjukkan tanda positif dan signifikan dengan tingkat signifikansi (P - Value, 0,002) untuk variabel *earning* (P - value, 0,003) untuk variabel *cash flow* dari operasi, sedangkan variabel *lagged dividend* tidak signifikan pada signifikansi (P - value, 0,707) lihat tabel 9. Adapun hasil ini berbeda dengan apa yang diharapkan pada hipotesis 3 bahwa pada model dengan pertumbuhan perusahaan yang sedang *cash flow* dari operasi merupakan prediktor yang lebih baik terhadap perubahan dividen, Ini menunjukkan hipotesis 3 ditolak.

Tabel 9
 Ringkasan Estimasi Model Logit Binary
 $PDIF = f (EARNING, CFO, DIVLB)$
 Pengelompokan Perusahaan Berdasarkan Pertumbuhan Perusahaan

| Rendah | | | | Sedang | | | | Tinggi | | | |
|--|--------------------------|------------|-------------------------|--|-------------------------|------------|-------------------------|--|------------------------|------------|-------------------------|
| Variabel | Koefisien | wald Ratio | Signifikan (p - value) | Variabel | Koefisien | Wald Ratio | Signifikan (p - value) | Variabel | Koefisien | Wald Ratio | Signifikan (p - value) |
| EARNING | 0.000 | 0.119 | 0.730 | EARNING | 0.000 | 1.278 | 0.258 | EARNING | 0.000 | 9.555 | 0.002* |
| CFFO | 0.000 | 0.762 | 0.383 | CFFO | 0.000 | 0.374 | 0.541 | CFFO | 0.000 | 8.569 | 0.003* |
| DIVLB | 0.000 | 0.504 | 0.478 | DIVLB | 0.000 | 0.000 | 0.999 | DIVLB | 0.000 | 0.142 | 0.707 |
| Constant | -0.478 | 8.252 | 0.004* | Constant | -0.289 | 2.888 | 0.749 | Constant | -0.864 | 19.915 | 0.000* |
| Chi- square (Hosmer and Lemeshow Test) | 11.332 (p-Value= 0.184) | | | Chi- square (Hosmer and Lemeshow Test) | 18.003 (p- value=0.021) | | | Chi- square (Hosmer and Lemeshow Test) | 7.775 P- value= 0.456) | | |
| Observed | Predicted | | | Predicted | | | Predicted | | | | |
| | 0 | 1 | % Correct | 0 | 1 | % Correct | 0 | 1 | % Correct | | |
| PDIV | 114 | 1 | 99.1 | 106 | 2 | 97.3 | 126 | 4 | 95.2 | | |
| 0 | 71 | 0 | 0 | 77 | 1 | 1.3 | 46 | 10 | 20.4 | | |
| 1 | | | | | | | | | | | |
| Overall | 61.3 | | | 57.5 | | | 73.1 | | | | |

Keterangan

- 0 = Penurunan dividen (pemotongan atau penghapusan dividen)
- 1 = Kenaikan dividen atau dividennya tetapa dari tahun sebelumnya ketahun berikutnya .
- * = Signifikansi pada 1 %

Sumber Data : Output Hasil Estimasi

Hasil yang menunjukkan bahwa pada pertumbuhan perusahaan yang tinggi *cash flow* dari operasi merupakan prediktor yang lebih baik terhadap perubahan dividen. Ini menandakan bahwa di Indonesia perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang tinggi perusahaan memilih melakukan pembayaran *cash flow* sebagai dividen daripada memilih untuk melakukan investasi. Kecenderungan ini menjelaskan bahwa perusahaan dalam hal ini manajer ingin memaksimalkan kekayaan para pemegang saham. Hasil dari penelitian ini sama halnya dengan pendapat yang dikemukakan oleh Jansen (1986) dalam hipotesis *free cash flow* -nya yang mengemukakan bahwa pada tingkat pertumbuhan yang rendah manajer lebih cenderung menggunakan *cash flow* yang ada untuk investasikan dibanding menggunakannya untuk dividen, ini dapat dilihat dari hasil estimasi yang ditunjukkan oleh model pertumbuhan yang rendah, dimana *cash flow* tidak mempunyai hubungan yang signifikan dengan perubahan dividen tetapi yang signifikan terjadi pada model yang ketiga. Disamping itu hal ini juga senada dengan teori kebijakan dividen yang dikemukakan oleh (Brigham, 1999) yaitu *Information Content or Signaling Hypotesis* yang menjelaskan bahwa didalam teori M-M (Miller and Modigliani's) berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas biasanya merupakan suatu sinyal kepada investor, bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dimasa akan datang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah normal diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit dimasa mendatang.

Adanya perbedaan hasil dengan penelitian sebelumnya mungkin disebabkan perbedaan sampel dengan penelitian sebelumnya. Pada penelitian sebelumnya menggunakan sampel yang cukup besar 5.997 sedangkan penelitian ini hanya menggunakan sampel sebanyak 93 dari 98 sampel sebelumnya. Selain itu pada penelitian sebelumnya dividen yang dijadikan sampel tidak 0 selama periode pengamatan sedangkan pada penelitian sekarang ini banyak dividen yang dijadikan sampel bernilai 0. Padahal dalam penghitungan market value of equity yang juga merupakan syarat penghitungan pertumbuhan perusahaan harus menggunakan dividen tersebut akibatnya nilai pertumbuhan perusahaan yang dihasilkan kurang baik. Namun demikian dapat dikatakan bahwa setidaknya ada pengaruh dari pertumbuhan perusahaan didalam memprediksi *cash flow* terhadap perubahan dividen. Ini dibuktikan dengan kemampuan prediksi yang diperlihatkan oleh hasil uji regresi logistik yang mengalami peningkatan dari sebelum adanya pengelompokan kemampuan prediksinya 64,3% dan sesudah pengelompokan menurut pertumbuhan perusahaan naik menjadi 73,2% (model 3, pertumbuhan perusahaan tinggi) namun model 1(61,3%) dan model 2 (57,5%) kemampuan prediksinya mengalami penurunan dari sebelum adanya pengelompokan menurut pertumbuhan perusahaan. Disamping daya prediksinya terjadi kenaikan tingkat signifikansinya cash flow juga mengalami peningkatan dari signifikansi (p-value, 0.031) sebelum pengelompokan naik menjadi (p-value, 0.003) setelah terjadinya pengelompokan perusahaan menurut pertumbuhan perusahaan meskipun nilai *chi-square Hosmer and Lemeshow Test* mengalami penurunan secara keseluruhan dari 26,215 menjadi

11,332 (rendah), 18,003 (sedang) dan 7,775 (tinggi) setelah terjadinya pengelompokan menurut pertumbuhan perusahaan.

Berdasarkan keterangan diatas secara umum dapat dijelaskan model yang ditunjukkan pada tabel 9 merupakan model regresi logistik (binary) mempunyai kemampuan yang bagus dalam memprediksi secara benar yaitu masih diatas 50% khususnya pada model 3 yang kemampuan prediksinya kira-kira 73%, oleh karenanya bahwa model tersebut best fit didalam melihat hubungan variabel independen ke variabel dependennya.

4.3.4 Perbandingan Model Persamaan didalam Menjelaskan Perubahan Dividen

Berdasarkan penjelasan-penjelasan sebelumnya, pada bagian ini akan menjelaskan model persamaan mana yang paling baik didalam menjelaskan perubahan dividen dari 3 skenario model persamaan yaitu:

- a. Model tanpa adanya pengelompokan perusahaan berdasarkan faktor-faktor kontekstual (total akrual dan pertumbuhan perusahaan).
- b. Model dimana perusahaan yang dikelompokkan menurut besarnya total akrual.
- c. Model dimana perusahaan yang dikelompokkan menurut pertumbuhan perusahaan.

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya pada model 2 (perusahaan dikelompokkan berdasarkan total akrual) yang dibagi lagi kedalam 3 bagian yaitu kelompok perusahaan dengan total akrual yang rendah, kelompok perusahaan dengan total akrual yang sedang dan kelompok perusahaan yang total akrualnya tinggi. Demikian pula halnya pada model 3 (perusahaan dikelompokkan berdasarkan pertumbuhan perusahaan) ini juga dibagi lagi kedalam tiga kelompok bagian yaitu kelompok perusahaan dengan pertumbuhan yang

rendah, kelompok perusahaan dengan pertumbuhan yang sedang dan kelompok perusahaan dengan pertumbuhan perusahaan yang tinggi, jadi secara keseluruhan model yang dianalisis adalah 7 model. Dari 7 model yang telah dianalisis ternyata model yang paling best fit didalam menjelaskan hubungan variabel independen (*earning, cash flow* dan *lagged dividend*) terhadap variabel dependen (perubahan dividen) adalah model dimana perusahaan dikelompokkan berdasarkan pertumbuhan perusahaan yang tinggi, dengan kemampuan prediksi yang cukup tinggi yaitu 73,1% lihat tabel 7,8,9.

BAB V

KESIMPULAN, IMPLIKASI, KETERBATASAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah *cash flow* dari operasi mempunyai kandungan informasi dengan melihat hubungan *cash flow* tersebut terhadap perubahan dividen. Selain itu juga melihat apakah total akrual dan pertumbuhan perusahaan yang merupakan faktor-faktor kontekstual mempengaruhi hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen, *given earning*. Untuk itu dilakukan pengujian dengan menggunakan *logistic regression (Binary logit)* pada data yang terdiri dari perusahaan manufaktur yang listing di Bursa Efek Jakarta.

Beberapa kesimpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Hasil dari pengujian hipotesis 1 menunjukkan bahwa *cash flow* dari operasi mempunyai hubungan positif dan signifikan dengan perubahan dividen, *given earning*. Selain itu variabel *earning* juga menunjukkan hubungan positif dan signifikan dengan perubahan dividen, ini memberikan bukti bahwa *earning* tetap merupakan salah faktor yang dominan dalam penentuan kebijakan dividen selain dari *cash flow* yang dianggap lebih mencerminkan tingkat likuiditas perusahaan. Sedangkan untuk variabel *lagged dividend* ini menunjukkan hasil yang tidak signifikan namun dari segi tanda koefisien yang diperlihatkan adalah positif ini menandakan bahwa *lagged dividend* mempunyai korelasi (hubungan) dengan perubahan dividen.

2. Hasil dari pengujian hipotesis kedua yang mengelompokkan perusahaan menurut besarnya total akrual menunjukkan bahwa *cash flow* dari operasi yang rendah tidak menunjukkan hubungan yang signifikan dengan perubahan dividen, namun *cash flow* dari operasi yang tinggi justru menunjukkan hubungan yang signifikan. Dengan pengelompokan perusahaan menurut besarnya total akrual mempengaruhi hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen ini dibuktikan dengan naiknya tingkat signifikansi *cash flow* serta kemampuan prediksi didalam menjelaskan hubungan variabel independen (*earning, cash flow, lagged dividend*) terhadap variabel dependen (perubahan dividen) bila dibandingkan dengan perusahaan sebelum dikelompokkan menurut besarnya total akrual.
3. Hasil dari pengujian hipotesis ketiga yang mengelompokkan perusahaan menurut pertumbuhan perusahaan menunjukkan bahwa *cash flow* dari operasi tidak menunjukkan hubungan yang signifikan dengan perubahan dividen pada prospek pertumbuhan yang sedang namun *cash flow* dari operasi justru menunjukkan hubungan yang signifikan dengan perubahan dividen pada prospek pertumbuhan yang tinggi. Dengan pengelompokan perusahaan menurut pertumbuhan perusahaan mempengaruhi hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen ini dibuktikan dengan naiknya tingkat signifikansi *cash flow* serta kemampuan prediksi didalam menjelaskan hubungan variabel independen (*earning, cash flow, lagged dividend*) terhadap variabel dependen (perubahan dividen) bila dibandingkan dengan perusahaan sebelum dikelompokkan menurut pertumbuhan perusahaan.

5.2 Implikasi Hasil Penelitian

Hasil penelitian ini dapat dipergunakan sebagai referensi bagi pihak manajemen perusahaan dan pihak *shareholders*. Adanya Asymetris informasi antara manajemen dan *shareholders* menyebabkan diperlukannya suatu alat ukur kinerja yang dapat diandalkan (*realible*).

Bagi *Shareholders*, hasil yang signifikan dari variabel *cash flow* dari operasi selain *earning* yang selama ini digunakan sebagai alat ukur terhadap kemampuan perusahaan untuk membayar dividen merupakan jawaban bahwa *cash flow* sangat tepat digunakan didalam menentukan kebijakan dividen karena lebih langsung mencerminkan tingkat likuiditas perusahaan.

Bagi *Shareholders*, dengan hasil yang diperoleh bahwa total akrual dan pertumbuhan perusahaan mempengaruhi hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen. Ini menunjukkan total akrual dan pertumbuhan perusahaan bisa dijadikan dasar pertimbangan menilai kebijakan dividen karena bisa memperkuat atau memperlemah hubungan *cash flow* dengan perubahan dividen.

5.3 Keterbatasan Penelitian

Dalam penelitian ini terdapat keterbatasan yaitu:

1. Periode peneltian hanya menggunakan 6 tahun pengamatan, sedangkan peneltian sebelumnya periode penelitian sebelumnya periode pengamatannya lebih panjang yaitu 10 tahun, sehingga hasil penelitian yang didapatkan lebih mendekati kondisi dari perilaku populasi.

2. Perusahaan – perusahaan selama periode pengamatan tidak mempunyai konsistensi dalam menyampaikan dividen secara runtun, sehingga sampel yang terpilih semakin sedikit, akibatnya pada saat penghitungan market value of equity memberikan hasil yang kurang baik (banyak bernilai nol) padahal market value of equity juga digunakan dalam perhitungan pertumbuhan perusahaan.
3. Kas dividen yang dipergunakan hanya menggunakan proksi dengan mengalikan dividen pershare dengan jumlah saham yang beredar sehingga memungkinkan hasilnya belum mencerminkan kas dividen sebenarnya.

5.4 Agenda Penelitian Yang Akan Datang

Berdasarkan pada kesimpulan dan keterbatasan yang ada, maka ada beberapa saran yang ingin penulis sampaikan agar penelitian yang akan datang lebih sempurna, antara lain yaitu:

1. Menambah periode pengamatan agar diperoleh jumlah sampel yang lebih besar sehingga didapatkan hasil yang lebih akurat dan tidak bias.
2. Dapat memasukkan variabel baru yaitu perubahan earning, perubahan cash flow dan memisahkan sampel perusahaan yang melaporkan kerugian dan yang melaporkan laba dengan menggunakan variabel dummy
3. Penelitian yang akan datang dapat juga dilakukan terhadap seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Hal ini berarti dapat menambah jumlah sampel penelitian. Pengaruh jenis industri terhadap variabel penelitian dapat diperlakukan sebagai variabel dummy.

DAFTAR PUSTAKA

- Ali, Ashig and P.F.Pope. 1995." The Incremental Content of Earnings, Funds Flow, and Arus kas. The UK Evidence". *Journal of Bussines Finance and Accounting*. 22(1). Pp.19-30.
- Ang, Robert, (1997) . *The Intelligent Guide To Indonesian Capital Market*, Chapter 6. No. 6,9.
- Yan Arsyah (1999)." Pengaruh Perubahan Deviden Terhadap Future Earnings". *Jurnal Riset Akuntansi* Vol. 1 No 2, Agustus 1999, 134-148.
- Bambang Supomo, dan Nur Indiantoro.1999. *Metodologi Peneliiian Bisnis untuk Akuntansi dan Manajemen*. Edisi I. BPFE.Yogyakarta.
- Bambang Riyanto, (1995). *Dasar – dasar pembelanjaan perusahaan*, edisi keempat, ygyakarta, BPFE.
- Bapepam.1996. *Himpunan Petunjuk Pelaksanaan Undang-Undang Pasar Modal*. CV Novindo Pustaka Mandiri Jakarta.
- Belkaouli, A. .2000. *Teori Akuntansi*. Edisi 1. Salemba Empat Jakarta
- Bernard, VL., and T.S. Stober. 1989." The Nature and Amount of Information Reflected in Arus kass and Accruas." *The accounting Review*. Vol. 62.pp. 624-652.
- Bowen, R.M., D.Burgstahlr, and L.A.Daley. 1986. " Evidence on the Relationships Between Earnings and Various Measures of Arus kas". *The Accounting Review*, Vol. 61,pp. 713-725.
- Brigham (1999), *Intermediate Financial Management*, Sixth edition, Orlando: The Dyrden Press.
- Charitou, A. and T. Falas (1996). "The Role of Earnings and Arus kass in Explaining Security Returns: The case of Conflicting Signa"l. *Journal Aof Accounting and Business Research*, Vol 4.,pp 49-68.
- Charitou, A. and N. Vafeas.1998 ." The Association Between Operating Arus kass and Dividend Changes: An Empirical Investigation". *Journal of Business Finance and Accounting*.
- Charitou, Ansreas, (2000).? The Impact of Losses and Cash Flows on Dividens:Evidence for Japan. Abacus.? *Journal of Business Finance and Accounting*. Vol 36, NO.2,2000.

- Chen, Carl. R, and Steiner Thomas L, (1999),” Managerial Ownership and Agency Conflict, A Non linier Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy and Devidend Policy”. *The Journal of Financial Review*, Vol.xxxIV, No. 119-136.
- Djarwanto Ps. *Statistik Sosial Ekonomi*. Edisi Kedua, BFE Yogyakarta,1993
- De Angelo Harry and Linda . 1990.”Divident Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms”. *The Journal of Finance*. Vol XLV, No. 8 .
- De Angelo Harry, H., L. Deangelo and D. Skinner. 1992.” Dividend and Loses”. *The Journal of Finance*, Vol 47 ,pp. 1837-63.
- FASB. 1978. *Statement of Financial Accounting Concept No. 1*. Stamford.
- _____ 1987. *Statement of Financial Accounting Concept No. 95*. November.
- Gujarati, D.1995. *Basic econometrics*. Third Edition. McGraw Hill Inc.Singappre.
- Gaver J. and K. Gaver (1993).’ Additional evvidence on The Association Between the Investmen Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies.’ *Journal of Accounting and Economic.*’ Vol.30,pp.185-209.
- Hair, Joseph F., Jr., Rolph E. Anderson, Ronald L. Tatham, and William C. Black. 1995. *Multivariate Data analysis with Reading*. Fourth edition. Prentice- hall International, Inc.
- Hagerman, R.L. And R.J. Huefner (1980).’ Earning Numbers and Dividen Prediction,’ *Review of Business and Economic Research (Spring)*, pp. 39-48.
- Hari Setianto. (2002).’ *Pengaruh Perubahan Earnings, Perubhan Cash Flow Terhadap Perubahan Dividen, dan Pengaruh Perubahan Dividen dan Perubahan Retained Earnings Terhadap Future Earnings*. Tesis Program Pasca Sarjana Universitas Diponegoro (tidak dipublikasikan)
- Hebirnus Kurnawan dan Nurindriantoro (2000).’ Analisis Hubungan antara Arus kas dan Aktivitas Operasi dan Data Akrual dengan Return Saham.’ *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* Vol 2, No 3, Desember, 2000.
- Holder, Mark E and Laugrehr F.W and Hoster J.L (1998).” Dividend Policy Determinant ; An Investigation of the Influences of Stakeholder Theory”. *The journal of financial Management*.
- Hendriksen, Eldon and Van Breda, M, 2000. *Teori Akuntansi*, Edisi Kelima,Interaksara, Batam.

- Imam Ghozali, (2000). *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*, BP-UNDIP, Semarang.
- Indriyo, Gitosudarmo, 1998. *Manajemen Keuangan*, Edisi 3, BPFE, Yogyakarta.
- Indah Susilawati, Waridin dan Mudji Rahardjo.' *Analisis Masalah Sosial, Politik dan Ekonomi Pada Migrasi Tenaga Kerja Indonesia Keluar Negeri, 2000*. Penelitian dengan Kerja Sama UNDIP (Tidak dipublikasikan)
- Ingram, R and T. Lee.' Information Provided by accrual and Cash flow Measures of Operating Activities'. *Abacus*, vol.20. No 2.1995.
- Ikatan Akuntansi Indonesia, 1999. *Standar Akuntansi Keuangan*. IAI, Indonesia, Penerbit Salemba Empat Jakarta.
- Jensen, M. C, (1986). ' Agency cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers.' *American Economic Review*, Vol. 76,pp.323-9.
- Kothari, SP. (1992). " Price -Earnings Regressions in the Presence of Prices Leading Earnings ; Earning Level Versus Change Specifications and Alternate Devinitions". *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 15, pp. 173-202.
- Largay, J. and S. Stickney (1980), ' Arus kas, Ratio Analysis, and the W.T Grant Company Bancruptcy', *Financial Analysis Journal* (Juli-Agustus)
- Lawson, G (1996). " The Measurement of Economic Performance of the US Nonfinancial Corporate Business Sector 1946-1990: An Application of Share Holder Value Creation Concept." *European Accounting Review*, Vol. 5, No.4, pp.715-741.
- (1981), 'The Cash flow Performance of U.K Companies', in *Essays in British Accounting Research (London)*.
-And H.P. Moeller (1996). " The Cash flow Effect of Retained Earnings Measured on a Conservative Basis", *Working Paper* (Martin -Lohter-Universitat Halle- Witteberg).
- And A. Stark (1981). "Equity Values and Inflation: Dividend and Debt Financing." *Lloyds Bank Review*, pp. 40-54.
- Lee, T. A (1981). " Cash flow Accounting and Corporate Financial Reporting". in *Essay in British Accounting Research (London)*
-(1983). " Funds Statements and Cash flow Analysis". *Investment Analyst*, pp. 13-21.

- Lev, B. (1989). "On the Usefulness of Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research". *Journal of Accounting Research* Vol. 27, Supplement, pp. 153-192.
- Lintner, J. (1956). "distribution of Income of Corporations Among Dividend, Retained Earnings and Taxes". *American Economic Review* (May), pp. 97-113
- Mason, R and Lind, D. *Teknik Statistika untuk Bisnis dan Ekonomi*, Edisi Kesembilan, Erlangga Jakarta.
- Miller, M.H. and F. Modigliani (1961). "Dividend policy, Growth and the Valuation of Share", *Journal of Business*, Vol. 34, pp. 411-433.
- Mudrajan Kuncoro, 2001. *Metode Kuantitatif*, Edisi Pertama, BPFE, Yogyakarta.
- Parawiyati dan Zaki Baridwan, 1998. "Kemampuan Earning dan Arus kas dalam Memprediksi Earning dan Arus kas Perusahaan Go Publik di Indonesia". *JRAI* Vol. 1, No. 1, Januari 1998.
- Sharpe, W. and Alexander, G. and Bailey, J (1995). *Investmentasi*, Edisi kelima diterbitkan Prentice Hall, Inc.
- Simons, K, (1994) I. "The Relationship Between Dividend Changes and Arus kas: An Empirical Analysis". *Journal of Business, Finance and Accounting*, Vo.21, 1994.
- Shirvani, Hassan and Hassan and Barry Wilbratte. 1997. An Empirical Investigation of Asymmetric Behavior in Corporate Dividend Policy. *Economic inquiry* XXXV, 847 – 857.
- Smith, C. and R. Watz (1992). "The investment Opportunity Set and Corporate Financing Dividend and Compensation Policies". *Journal of Financing Economics*.
- Suad Husnan (1992), *Manajemen keuangan, Teori dan Penerapannya*, Buku 1, Edisi 12, Yogyakarta, BPFE.
- Suadi. 1998. "Penelitian tentang Manfaat Laporan Arus Kas". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis, Indonesia*, Vol.13.No.2, Juli 1998.
- Vaveas, N. (1997). "Determinants of the Choice Between Alternative Share Repurchase Methods". *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol. 12, pp. 101-124.