



# CALL FOR PAPER

Conference on Economic and Business Innovation  
Sekretariat: Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Widyagama Malang  
Jalan Borobudur No. 35, Malang, Jawa Timur, 65142  
Email: febiuwg@gmail.com



IKATAN AKUNTAN INDONESIA  
KOMPARTEMEN AKUNTAN PENDIDIK  
FORUM DOSEN AKUNTANSI PUBLIK

## Penentu Kebijakan Inisiasi Dividen dan Dividen Sustainability (At Initial Public Offering Companies on the Indonesia Stock Exchange)

**Agus Rahman Alamsyah**  
Institute of Technology and Business Asia Malang, Indonesia  
Email: agusra.080808@gmail.com

### Abstract:

This study aims to examine the effects of maturity and agency cost model variables on the behavior of dividend initiation policy, and the effect itself on dividend sustainability. Samples of 127 companies that have initial public offering (IPO) on the Indonesia Stock Exchange (IDX), 2010-2019. This study uses Structural Equation Modeling with SmartPLS software to test the hypothesis. The test results show: maturity and capital structure variable have significant and positive effects on dividend initiation policy. Ownership structure does not affect the dividend initiation policy. Dividend initiation variable has a significant and positive effect on dividend sustainability.

**Keywords:** agency cost model, dividend initiation policy, dividend sustainability

## 1. INTRODUCTION

Inisiasi dividen sebagai model pembayaran atas dividen pada saat pertama kali dilakukan oleh Perusahaan setelah Initial Public Offering (IPO), akan tetapi realitanya bahwa sebagian besar perusahaan yang go publik belum tentu dapat mengikuti pertumbuhan dan perkembangan yang terjadi di lingkungan industri (Jain et al., 2003). Perusahaan yang baru saja menjalankan Initial Public Offering (IPO) diharapkan untuk tidak segera melaksanakan inisiasi dividen pada tahun-tahun awal setelah IPO karena perusahaan perlu melakukan pertimbangan tingkat investasi di masa depan (Sharma (2001). Pernyataan ini konsisten dengan Kale et.al (2011), yang menunjukkan bahwa perusahaan yang memprakarsai inisiasi dividen selama 5 tahun pertama setelah periode IPO pada NYSE/NASDAQ hanya ditemukan 6.588 perusahaan atau hanya 599 perusahaan atau 9,09% dari perusahaan yang diteliti. Hal ini menunjukkan bahwa tingginya komitmen dan konsistennya kepada para pemegang saham agar dapat melakukan pendistribusian kas dividen reguler pada batas waktu yang tak terbatas (Dhaliwal, et al., 2003). Berdasarkan temuan di atas, maka terdapat kecenderungan bahwa perusahaan di Amerika dalam melaksanakan pengambilan keputusan terutama yang berkaitan dengan inisiasi dividen akan mempertimbangkan kondisi keuangan serta kondisi pasar saham. Sedangkan menurut Sugeng (2009) dan Sielvia (2009) menyatakan bahwa kurang lebih 53% dari perusahaan go public yang ada di Indonesia yang melakukan inisiasi dividen ternyata tidak mampu mempertahankan initial dividend payout yang telah ditetapkan sebelumnya. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan go public di Indonesia tidak sustainable dan kebijakan inisiasi dividen yang dilaksanakan oleh perusahaan pada IPO tidak sepenuhnya kredibel. Hal ini memberikan gambaran bahwa kebijakan inisiasi dividen yang terjadi di perusahaan Indonesia yang go publik berbeda sudut pandang dari Sharma (2001), Dhaliwal et al. (2003) dan Kale et al. (2011). Perbedaan sudut pandang ini menimbulkan beberapa pertanyaan yang fundamental terutama jika ditinjau dari perspektif agency cost sebagai model eksplanasi utama yang berkaitan dengan kebijakan dividen, yaitu apakah perilaku kebijakan inisiasi dividen relevan dengan mekanisme monitoring oleh para pemegang saham terhadap manajemen yang diukur melalui struktur kepemilikan dan struktur modal perusahaan?. Terdapat beberapa alasan pemilihan struktur kepemilikan terhadap pembagian dividen, yaitu struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen (Reyna, 2017) sedangkan menurut Alamsyah (2020) struktur kepemilikan dan struktur modal tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Maturity merupakan tingkat kedewasaan perusahaan sebagai tahapan dalam siklus hidup perusahaan, semakin dewasa perusahaan maka semakin kecil pengeluaran modal (capital expenditure), semakin tinggi peluang investasi (investment opportunity) dan terdapat kecenderungan untuk membayar dividen pertama yang lebih tinggi dan sustainable (Grullon, et al., 2002). Kebijakan inisiasi dividen sebagai salah satu kebijakan strategis di bidang keuangan perusahaan, sehingga perusahaan yang memutuskan untuk mulai membayarkan atau menginisiasi dividen secara periodik perlu mempertimbangkan tingkat sustainability atau konsistensi pembayaran dividen (dividend sustainability). Dividend sustainability merupakan kemampuan perusahaan membayar dividen secara konsisten atau dipertahankannya dividen payout yang sudah ditetapkan sebelumnya agar terhindar dari penurunan atau penghentian pembayaran dividen dalam periode-periode berikutnya (Sugeng, 2009). Sebaliknya, inkonsistensi dalam pembayaran dividen reguler bisa merusak reputasi manajer di mata pemegang saham maupun calon investor (Phillipatos dan Sihler, 1997: 211), sehingga konsisten dengan pernyataan Lintner (1986) yang

menyatakan bahwa manajer yang berusaha menghindari penurunan atau penghentian pembayaran dividen (*dividend cut*) atau mengarah kepada inkonsistensi dividen dapat merusak reputasinya di mata pemegang saham. Bagi investor, kebijakan dividen yang *sustainable* (*dividend sustainability*) memerlukan kepastian pendapatan dan arus kas sebagai kepastian dan jaminan para investor atas saham yang dimilikinya (John dan Williams, 1995). Dengan kata lain, dividen pertama yang tidak *sustainable* akan menjadi pertimbangan negatif bagi para investor dan jika tidak disikap idengan cermat oleh investor akan menyedatkan keputusan investasi khususnya pada saat menghadapi penawaran saham perdana melalui IPO yang dilakukan perusahaan yang *go public*.

Struktur kepemilikan menjadi lebih penting ketika perusahaan akan membagikan dividen kepada pemegang saham. Struktur kepemilikan disini meliputi kepemilikan asing, kepemilikan pemerintah, dan kepemilikan keluarga, yang tentu saja masing-masing dari kepemilikan tersebut memiliki preferensi yang berbeda dalam menjalankan perusahaan. Kebijakan dividen ini akan bergantung pada manajer perusahaan apakah akan membagikan dividen kepada pemilik saham atau tidak. Ini berkaitan dengan masalah yang timbul akibat ketidakselarasan antara kepentingan pemilik saham dan manajer perusahaan, sehingga kebijakan pembagian dividen digunakan sebagai mekanisme kontrol untuk menekan masalah keagenan (Jensen, 1986, Rozeff, 1982). Kebijakan dividen adalah subjek yang sensitif, dimana struktur kepemilikan mampu mempengaruhi kebijakan dividen (Reyna, 2017).

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis variabel-variabel yang diduga berpengaruh terhadap kebijakan inisiasi dividen (*sustainability of dividend initiation policy*) yang terdiri dari variabel-variabel *maturity*, *capital structure*, and *ownership structure*, dan sekaligus menguji variabel yang diduga menjadi konsekuensi dari variabel *sustainability of dividend initiation policy*, yaitu variabel *stock performance* di lingkungan perusahaan-perusahaan *go public* di Indonesia. Kontribusi penelitian yang akan dicapai adalah memberikan gambaran dan bukti empiris bahwa kebijakan inisiasi dividen merupakan poin penting di bidang finansial perusahaan yang berimplikasi jangka panjang, sehingga jika perusahaan menetapkan untuk melaksanakan inisiasi dividen secara periodik maka perusahaan dituntut menjaga *dividend sustainable*, selain itu jika perusahaan tidak konsisten menjaga *dividend sustainable* maka berdampak terhadap reputasi manajer di mat apemegang saham atau calon investor.

## **2. LITERATUR REVIEW**

### **2.1. Agency Cost Model**

Dalam konteks model *agency cost* yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976), kebijakan dividen digunakan untuk meminimalkan biaya agensi yang timbul dari konflik antara agen (manajer) dan prinsipal (pemilik perusahaan) akibat adanya pemisahan di antara kedua belah pihak tersebut. Biaya agensi adalah biaya yang dikeluarkan untuk mengendalikan atau mendukung tindakan manajer sesuai dengan kepentingan-kepentingan *principal*. Dasar dari model biaya agensi adalah ketika manajer menyadari tindakan yang tidak sesuai dengan kepentingan investor atau pemegang saham, sehingga pemegang saham menggunakan mekanisme tertentu untuk mengendalikan manajer. Salah satu mekanisme ini adalah pembayaran dividen dengan pembayaran dividen yang lebih tinggi (Beiner, 2001). Namun, pembayaran dividen ini akan efektif sebagai salah satu alat pemantauan tergantung pada fasilitas pemantauan lainnya, seperti struktur kepemilikan dan struktur modal (Easterbrook (1984).

## **2.2. Ownership Structure**

Berdasarkan teori Agency Cost Model, biaya agensi dalam perusahaan akan rendah dengan kepemilikan manajerial yang tinggi karena ini memungkinkan integrasi kepentingan pemegang saham dengan kepentingan manajer yang dalam hal ini berfungsi sebagai agen dan sebagai pelaku (Jensen dan Meckling (1976)). Hal yang sama dapat terjadi pada perusahaan di mana terdapat pemegang saham besar yang biasanya terdiri dari pemegang saham institusional yang memiliki kemampuan tinggi untuk mengendalikan manajer (Frankfurter dan Wood, 1994). Kehadiran pemegang saham blok besar menunjukkan tingkat disperse pemegang saham public akan lebih kecil. Dalam situasi ini, perusahaan tidak perlu membayar pembayaran dividen tinggi untuk mengendalikan biaya agensi. Secara rasional, kepemilikan manajerial yang tinggi berakibat rendahnya masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham, sedangkan dengan adanya pemegang saham yang besar maka pemantauan bisa lebih efektif oleh pemegang saham.

Hipotesis 1: Ownership structure has a negative effect on dividend initiation policy

## **2.3. Capital Structure**

Aspek struktur modal, berdasarkan agency cost model, perusahaan yang memiliki struktur modal lebih banyak melibatkan modal asing (dari kreditor), maka akan lebih intensif pula pengawasan yang dilakukan oleh kreditor terhadap manajemen, sehingga ketergantungan pada dividen sebagai sarana monitoring menjadi lebih kecil di banding perusahaan dengan struktur modal yang sebaliknya. Terkait dengan variable struktur modal, Sprenman dan Gantenbein (2001) mengemukakan bahwa semakin besar ketergantungan perusahaan pada dana eksternal seperti hutang jangka panjang, maka pemantauan yang lebih intensif dilakukan oleh kreditor terhadap manajemen, hal ini akan memberikan kontribusi pada masalah control keagenan antara manajemen dengan pemegang saham, jadi semakin kecil ketergantungan perusahaan pada dividen sebagai mekanisme pengawasan. Sedangkan mekanisme pemantauan dari Easterbrook (1984) menyatakan bahwa efektivitas dividen sebagai salah satu pemantauan tergantung pada keberadaan fasilitas pemantauan lain, salah satunya dilakukan oleh kreditor. Jadi, semakin besar porsi modal perusahaan yang berasal dari kreditor (utang) semakin tinggi intensitas monitoring yang dilakukan oleh pihak kreditor terhadap perilaku manajemen, maka hal ini memberikan kontribusi yang semakin besar pula terhadap pengendalian agency problems antara manajemen dengan pemegang saham, dan pada gilirannya, akan semakin kecil ketergantungan perusahaan kepada dividen sebagai sarana atau mekanisme monitoring. Di samping itu, sisi lain dari agency cost model yang menjelaskan tentang agency problems yang timbul antara kreditor dan pemegang saham, mengindikasikan bahwa pembayaran dividen yang tinggi akan memperbesar beban tetap perusahaan sehingga menyebabkan utang lebih berisiko dan karenanya akan menurunkan nilai dari utang tersebut (Mollah, 2000 dan Taranto, 2002). Cara yang bisa ditempuh oleh kreditor untuk melindungi dirinya adalah dengan membuat perjanjian utang (debt covenant) yang berisi pembatasan- pembatasan terhadap manajemen termasuk pembatasan kebijakan atas dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham.

Hipotesis 2: Capital structure has an effect on dividend initiation policy.

## **2.4. Maturity**

Perusahaan yang memasuki maturity phase umumnya ditandai dengan menurunnya peluang untuk pertumbuhan investasi yang menguntungkan (pertumbuhan peluang investasi), penurunan capital expenditure (CE), dan juga ditandai dengan berkurangnya kebutuhan pendanaan. Sejalan dengan maturity hypothesis yang dikemukakan oleh Grullon et al. (2002), peningkatan dividen, dalam hal ini, tidak dimotivasi oleh keinginan manajer untuk memberikan sinyal tentang prospek kinerja perusahaan, seperti yang dijelaskan oleh signaling model, tetapi dengan meningkatkan dana yang tidak diperlukan untuk mengurangi pendanaan pada maturity phase. Sharma (2001) dan Jain et al. (2003) menemukan bahwa perusahaan yang melakukan inisiasi dividen akan mengalami penurunan dalam pertumbuhan profitabilitas yang mengindikasikan bahwa perusahaan memasuki maturity phase. Studi sebelumnya berdasarkan pasar modal di Amerika (Sharma, 2001; Jain et al., 2003) menunjukkan perusahaan yang memutuskan untuk memulai inisiasi dividen terbukti memasuki maturity phase. Namun, temuan ini perlu diklarifikasi dalam konteks yang berbeda seperti pasar modal dalam konteks Indonesia. Hal ini penting untuk mempertimbangkan perilaku kebijakan inisiasi dividen di perusahaan go public di Indonesia yang sangat berbeda dengan waktu inisiasi dividen.

Hipotesis 3: Maturity has a positive effect on dividend initiation policy

## **2.5. Dividend Sustainability/Stability**

Model Perilaku Dividen dari Lintner (1956) yang dikembangkan berdasarkan temuan penelitian yang menunjukkan bahwa dividend sustainability sangat penting karena Pembayaran Dividen yang tidak berkelanjutan pada periode berikutnya akan menghasilkan informasi negatif yang dianggap merusak reputasi manajer menurut pandangan investor, sehingga manajer akan mencoba untuk menetapkan pembayaran sedemikian rupa agar pembayaran dapat dipertahankan di masa depan. Di sisi lain, implikasi dari model signaling menyatakan bahwa manajer tidak akan membayar pembayaran dividen yang lebih tinggi jika manajer tidak percaya perusahaan akan memiliki kinerja prospek yang lebih baik di masa depan. Dengan dua argumen di atas, dapat dikatakan bahwa perusahaan dengan pembayaran dividen yang lebih tinggi menunjukkan kinerja prospek yang lebih baik daripada perusahaan dengan pembayaran dividen yang lebih rendah, sehingga kelompok perusahaan pertama diharapkan memiliki peluang lebih besar untuk dapat mempertahankan dividend sustainability dibandingkan kelompok perusahaan kedua. Temuan empiris yang konsisten dengan model Lintner antara lain; Farrelly et al. (1986), Gail dan Baker (1989), Pruitt dan Gitman (1991), dan Baker et al. (2001).

Hipotesis 4: Dividend initiation policy has a positive effect on dividend sustainability

## **3. RESEARCH METHOD**

Penelitian ini menggunakan teknik purposive sampel yang memenuhi kriteria pemilihan sampel sebanyak 127 firm years yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2010 – 2019 (Direktori Pasar Modal Indonesia, 2018), seluruh data dikategorikan melalui secondary data comprising di data laporan keuangan. Adapun penetapan kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel, yaitu:

- a. Perusahaan yang diambil sampel penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang melakukan inisiasi dividen selama rentang waktu tahun 2010 – 2019.
- b. Perusahaan yang dipilih adalah perusahaan yang memiliki data laporan keuangan secara konsisten selama periode penelitian yaitu tahun 2010 – 2019.

Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan dan data pasar yang diperoleh melalui beberapa dokumen. Analisis data menggunakan Structural Equation Model (SEM) dengan Smart PLS Software sebagai alat untuk menguji hipotesis.

**Tabel 1. Penjabaran Variabel Penelitian**

Variabel	Indikator	Formula
Ownership Structure	Institutional Ownership (INS)	Number of Shareholder by the Institution / Total Company Shares
Capital Structure	Collateralizable Assets (CA)	Net Total Fixed Assets / Total Assets
Maturity	Capital Expenditure (CE)	Total Assets / Net Fixed Asset $t$ – Net Fixed Asset $t-1$
Dividend Initiation Policy	Dividend Payout Ratio (DPR)	Dividend Per share / Earning Per Share
Sustainability Dividend	Sustainability Dividend (SDPR)	$[\sum_{t-1}^t DT - DI]/3$

#### 4. RESULT AND DISCUSSION

##### 4.1. Evaluation of Measurement Model (Outer Model)

Berdasarkan pengujian outer model untuk mengetahui convergent validity sebagai salah satu model Analisis SmartPLS, menemukan bahwa semua indikator yang digunakan untuk mengukur variable laten telah memenuhi kriteria outer loading, dengan nilai > 0,7 (outer loading > 0,7), sehingga analisis layak digunakan lebih lanjut, kecuali untuk indikator Debt to Equity dari variable Capital Struktur dan indikator Size dari variable Maturity. Berdasarkan perhitungan ini, maka dua indikator dihapus dari model. Sedangkan untuk hasil Outer Models lainnya ditemukan bahwa semua telah memenuhi kriteria, sehingga dapat disimpulkan bahwa seluruh variable memiliki tingkat keandalan yang tinggi.

##### 4.2. Evaluation of Inner Model

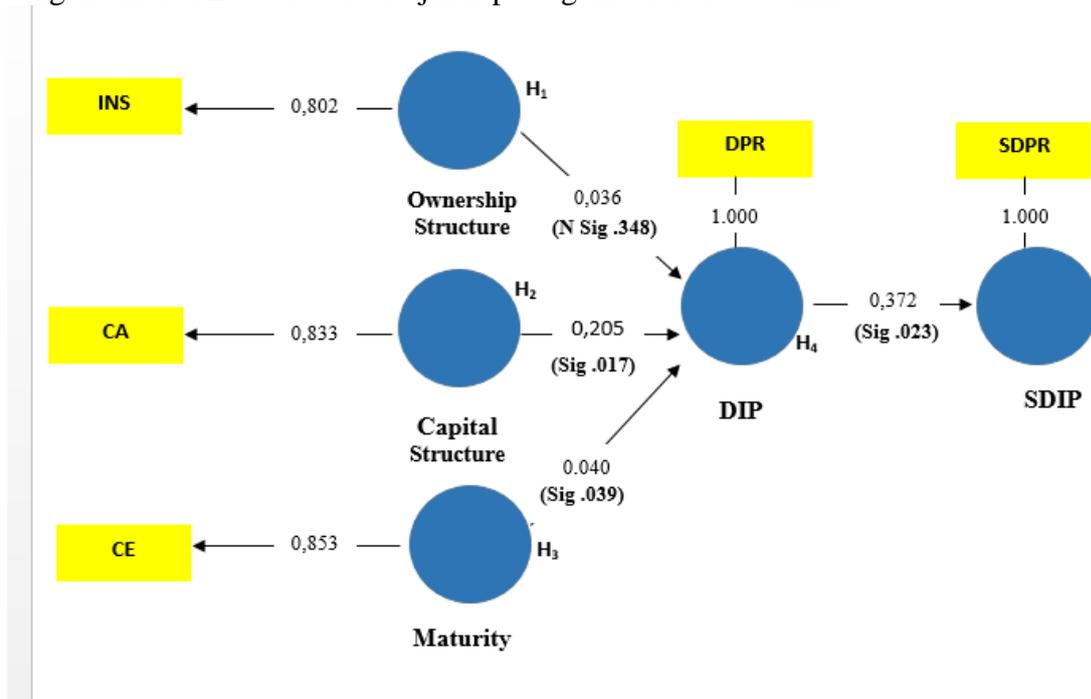
Hasil pengujian pada Inner models ( $R^2$  dan GoF) menunjukkan bahwa model yang dibentuk adalah robust (kuat), sehingga dapat digunakan sebagai pengujian hipotesis. Hasil lengkap dari  $R^2$  dan GoF disajikan pada Tabel 2.

**Tabel 2. R<sup>2</sup> dan GoF**

Variable	R Square (R <sup>2</sup> )	Goodness of Fit (GoF)	Q Square (Q <sup>2</sup> )
DPR	0,302 (Sustainable/moderate)	0,412 (GoF Large)	0,5065 (Q <sup>2</sup> Large)
SDPR	0,323 (Sustainable/moderate)	0,478 (GoF Large)	

#### 4.3 Structural Equation Model (SEM)

Adapun hasil analisis data menggunakan Structural Equation Model (SEM) dengan Smart PLS Software disajikan pada gambar 1 di bawah ini:



**Gambar 1. Hasil Analisis Structural Equation Model (SEM)**

#### 4.3. Managerial Implication

Variabel ini digunakan untuk menguji significance credibility dari model biaya agensi dilihat dari perilaku manajemen terhadap kebijakan inisiasi dividen dari aspek struktur pemilik, struktur modal dan maturity, serta dampaknya terhadap dividend sustainable.

#### 4.4. Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen

Hasil analisis menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dengan indikator Institutional Holding (INS) memiliki koefisien positif tetapi berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan inisiasi dividen ( $t = 0,348$ ;  $P > 0,05$ ). Temuan ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan porsi indikator Institutional Holding (INS) yang tinggi tidak terbukti mengurangi penundaan dividen, karena keberadaan mereka dianggap tidak mampu menekan masalah keagenan, sehingga sejalan dengan model biaya agensi yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976). Temuan ini berarti berkaitan dengan karakteristik unik dari perusahaan publik di Indonesia.

Karakteristik unik ini: Pertama, the outsider's holding sebagian besar didominasi oleh holding company yang berafiliasi bahkan pemilik holding masih memiliki hubungan kekeluargaan atau kekerabatan (Sudarma, 2004). Hasil uji hipotesis didukung oleh Imad (2016); Baker dan Jabbouri (2016) dan Hitten, et al (2019) hasilnya adalah INS telah direncanakan sebagai bagian kebijakan dividen sebelum melakukan investasi.

#### 4.5. Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen

Hasil pengujian menunjukkan struktur modal dengan indikator CA memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan inisiasi dividen ( $t = 1,621$ ;  $P < 0,05$ ). Hasil analisis ini menunjukkan bahwa dengan meningkatkan porsi hutang dalam struktur modal dan jaminan yang lebih besar dari asset tetap (CA), akan lebih kuat untuk mulai membayar dividen. VTemuan ini juga menunjukkan bahwa perusahaan dengan porsi hutang kecil maka memiliki kemampuan yang lebih kecil untuk melaksanakan inisiasi dividen daripada perusahaan dengan porsi utang yang lebih besar. Dengan demikian, temuan penelitian ini tidak sejalan dengan teori logis yang berkaitan dengan mekanisme monitoring yang dikemukakan oleh Easterbrook (1984), Rozeff (1992), Noronha et al. (1996), Sharma (2001), dan Jain et al (2003).

Temuan di atas menunjukkan bahwa kebijakan inisiasi dividen pada perusahaan publik di Indonesia tidak mengikuti pola mekanisme monitoring kebijakan dividen, sehingga kebijakan dividen tidak terkait dengan creditors' interests. Hal ini menunjukkan bahwa adanya kecenderungan para kreditor lebih memprioritaskan aspek jaminan CA daripada bentuk pengawasan atau monitoring langsung untuk memastikan keamanan dana yang tertanam di perusahaan. Bukti empiris bahwa variabel CA memiliki hubungan positif dengan kebijakan inisiasi dividen, dinyatakan oleh Ali dan Tanbir (1993), Mollah et al. (2000) dan Hitten, et al (2019).

#### 4.6. Pengaruh Maturity terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen

Hasil penelitian menunjukkan bahwa maturity dengan indikator CE memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap kebijakan inisiasi dividen dengan indikator DPR ( $t = 2,221$ ;  $P < 0,05$ ). Ini berarti bahwa perilaku kebijakan di perusahaan publik Indonesia dilakukan pada tahun pertama setelah IPO, di mana tingkat maturity masih rendah atau masih dalam masa pertumbuhan. Situasi kondisi pasar modal di negara berkembang seperti di Indonesia pastilah berbeda dengan pasar modal yang sudah mapan seperti di Amerika, secara keseluruhan, hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa proposisi maturity phase tidak dapat memberikan prediksi yang akurat tentang perilaku perusahaan dengan kebijakan inisiasi dividen.

Temuan di atas tidak sesuai dengan hasil penelitian Grullon et al. (2002) dan Hitten, et al (2019). yang menyatakan bahwa perusahaan membayar atau menambah dividen karena mereka telah memasuki maturity phase atau fase jatuh tempo, sedangkan menurut Sharma (2001) menyatakan bahwa perusahaan pada awal maturity phase atau fase jatuh tempo tidak diharapkan untuk segera menawarkan pembayaran dividen berkala, kebutuhan pendanaan yang besar untuk keperluan investasi.

#### 4.7. Pengaruh Kebijakan Inisiasi Dividen terhadap Sustainable Dividend

Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa variabel kebijakan inisiasi dividen dengan indikator DPR berpengaruh signifikan dan positif terhadap variabel sustainable dividend (SDPR) ( $t = 2,012$ ;  $P < 0,05$ ). Ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen pertama telah dipertimbangkan perusahaan, terutama yang berkaitan dengan

perspektif kinerja sehingga kebijakan untuk mempertahankan pembayaran dividen dimulai pada periode berikutnya. Penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan inisiasi dividen di awal perlu dipertahankan untuk kepentingan masa mendatang, ketentuan pembayaran yang tidak konsisten dapat merusak reputasi manajer dalam pandangan investor. Hasil penelitian ini sejalan dengan Lintner (1956), Gombola dan Liu (1993), Gwilym et al. (2000), Denis dan Osobov (2008), Baker dan Jabbouri (2016) dan Hitten, et al (2019).

## **5. KESIMPULAN**

Hasil empiris dari penelitian ini telah membuktikan bahwa semua hubungan antara variabel dalam model yang dikembangkan berdasarkan model atau teori biaya agensi memiliki inkonsistensi. Hal ini menunjukkan bahwa penjelasan argument dalam perspektif model biaya agensi mengenai kebijakan inisiasi dividen di Indonesia tidak relevan. Struktur kepemilikan pada perusahaan Indonesia tidak mampu menekan masalah keagenan sehingga tidak terbukti dapat mengurangi penundaan dividen. Struktur modal, perilaku kreditor umumnya lebih mengandalkan aset yang dijamin dalam mengamankan dana mereka dibandingkan dengan pemantauan perilaku manajemen. Maturity phase, perilaku kebijakan di perusahaan go public di Indonesia dilakukan pada tahun awal setelah IPO, di mana tingkat jatuh tempo masih rendah atau masih dalam masa pertumbuhan. Secara umum, dana yang tersedia (CE) di perusahaan tidak cukup untuk merealisasikan peluang investasi potensial. Sebaliknya, argument teoretis dari model sinyal, terdapat hubungan positif dan signifikan antara kebijakan inisiasi dividen terhadap sustainability dividen, yang dianggap cukup relevan untuk menjelaskan perusahaan go public yang ada di Indonesia.

## **Acknowledgement**

The author thank to Institute of Technology and Business Asia Malang, Indonesia for supporting this research.

## REFERENSI

- Abbas, A., Hashmi, S. H., & Chishti, A. (2016). Dividend policy and capital structure: Testing endogeneity. *Available at SSRN 2745726*.
- Ali, M.B., Tanbir, A.C. (1993), Effect of dividend on stock price in emerging stock market: A study on the listed private commercial banks in DSE. *International Journal of Finance and Economics*, 2(4), 52-64.
- Baker, H.K., Theodore, V.E., Powell, G.E. (2001), Factors influencing dividend policy decisions of nasdaq firms. *The Financial Review*, 38, 19-38.
- Baker, H.K., Jabbouri, I. (2016), How Moroccan managers view dividend policy. *Managerial Finance*, 42(3), 270-288.
- Beiner, S. (2001), Theories and determinants of dividend policy. *Financial Management*, 24, 51-81.
- Denis, D.J., Osobov, I. (2008), Why do firms pay dividends? International evidence on determinants of dividend policy. *Journal of Financial Economic*, 89, 62-82.
- Dhaliwal, D.S., Oliver, Z.L., Robert, T. (2003), Test of the influence of a firm's post-IPO age on the decisions to initiate a cash dividend. *Journal of Economics and Literature*, 20, 55-87.
- Easterbrook, F. (1984), Two agency-cost explanations of dividend. *American Economic Review*, 74, 650-659.
- Farrelly, G.E., Kent, B.H., Richard, B.E. (1986), Corporate dividends: Views of policymakers. *Akron Business and Economic Review*, 17(4), 62-74.
- Frankfurter, G.M., Wood, B.G. Jr. (1994), The evolution of corporate dividend policy. *Journal of Financial Education*, 23, 16-33.
- Gail, E.F., Baker, H.K. (1989), Corporate dividends: Views of institutional investors. *Akron Business and Economic Review*, 20(2), 89-100
- Gombola, M.J., Liu, F.Y. (1993), Considering dividend stability in the relation between dividend yield and stock returns. *Journal of Financial Research*, 16(2), 139-150.
- Grullon, G., Rony, M., Bhaskaran, S. (2002). Dividend change as a sign of firm maturity. *Journal of Business*, 73, 387-424.
- Gwilym, O.A.P., Gareth, M., Thomas, S. (2000), Dividend stability, dividend yield and stock return. *Journal of Business Finance and Accounting*, 27(3), 261-281.
- Hitten, Akhmad, Mustaruddin, Rustam, M. (2019). Dividend Initiation Policy and the Effect on Dividend Sustainability (At Initial Public Offering Companies on the Indonesia Stock Exchange). *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9(5), 147-152.
- Imad, J. (2016), Determinants of corporate dividend policy in emerging markets: Evidence from MENA stock markets. *Research in International Business and Finance*, 37, 283-298.
- Institute for Economic and Financial Research. (2018), *Indonesia Capital Market Directory*. Jakarta, Indonesia: Institute for Economic and Financial Research.
- Jain, B.A., Chander, S., Torbey, V. (2003), Determinants of dividend initiation by IPO issuing firm. *Journal of Banking and Finance*, 23, 1-31.

- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Modigliani, F. dan Miller, H. (1968), "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment," *Journal American Economic Review*. 48
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kale, J.R., Kini, O., Payne, J.D. (2011), The dividend initiation decision of newly public firm: Some evidence on signaling with dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(2), 365-396.
- Lintner, J. (1956), Optimal dividend and corporate growth under uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 78, 49-95.
- Mollah, A.S., Kevin, K., Helen, S. (2000), The influence of agency cost on dividend policy in emerging market: Evidence from the dhaka stock exchange. *The Financial Review*, 20(5), 523-547.
- Noronha, G.M., Dilip, K.S., George, E.M. (1996), The monitoring rationale for dividends and the interaction of capital structure and dividend decisions. *Journal of Banking and Finance*, 20, 439-454.
- Pruitt, S.W., Gitman, L.W. (1991), The interactions between the investment, financing, and dividend decisions of major US firms. *Financial Review*, 26(33), 409-430.
- Reyna, J. M. S. M. (2017). Ownership structure and its effect on dividend policy in the Mexican context. *Contaduría y Administración*, 62(4), 1199-1213.
- Rozeff, M. (1992), How Companies Set Their Dividend Payout Ratio. In: Stern, J.M., Chew, D.H., editors. *The Revolution in Corporate Finance*. Oxford: Blackwell Publishers.
- Rozeff, M. S. (1982). Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of financial Research*, 5(3), 249-259.
- Sharma, S. (2001), Do dividend initiation signal prosperity? *Journal of Finance*, 51, 1-36.
- Sprenman, K., dan Gantenbein, Pascal. (2001), Theories and determinants of dividend policy. *Financial Management*, 24, 51-81.
- Sudarma, M. (2004), The Effect of Stock Ownership Structure, Internal Factors and External Factors on Capital Structure and Corporate Value. Malang: Bachelor Program Universitas Brawijaya.
- Taranto, M.A. (2002), Capital structure and market reaction to dividend initiation. *Journal of Financial Economics*, 5, 187-192.