

INVESTMENT OPPORTUNITY, INSTITUTIONAL OWNERSHIP, CASH FLOW, COMPANY LIFE CYCLE **TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DAN RETURN SAHAM**

Ni Luh Putu Wiagustini

Fakultas Ekonomi Universitas Udayana
Jl. P.B. Sudirman - Denpasar

Abstract: *The objective of this research was to examine and to analyze the influences of investment opportunity, cash flow, company institutional ownership, and company life cycle stages to dividend policy; and the influences of dividend policy to investment opportunity, cash flow, institutional ownership, and company life cycle stages to share return. The samples used in this research were manufacturing companies registered at Indonesia Stock Exchange (ISX), who paid dividend regularly within the period of 2003 - 2006. Path Analysis was used as technical analysis in this research. The research result indicated that, the investment opportunity negatively influenced the dividend policy, while the cash flow did not influence the dividend policy determination; ownership structure did not influence dividend policy determination; the company life cycle stages influenced the dividend policy determination; dividend policy determination influenced company share return; investment opportunity did not directly influence to share return; the cash flow negatively influenced to share return; company institutional ownership negatively influenced the company share return; and company life cycle stages negatively influenced the company share return.*

Key words: *investment opportunity, company institutional ownership, free cash flow, company life cycle stages*

Dividen adalah bagian laba yang diterima pemegang saham, Besarnya dividen yang akan dibagikan tergantung pada keputusan yang akan diambil para pemegang saham dalam rapat umum pemegang saham (RUPS). Apabila perusahaan memutuskan untuk membagikan laba sebagai dividen, maka hal ini akan mengurangi jumlah laba ditahan yang merupakan sumber dana intern, sedangkan apabila perusahaan memutuskan untuk tidak membagikan labanya sebagai dividen, maka akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk mengembangkan usahanya dari sumber dana intern.

Penelitian mengenai kebijakan dividen telah banyak dilakukan. Ho *et al.* (2004) menemukan terdapat hubungan negatif antara kebijakan pembayaran dividen dengan set kesempatan investasi. Temuan ini juga didukung oleh penelitian Amidu & Abor (2006) di Ghana Stock Exchange. Sementara Lemmon & Nguyen (2008) menemukan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap ketersediaan kesempatan investasi bagi perusahaan. Kontroversi tentang temuan tersebut menarik diteliti di pasar modal Indonesia. Demikian pula penelitian tentang struktur kepemilikan yang berdampak

Korespondensi dengan Penulis:

Ni Luh Putu Wiagustini: +Telp /Fax: +62 361 229 119

E-mail: wiagustini@yahoo.com



pada kebijakan pembiayaan dividen. Penelitian yang dilakukan Short *et al.* (2001) serta Grinstein & Michaely (2003) menemukan terdapat hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen. Sementara Thomsen (2004) menemukan bahwa kepemilikan institusi sebagai pemegang saham mayoritas memiliki dampak negatif pada nisbah pembayaran dividen, temuan ini juga didukung oleh penelitian Amidu & Abor (2006) di Ghana Stock Exchange dan Renneboo & Szilagyi (2007) di pasar modal Netherlands. Kontroversi tentang temuan tersebut, perlu dilakukan penelitian lebih lanjut untuk memperjelas pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen.

Fama & French (2001), menjelaskan bahwa perusahaan besar dengan profit yang tinggi dan kesempatan bertumbuh yang relatif kecil akan cenderung membayar dividen lebih banyak dari pada perusahaan dengan karakteristik sebaliknya. Hasil ini didukung oleh DeAngelo *et al.* (2006). Perbedaan pandangan apakah karakteristik perusahaan dilihat dari tahapan daur hidup berpengaruh terhadap harga saham, menarik untuk diteliti lebih lanjut.

Kebijakan dividen juga dipengaruhi oleh arus kas yang ada di dalam perusahaan. Perusahaan yang memiliki aliran kas bebas yang besar akan mampu menyediakan pembayaran dividen kepada pemegang saham, Adaoglu (2000) menemukan hubungan positif antara aliran kas bebas dengan kebijakan dividen. Sedangkan Jo & Pan (2009) menemukan hubungan negatif antara aliran kas bebas dengan kebijakan dividen. Kontroversi tentang temuan tersebut, perlu dilakukan penelitian lebih lanjut untuk memperjelas pengaruh arus kas terhadap kebijakan dividen.

Penelitian tentang variabel-variabel yang mempengaruhi kebijakan dividen (kesempatan investasi, aliran kas bebas, kepemilikan institusi dan daur hidup perusahaan) serta pengaruhnya terhadap *return* saham perlu diteliti secara terintegrasi, karena penelitian sebelumnya dilakukan secara parsial kecuali Murhadi (2008). Hasil penelitian ini diharapkan bermanfaat sebagai dasar bagi manajemen perusahaan di dalam mengambil

kebijakan dividen, selanjutnya bagi investor dengan kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan, bisa memberikan suatu informasi mengenai kondisi perusahaan baik saat ini maupun yang akan datang.

Hubungan positif antara kebijakan pembayaran dividen dan pergerakan harga saham telah didokumentasikan oleh beberapa peneliti seperti; Mahadwartha (2004) dan Murhadi (2008) menemukan bahwa badan usaha dengan set kesempatan investasi yang tinggi memiliki respons positif yang signifikan terhadap harga saham. Pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham ditemukan oleh Yudianti (2005). Sudarma (2004), menemukan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hubungan struktur kepemilikan dengan harga saham masih kontroversi, kepemilikan institusi yang tinggi akan meningkatkan pengawasan terhadap manajer dan berdampak pada peningkatan nilai badan usaha (Clay, 2002) sedangkan Sudarma (2004), menemukan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh kesempatan investasi, aliran kas bebas, kepemilikan institusi dan daur hidup perusahaan terhadap kebijakan dividen, serta mengetahui pengaruh kebijakan dividen, kesempatan investasi, aliran kas bebas, kepemilikan institusi dan daur hidup perusahaan terhadap *return* saham

HUBUNGAN KESEMPATAN INVESTASI DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN

Gaver & Gaver (1993), Allen & Michaely (2002) menemukan set kesempatan investasi memiliki hubungan negatif dengan kebijakan pembayaran dividen, temuan tersebut didukung oleh Gugler (2003). Ho, *et al.* (2004) mengungkapkan bahwa badan usaha dengan kesempatan investasi yang

besar cenderung memiliki kebijakan pembayaran dividen yang rendah, nisbah utang terhadap ekuitas yang rendah, dan membayar kompensasi kas dan bonus yang tinggi pada eksekutif puncak.

HUBUNGAN ALIRAN KAS BEBAS DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN

Allen & Michaely (2002) menyatakan bahwa penurunan dalam kesempatan investasi akan menghasilkan peningkatan dalam aliran kas bebas, dimana adanya peningkatan aliran kas bebas ini akan mendorong pada peningkatan pembayaran dividen, sehingga dapat dikatakan terdapat hubungan positif antara aliran kas bebas dengan kebijakan pembayaran dividen. Temuan ini mendapat dukungan dari Adaoglu (2000), sedangkan Jo & Pan (2009) menemukan hubungan negatif antara aliran kas bebas dengan kebijakan dividen.

HUBUNGAN KEPEMILIKAN INSTITUSI DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN

Short *et al.* (2002) dan Grinstein & Michaely (2003) menguji hubungan antara kepemilikan institusi dengan kebijakan pembayaran dividen, ditemukan terdapat hubungan positif antara kepemilikan institusi dengan kebijakan pembayaran dividen. Selanjutnya Thomsen (2004) menyatakan terdapat hubungan negatif antara kepemilikan institusi dengan nisbah pembayaran dividen. Hal yang sama juga ditemukan oleh Amidu & Abor (2006) di Ghana Stock Exchange dan Renneboo & Szilagyi (2007) di pasar modal Netherlands.

HUBUNGAN DAUR HIDUP PERUSAHAAN DENGAN KEBIJAKAN DIVIDEN

Senchak & Lee (1980) menemukan, pada saat mengalami pertumbuhan pesat (tahapan *growth*), badan usaha akan optimal bila mengadopsi *full financing position* dengan tidak membayar dividen. Pada tahap pertumbuhan rendah (tahapan *mature*), badan usaha tetap menggunakan kebijakan *zero dividend*, namun untuk pembiayaan dipergunakan bauran utang dan laba ditahan. Pada tahap pertumbuhan negatif (tahapan *decline*), badan usaha akan melakukan kebijakan *liquidating dividend* dan kebijakan pembayaran utang. Grullon *et al.* (2002), menyatakan bahwa ketika badan usaha masuk pada tahap daur hidup *mature*, maka kesempatan investasi akan menjadi berkurang, maka pada saat itu pula terjadi penurunan risiko sistematis. DeAngelo *et al.* (2002) menyatakan bahwa dividen cenderung dibayar oleh badan usaha yang berada pada tahapan *mature* dimana kesempatan untuk berkembang rendah dan tingkat keuntungan yang diperoleh tinggi. Sedangkan badan usaha yang berada pada tahapan *growth* dengan kesempatan investasi yang tinggi cenderung untuk mempertahankan labanya dari pada membayar dividen.

HUBUNGAN KEBIJAKAN DIVIDEN POSITIF DENGAN RETURN SAHAM

Hubungan positif antara kebijakan pembayaran dividen dan pergerakan harga saham telah didokumentasikan oleh Lintner (1956). Penelitian DeAngelo *et al.* (2002) menunjukkan meskipun sedikit jumlah badan usaha yang melakukan pembayaran dividen, namun dividen sendiri tetap menarik perhatian, juga menemukan bahwa dengan berpedoman pada teori pensinyalan, maka kebijakan dividen masih tetap memiliki kandungan informasi khususnya pada badan usaha skala kecil



yang kurang terkenal dan jarang diulas di media masa. Skinner (2004) menemukan bahwa saat ini kandungan informasi dalam pembayaran dividen semakin berkurang bila dibandingkan dengan awal abad 20. Brav *et.al.* (2005) menemukan bahwa: (1) kebijakan dividen adalah konservatif dimana badan usaha menolak untuk melakukan pengurangan pembayaran dividen, dan (2) para eksekutif tetap percaya bahwa kebijakan pembayaran dividen memiliki kandungan informasi yang berguna bagi investor. Penelitian di Indonesia dilakukan Mahadwartha (2004) menemukan bahwa terdapat pengaruh yang positif dari kebijakan dividen terhadap kinerja badan usaha.

HUBUNGAN KESEMPATAN INVESTASI DENGAN RETURN SAHAM

Badan usaha dengan kesempatan investasi yang besar mengindikasikan bahwa badan usaha tersebut memiliki prospek ke depan yang cerah, sehingga akan berdampak positif pada harga saham. Hal ini sebagaimana yang dikemukakan Modigliani-Miller (1961) bahwa perubahan harga saham lebih ditentukan oleh kemampuan untuk menghasilkan *earning* dan kesempatan investasi yang tinggi. Sementara itu Myers (1977) mendeskripsikan bahwa nilai pasar badan usaha saat ini merupakan kombinasi dari aset yang ada saat ini ditambah dengan kesempatan tumbuh di masa yang akan datang. Linn & Park (2005) menyatakan bahwa semakin besar proporsi dari nilai badan usaha yang ditunjukkan dengan kesempatan investasi yang besar, maka semakin besar pula nilai ekuitas badan usaha. Chen *et al.* (2000) menunjukkan bahwa badan usaha dengan set kesempatan investasi yang tinggi memiliki respons positif yang signifikan terhadap harga saham.

HUBUNGAN ALIRAN KAS BEBAS DENGAN RETURN SAHAM

Teori aliran kas bebas yang dikemukakan Jensen (1986) menyatakan bahwa badan usaha dengan aliran kas bebas yang banyak akan cenderung untuk memperbesar badan usaha dengan mengambil proyek dengan NPV negatif, sehingga hal ini akan mengurangi kekayaan bagi pemegang saham. Sementara itu, McCabe & Yook (1997) melakukan penelitian untuk mengetes relevansi dari teori aliran kas bebas yang dikemukakan oleh Jensen (1986) dengan teori Myers & Majluf (1994), diperoleh hasil yang mendukung teori aliran kas bebas dari Jensen dan tidak terdapat bukti yang mendukung teori Myers & Majluf (1994). Penelitian aliran kas bebas di Indonesia dilakukan oleh Yudianti (2005) dengan menggunakan teori keagenan ditemukan terdapat pengaruh positif aliran kas bebas terhadap nilai pemegang saham. Hasil penelitian menunjukkan pada kelompok aliran kas bebas positif terdapat pengaruh positif signifikan terhadap nilai pemegang saham, sedangkan pada aliran kas bebas negatif diperoleh hasil tidak signifikan.

HUBUNGAN KEPEMILIKAN INSTITUSI DENGAN RETURN SAHAM

Penelitian yang membahas hubungan struktur kepemilikan dan harga saham telah banyak dilakukan. Namun hasil penelitian tersebut masih saling bertentangan. Clay (2002) menemukan bahwa dengan kepemilikan institusi yang tinggi akan meningkatkan pengawasan terhadap manajer dan berdampak pada peningkatan nilai badan usaha. Penelitian lain dengan hasil yang berbeda dilakukan oleh Jennings (2002) menunjukkan bahwa kepemilikan institusi yang tinggi akan mendorong pada pengawasan sehingga meningkatkan nilai badan usaha. Ovtcharova (2003) menunjukkan

dukungan tentang hubungan tingkat hasil jangka panjang dengan persentase kepemilikan saham oleh institusi. Sementara itu, penelitian di Indonesia oleh Sudarma (2004), menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh signifikan negatif terhadap nilai perusahaan.

HUBUNGAN TAHAPAN DAUR HIDUP DENGAN RETURN SAHAM

Penelitian yang menunjukkan hubungan antara karakteristik badan usaha bila ditinjau dari tahapan daur hidup dengan harga saham masih sangat terbatas. Anthony & Ramesh (1992) melakukan penelitian hubungan antara karakteristik badan usaha bila dilihat dari tahapan daur hidup dengan harga saham. Hasil penelitian menunjukkan terdapatnya hubungan signifikan antara tahapan daur hidup dengan harga saham kecuali pada tahapan stagnan. Pada penelitian ini akan diuji pengaruh tersebut, dengan pertimbangan bahwa badan usaha yang berada pada tahapan pertumbuhan (*growth*) akan memiliki prospek ke depan yang lebih baik sehingga diharapkan akan berpengaruh terhadap pergerakan harga saham. Sementara itu, badan usaha yang berada pada tahapan dewasa (*mature*) cenderung memiliki kesempatan berkembang yang terbatas sehingga pergerakan sahamnya menjadi relatif stabil.

HIPOTESIS

- H_1 : Kesempatan investasi berpengaruh terhadap kebijakan dividen
 H_2 : Aliran kas bebas berpengaruh terhadap kebijakan dividen
 H_3 : Kepemilikan institusi berpengaruh terhadap kebijakan dividen

- H_4 : Tahapan daur hidup berpengaruh terhadap kebijakan dividen
 H_5 : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap *return* saham
 H_6 : Kesempatan investasi berpengaruh terhadap *return* saham
 H_7 : Aliran kas bebas berpengaruh terhadap *return* saham
 H_8 : Kepemilikan institusi berpengaruh terhadap *return* saham
 H_9 : Tahapan daur hidup berpengaruh terhadap *return* saham

METODE

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2003-2008, dengan jumlah 154 perusahaan. Teknik sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* dengan kriteria sampel yang digunakan adalah sebagai berikut: (1) Semua perusahaan manufaktur di BEI yang membagikan dividen kas selama periode 2003-2008, dan (2) perusahaan manufaktur di BEI yang tidak memiliki nilai total ekuitas negatif, karena mengingat pada proksi pengukuran nisbah laba ditahan terhadap total ekuitas (RE/TE) maka laba ditahan minimum adalah nol, sehingga bila terdapat data total ekuitas negatif akan menjadi tidak bermakna. Berdasarkan atas kriteria tersebut maka sampel penelitian ini berjumlah 19 perusahaan yang diobservasi selama 5 tahun (2003 – 2008) secara *polling* data.

Penelitian ini menggunakan dua variabel endogen yaitu *return* saham, dan kebijakan dividen, empat variabel eksogen yakni kesempatan investasi, aliran kas bebas, kepemilikan institusional, dan daur hidup perusahaan. Definisi operasional dari variabel yang digunakan dalam penelitian ini diuraikan sebagai berikut:

Variabel Endogen**Harga Saham**

Proksi yang digunakan untuk mengukur harga saham adalah *return saham* yaitu dengan menggunakan formula :

$$R_i = \frac{R_t - R_{t-1}}{R_{t-1}}$$

Dimana:

R_i = *return* saham pada periode t

R_t = harga saham pada periode t

R_{t-1} = harga saham pada periode t -1

Dividen

Dividen yang digunakan dalam penelitian ini adalah nisbah pembayaran dividen yang diukur mengacu pada penelitian Thomsen (2004) dan Muhardi (2008)

$$DPR_{it} = DPS_{it} / EPS_{it}$$

Dimana:

DPR_{it} = nisbah pembayaran dividen perusahaan i periode t.

DPS_{it} = dividen yang dibayarkan per lembar saham pada perusahaan i periode t.

EPS_{it} = *earning* per lembar saham pada perusahaan i periode t.

Variabel Eksogen**Kesempatan Investasi**

Kesempatan investasi adalah ketersediaan investasi perusahaan di masa yang akan datang, yang akan merepresentasikan perkembangan perusahaan. Proksi yang digunakan adalah nisbah *Market Value of Equity* terhadap nilai buku aset (MVEBVA). Semakin besar nisbah *Market Value of Equity* terhadap nilai buku aset, semakin tinggi set kesempatan investasi. Pada penelitian ini MVEBVA mengikuti penelitian Gaver & Gaver (1993) yaitu perbandingan nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku aset.

$$MVEBVA = \frac{[JSB \times HP]}{Aset}$$

Dimana:

JSB = jumlah saham beredar

HP = harga penutupan

Aset = nilai buku aset

Aliran Kas Bebas

Aliran kas bebas adalah kelebihan arus kas setelah digunakan untuk aktivitas investasi dalam proyek. Aliran Kas Bebas dalam penelitian ini dihitung dengan mengurangi arus kas dari kegiatan operasi terhadap investasi (Phillips, 2003) dan kemudian dinormalisasikan terhadap total *asset* (Yudianti, 2005).

$$AKB = \frac{CFO - Investment}{Aset}$$

Dimana:

AKB = arus kas dari kegiatan operasi

Investment = peningkatan dalam total *asset* perusahaan

Asset = total *asset* perusahaan

Kepemilikan Institusi

Kepemilikan institusi didefinisikan sebagai persentase ekuitas yang dipegang oleh institusi dengan kepemilikan di atas 5% (Short et al., 2001).

$$KI = \frac{SI}{TS}$$

Dimana:

KI = kepemilikan institusi

SI = jumlah saham yang dimiliki institusi

TS = total kepemilikan saham

Karakteristik Perusahaan

Karakteristik perusahaan dalam penelitian ini dilihat dari tahapan daur hidup perusahaan. Pada

penelitian ini tahapan daur hidup akan difokuskan pada tahapan pertumbuhan (*growth*) dan matang (*mature*) yang mengacu pada penelitian DeAngelo *et al.* (2006). Pengukuran tahapan daur hidup perusahaan tersebut dilakukan dengan proksi pendekatan *earned contributed capital mix* yang diukur dengan proporsi laba ditahan terhadap total ekuitas (RETE). Perusahaan dengan proporsi RETE yang relatif kecil akan masuk dalam tahapan pertumbuhan, sedangkan perusahaan dengan RETE tinggi cenderung masuk pada tahapan matang dengan profit yang besar membuatnya mampu melakukan *self-financing* dan merupakan kandidat untuk membayar dividen dalam jumlah yang lebih tinggi daripada perusahaan pada tahap pertumbuhan.

$$\text{RETE} = \frac{\text{RE}}{\text{TE}}$$

Dimana:

RETE = proporsi laba ditahan terhadap total ekuitas

RE = laba ditahan

TE = total ekuitas

Berdasarkan rumusan masalah dan hipotesis penelitian ini, terlihat bahwa hubungan antarvariabel yang menjadi fokus penelitian ini secara keseluruhan menunjukkan hubungan kausal kompleks dan berjenjang yang bersifat rekursif. Untuk permasalahan yang memiliki karakteristik hubungan berjenjang, maka teknik analisis yang dapat dipergunakan adalah menggunakan persamaan simultan dengan teknik estimasi *path analysis* (Hair *et al.*, 2006), dengan persamaan penelitian sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{CR} &= \alpha_1 + \beta_{1,1} \cdot \text{DPR} + \beta_{1,2} \cdot \text{MVEBVA} + \beta_{1,3} \cdot \text{AK} \\ &\quad + \beta_{1,4} \cdot \text{KI} + \beta_{1,5} \cdot \text{RETE} + \varepsilon_1 \\ \text{DPR} &= \alpha_2 + \beta_{2,1} \cdot \text{KI} + \beta_{2,2} \cdot \text{RETE} + \beta_{2,3} \cdot \text{MVEBVA} \\ &\quad + \beta_{2,4} \cdot \text{AKB} + \varepsilon_2 \end{aligned}$$

Keterangan:

α, β = Koefisien parameter

ε = Residual

CR	= Return saham
DPR	= Kebijakan dividen
MVEBVA	= Kesempatan investasi
AKB	= Aliran kas bebas
RETE	= Tahapan daur hidup perusahaan
KI	= Kepemilikan institusional

HASIL

Tabel 1. Deskripsi Variabel Penelitian

Variabel	Mini-mum	Maksi-mum	Rata-rata
Return Saham (CR)	-1,00	1,42	0,2272
Keb Dividen (DPR)	0,05	0,97	0,3739
Kes. Investasi (MVBVA)	0,15	16,83	1,9687
Aliran Kas Bebas (AKB)	-0,67	0,82	0,1093
Kepemilikan Institusi (KI)	32,20	93,78	71,1045
Daur Hidup Perusahaan (RETE)	0,01	3,45	0,4861

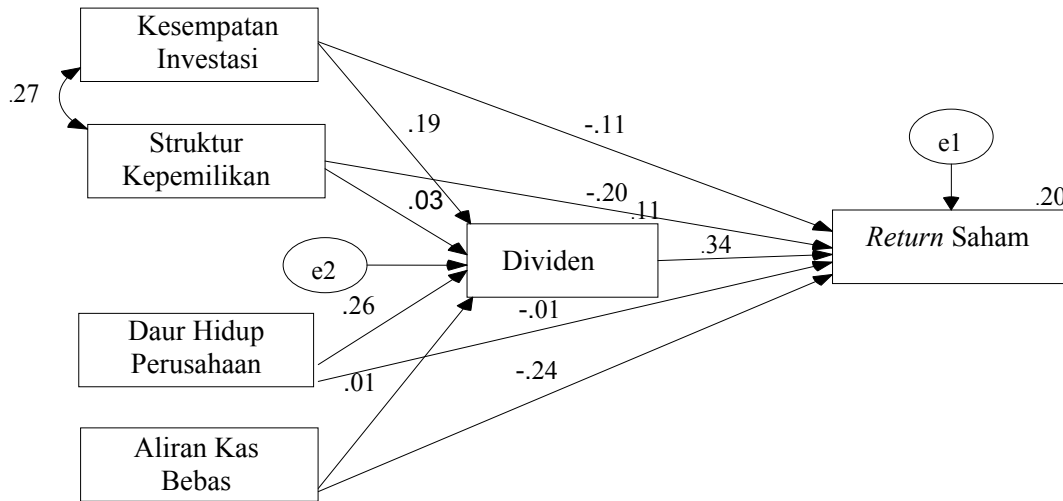
Sumber: Data diolah, 2009.

Berdasarkan Tabel 1 dapat diuraikan variabel *return* saham yang diukur dari akumulasi *return* bulanan selama periode satu tahun memiliki nilai rata-rata 0,2272 (22,72%) dengan minimum -1,00 dan maksimum 1,42. Nilai rata-rata tersebut merupakan nilai yang besar dibandingkan dengan tingkat bunga bank pada umumnya selama periode penelitian (di bawah 10%). Kebijakan dividen (DPR) yang diukur dari *divident payout ratio* memiliki nilai maksimum 0,97 dan minimum 0,05 dengan rata-rata 0,3739 (37,39%). Kesempatan investasi dengan proksi nilai pasar ekuitas dibandingkan dengan nilai buku aset (MVEBVA), menunjukkan nilai maksimum 16,83, nilai minimum 0,15; dan rata-rata 1,9687. Aliran kas bebas memiliki nilai maksimum 0,82; minimum -0,67; dengan rata-rata 0,1083, hal ini menunjukkan bahwa hasil arus kas dari aktivitas operasional lebih kecil dibandingkan dengan penambahan investasi yang digunakan untuk menambah modal kerja dan aktiva tetap. Kepemilikan institusi pada penelitian ini memiliki nilai maksimum 93,78; minimum

32,30; dan rata-rata 71,1045. Tahapan daur hidup perusahaan (RETE) menunjukkan nilai maksimum 3,45; minimum 0,01; dengan rata-rata 0,4861, hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang

terdaftar di BEI kecenderungannya memasuki tahap pertumbuhan (di bawah 0,5)

Hasil *path analysis* dengan bantuan AMOS dapat dilakukan hasil pengujian hipotesis penelitian ini, disajikan pada Gambar 1 dan Tabel 2



Gambar 1. Hasil Uji Hubungan antara Kesempatan Investasi, Kepemilikan Institusi, Daur Hidup Perusahaan dan Aliran Kas Bebas terhadap Kebijakan Dividen dan Return Saham

Gambar 1 dan Tabel 2 menguraikan bahwa variabel yang berpengaruh signifikan dalam menentukan *return* saham (CR) adalah kebijakan dividen (DPR), aliran kas bebas (AKP) dan kepemilikan institusi (KI); ini terlihat dari probabilitas lebih kecil dari 5%. Pada sisi lain variabel lain yang dianalisis yaitu kesempatan investasi (MVBVA) dan daur hidup perusahaan (RETE) tidak berpengaruh signifikan dalam menentukan *return* saham (CR), karena probabilitas lebih besar dari 5%. Di antara ketiga variabel yang signifikan mempengaruhi *return* saham (DPR, AKP dan KI), kebijakan dividen (DPR) memiliki dampak yang dominan, ini ditunjukkan oleh koefisien regresi yang paling besar (0.720) dan probabilitasnya paling kecil (0,000). *R squared* untuk variabel *return* saham (CR) adalah 0.203. Hal ini berarti bahwa informasi yang terkandung dalam ke-lima variabel yang mempengaruhi *return* saham 20% dapat dijelaskan oleh model, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain dan *error*.

Tabel 2. Hasil Pengujian Statistik Pengaruh Variabel Endogen terhadap Variabel Eksogen

Variabel Penelitian	Koefisien	t-statistik	Probabilitas
Variabel Endogen			
- Harga Saham (CR)	-0,016	-1,207	0,227
Variabel Eksogen			
- Kesempatan Investasi (MVBVA)	-0,016	-0,157	0,875
- Kepemilikan Institusi (KI)	-0,389	-2,731	0,006
- Daur Hidup Perusahaan (RETE)	0,720	3,797	0,000
- Aliran Kas Bebas (AKB)		0,203	
- Kebijakan Dividen (DPR)			
R- Squared			
Variabel Endogen			
- Kebijakan Dividen (DPR)	0,013	2,033	0,042
Variabel Eksogen			
- Kesempatan Investasi (MVBVA)	0,143	2,855	0,004
- Kepemilikan Institusi (KI)	0,010	0,140	0,888
- Daur Hidup Perusahaan (RETE)		0,109	
- Aliran Kas Bebas (AKB)			
R- Squared			

Sumber: Data diolah, 2009.

Gambar 1 dan Tabel 2 juga dapat diuraikan bahwa variabel yang berpengaruh signifikan dalam menentukan kebijakan dividen (DPR)



adalah kesempatan investasi (MVBVA) dan daur hidup perusahaan (RETE), ini terlihat dari nilai probabilitasnya lebih kecil dari 5%. Sedangkan aliran kas bebas (AKB) dan kepemilikan institusi (KI) tidak berpengaruh signifikan dalam menentukan *return* saham (CR), karena nilai probabilitasnya lebih besar dari 5%. Di antara kedua variabel yang signifikan mempengaruhi kebijakan dividen (MVBVA dan RETE), daur hidup perusahaan (RETE) memiliki dampak yang dominan, ini ditunjukkan

oleh koefisien regresinya paling besar (0,143) dan probabilitasnya paling kecil (0,004). *R squared* untuk variabel kebijakan dividen (DPR) adalah 0.109, ini berarti bahwa informasi yang terkandung dalam keempat variabel yang mempengaruhi Kebijakan Dividen 11% dapat dijelaskan oleh model, sisanya dijelaskan oleh variabel lain dan *error*.

Pengaruh langsung, tidak langsung dan pengaruh total variabel eksogen terhadap Harga Saham diringkas pada Tabel 3.

Tabel 3. Koefisien Pengaruh Langsung, Tidak Langsung, dan Total dari Variabel Eksogen terhadap Harga Saham

Variabel Eksogen	Koefisien Pengaruh Langsung terhadap Harga Saham	Koefisien Pengaruh Tidak Langsung Melalui. Keb Dividen	Koefisien Pengaruh Total
Kebijakan Dividen (DPR)	0.338	-	0.338*
Kesempatan Investasi (MVBVA)	-0.110	-0.010	-.120**
Aliran Kas Bebas (AKB)	-0.236	.007	-0.231*
Kepemilikan Institusi (KI)	-0.200	-	-0.200*
Daur Hidup Perusahaan (RETE)	-0.014	0.103	0.074**

Keterangan:

* Pengaruh langsung terhadap variabel endogen Harga Saham

** Pengaruh tidak langsung melalui variabel kebijakan dividen

Tabel 3 menguraikan bahwa kebijakan dividen (DPR), aliran kas bebas (AKB), dan kepemilikan institusi (KI) berpengaruh langsung signifikan terhadap Harga Saham (CR). Kesempatan Investasi (MVBVA) dan daur hidup perusahaan (RETE) tidak berpengaruh langsung terhadap *return* saham (CR), namun berpengaruh tidak langsung melalui kebijakan dividen (DPR).

PEMBAHASAN

Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap *return* saham, temuan ini mengindikasikan bahwa peningkatan dividen yang dibayar perusahaan manufaktur di BEI memiliki sinyal bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik, sehingga di-respons positif oleh investor permintaan saham naik

sehingga *return* sahamnya menjadi naik. Temuan penelitian ini sesuai dengan temuan penelitian di United Kingdom oleh Gunasekarage & Power (2006); Goddard *et al.* (2006) dan di pasar modal Indonesia oleh Murhadi (2008).

Kesempatan Investasi memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Temuan ini mengindikasikan bahwa perusahaan manufaktur di BEI mengutamakan keputusan investasi sebelum membayar dividen, temuan ini mendukung penelitian Amidu dan Abor (2006) di Ghana Stock Exchange dan Renneboo & Szilagyi (2007) di pasar modal Netherlands. Pada sisi lain dalam penelitian ini diperoleh hasil bahwa kesempatan investasi memiliki pengaruh tidak langsung terhadap *return* saham melalui dividen. Hal ini mengindikasikan perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi, akan membatasi pembayaran dividennya. Pembatasan pembayaran

dividen ini akan berdampak pada penurunan *return* saham. Temuan ini juga mengindikasikan dalam kondisi pasar modal di Indonesia terdapat kecenderungan investor publik yang merupakan pemegang saham minoritas lebih menyukai dividen, sehingga kenaikan (penurunan) dividen akan direspons publik berupa kenaikan (penurunan) *return* saham perusahaan tersebut. Penelitian konsisten dengan penelitian Yudianti (2005) dan Murhadi (2008) di pasar modal Indonesia.

Aliran kas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, dimana kebijakan dividen yang diambil perusahaan manufaktur di BEI tidak melihat aliran kas yang dimiliki perusahaan. Namun aliran kas bebas berpengaruh negatif signifikan terhadap harga saham. Hal ini mengindikasikan bahwa peningkatan aliran kas bebas yang ada di perusahaan manufaktur di BEI berdampak pada penurunan harga saham. Ini terjadi karena ketersediaan aliran kas bebas yang tinggi memungkinkan terjadinya *moral hazard* dari pihak manajemen. Temuan penelitian ini menolak teori Myers & Majluf (1984) dan mendukung Teori Jensen (1986) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan aliran kas bebas yang besar akan cenderung untuk memperbesar perusahaan dengan mengambil berbagai proyek meskipun memberikan NPV negatif, sehingga hal ini berdampak pada penurunan kekayaan pemegang saham atau penurunan harga saham. Temuan ini mendukung temuan McCabe & Yook (1997) dan Murhadi (2008).

Kepemilikan institusi tidak berpengaruh terhadap penentuan kebijakan dividen, yang berarti kepemilikan institusi tidak memegang peranan di dalam perusahaan mengambil kebijakan dividen. Namun kepemilikan institusi berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham, dimana kepemilikan institusi yang tinggi akan memungkinkan terjadinya eksploitasi oleh pemegang saham mayoritas terhadap pemegang saham minoritas, sehingga akan berdampak pada penurunan *return* saham. Temuan ini tidak mendukung argumen konvergensi dari Jansen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi yang tinggi

akan berdampak pada peningkatan kemampuan pengawasan sehingga akan mengurangi masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham. Sebaliknya, temuan ini mendukung argumen *entrenchment* yang dikemukakan oleh Morck *et al.* (1988) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusi yang tinggi akan berdampak pada *voting power* yang dapat merugikan kepentingan pemegang saham minoritas sehingga berdampak pada penurunan harga saham. Dalam kondisi pasar modal di Indonesia, pemegang saham mayoritas adalah institusi dan pemegang saham minoritas adalah publik. Pemegang saham mayoritas akan menjadi pengendali perusahaan sekaligus dapat membuat keputusan yang bertentangan dengan kepentingan pemegang saham minoritas, sehingga hal ini direspons oleh publik dalam bentuk penurunan harga saham. Temuan penelitian ini konsisten dengan temuan penelitian dari Sudarma (2004) dan Murhadi (2008) di pasar modal Indonesia serta Amidu & Abor (2006) di Ghana Stock Exchange

Tahapan daur hidup perusahaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap harga saham. Hal ini berarti bahwa tingginya RETE (perusahaan berada pada tahap daur hidup matang) tidak direspons pasar. Temuan penelitian ini mengindikasikan bahwa perusahaan manufaktur di BEI berada pada tahap daur hidup matang/dewasa yang memiliki kesempatan berkembang yang terbatas sehingga pergerakan sahamnya juga relatif stabil, sehingga tidak berpengaruh terhadap harga saham. Penelitian ini mendukung temuan penelitian yang dilakukan oleh Anthony & Ramesh (1992) dan Muhardi (2008). Pada sisi lain tahapan siklus hidup perusahaan berpengaruh tidak langsung positif signifikan terhadap *return* saham melalui kebijakan dividen. Hal ini berarti bahwa tingginya RETE (perusahaan berada pada tahap daur hidup matang) akan berdampak pada peningkatan harga saham. Perusahaan pada tahapan pertumbuhan justru menunjukkan peningkatan harga saham. Perusahaan yang berada pada tahapan pertumbuhan tinggi, akan berhadapan dengan potensi pasar yang tinggi disertai persaingan yang mulai ketat. Bila

perusahaan mampu *exist* maka ke depan perusahaan akan masuk pada tahapan matang, sehingga hal ini akan mempengaruhi ekspektasi investor terhadap masa depan perusahaan.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh kesempatan investasi, aliran kas bebas, kepemilikan institusi dan daur hidup perusahaan terhadap kebijakan dividen, serta pengaruh kebijakan dividen, kesempatan investasi, aliran kas bebas, kepemilikan institusi dan daur hidup perusahaan terhadap *return* saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kesempatan investasi memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, dimana semakin tinggi kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan, semakin rendah dividen yang dibayarkan. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan mengutamakan keputusan investasi sebelum membayar dividen.

Aliran kas bebas tidak berpengaruh terhadap penentuan kebijakan dividen, yang bermakna bahwa kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan tidak melihat keberadaan aliran kas yang dimiliki. Kepemilikan institusi tidak berpengaruh terhadap penentuan kebijakan dividen, yang berarti kepemilikan institusi tidak memegang peranan di dalam perusahaan mengambil kebijakan dividen. Tahapan daur hidup perusahaan berpengaruh terhadap penentuan kebijakan dividen; dimana perusahaan dalam tahapan pertumbuhan cenderung untuk tidak membagikan dividen.

Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap *return* saham, dimana meningkatnya dividen yang dibayar oleh perusahaan direspons positif oleh pasar sehingga *return* saham naik. Kesempatan investasi tidak memiliki pengaruh langsung terhadap *return* saham, yang berarti ada atau tidaknya kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan

tidak berdampak langsung pada perubahan *return* saham. Aliran kas bebas memiliki pengaruh negatif terhadap *return* saham, yang berarti meningkatnya aliran kas perusahaan direspons negatif oleh pasar sehingga mengakibatkan *return* saham turun. Kepemilikan institusi memiliki pengaruh negatif terhadap *return* saham, meningkatnya kepemilikan institusi direspons negatif oleh pasar sehingga *return* saham turun; dan tahapan daur hidup perusahaan tidak berpengaruh terhadap *return* saham, mengindikasikan perusahaan berada pada tahapan kedewasaan yang cenderung memiliki pergerakan harga saham yang rendah.

Saran

Berdasarkan temuan-temuan, dan kesimpulan penelitian, disarankan sebagai berikut : (1) Bagi manajemen perusahaan lebih memperhatikan fakta tentang kebijakan dividen yang diambil, temuan menunjukkan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap parga *return* saham dan daur hidup perusahaan dominan berpengaruh terhadap kebijakan dividen; (2) Bagi para analis keuangan yang ada di pasar modal agar lebih memperhatikan kebijakan dividen yang dilakukan oleh suatu perusahaan, karena dalam kebijakan dividen tersebut terkandung suatu informasi mengenai kondisi perusahaan baik saat ini maupun yang akan datang, karena temuan menunjukkan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap *return* saham; (3) Bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk memasukkan *firm specific factor* lainnya di dalam analisis, hal ini disebabkan karena temuan penelitian menunjukkan rendahnya koefisien determinasi yang berarti adanya faktor lain (*firm specific factor*) yang mungkin belum masuk dalam penelitian ini.



DAFTAR PUSTAKA

- Allen, F. & Michaely, R. 2002. Payout Policy. *Working Paper*. The Wharton Financial Institution Center.
- Amidu, M. & Abor, J. 2006. Determinants of Dividend Payout Ratios in Ghana. *The Journal of Risk Finance*, Vol.7 No.2, pp.136-145.
- Anthony, J.H. & Ramesh, K. 1992. Association between Accounting Performance Measure and Stock Prices: A Test of the Life Cycle Hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, Vol.15, pp.203-227.
- Brav, A., Graham, J.R., Harvey, C.R., & Michaely. 2005. Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics*, Vol.77, pp.483-527.
- Chen, S.S., Ho, K.W., Lee, C.F., & Yeo, G.H.H. 2000. Investment Opportunity, Free Cash Flow and Market Reaction to International Joint Venture. *Journal of Banking and Finance*, Vol.24, pp.1747-1765.
- Clay, D.G. 2002. Institutional Ownership and Firm Value. *Working Paper*. Marshall School of Business, University of Southern California.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Skinner, D.J. 2002. Are Dividend Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earning. *Working Paper*. USC Finance and Business Economics. USC Marshall School of Business.
- _____. DeAngelo, L., & Stulz, R.M. 2006. Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: A Test of Life Cycle Theory. *Journal of Financial Economics*, Vol.81, pp.227-254.
- Fama, E.F., & French, K.R. 2001. Disappearing Dividend: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics*, Vol.60, pp.3-43.
- Gaver, J.J., & Gaver, K.M. 1993. Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies. *Journal of Accounting and Economics*, Vol.16, pp.125-160.
- Goddard, J., McMillan, D.G., & Wilson, J.O.S. 2006. Dividend Smoothing vs Dividend Signalling: Evidence from UK Firms. *Managerial Finance*, Vol.32 No.6, pp.493-504.
- Grinstein, Y. & Michaely, R. 2003. Institutional Holding and Payout Policy. *Working Paper*. Cornell University.
- Grullon, G., Michaely, R., & Swaminathan, B. 2002. Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business*, Vol.75, pp.387-424.
- Gugler, K. 2003. Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividend, R&D, and Capital Investment. *Journal of Banking and Finance*, Vol.27, pp.1297-1321.
- Gunasekarage, A. & Power. D.M. 2006. Anomalous Evidence in Dividend Announcement Effect. *Managerial Finance*, Vol.32, No.3, pp.209-226.
- Ho, S.S.M., Lam, K.C.K., & Sami, H. 2004. The Investment Opportunity Set, Director Ownership, and Corporate Policy: Evidence from Emerging Market, *Journal of Corporate Finance*, Vol.10, pp.383-408.
- Hoje, J.H. & Pan, C. 2009. Why are Firms with Entrenched Managers More Likely to Pay Dividends? *Review of Accounting and Finance*, Vol.8, No.1, pp.87-116.



- Jennings, W.W. 2002. Further Evidence on Institutional Ownership and Corporate Value. *Working Paper*. US Air Force Academy.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeover. *American Economic Review*, Vol.76, pp.323-329.
- Lemmon, M.L. & Nguyen, T. 2008. Dividend Yields and Stock Returns: Evidence From a Country without Taxes. *Working Paper*. <http://ssrn.com/abstract=1108874>
- Linn, S.C. & Park, D. 2005. Outside Director Compensation Policy and the Investment Opportunity Set. *Journal of Corporate Finance*, Vol.11, pp.680-715.
- Lintner, J. 1956. Distribution of Incomes of Corporation among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review*, Vol.46, No.2, pp.97-113.
- Mahadwartha, P.A. 2004. Pengawasan dan Pengikatan Berbasis kepemilikan Institusional Internal. *Disertasi*. Universitas Gadjah Mada (Tidak Dipublikasikan).
- McCabe, G.M. & Yook, K.C. 1997. Free Cash Flow and The Return to Bidder. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol.37, No.3 (Fall), pp.697-707.
- Miller, M.H. & Modigliani, F. 1961. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Share. *Journal of Business*, Vol.34, pp.411-433.
- Murhadi, W.R. 2008. Studi Kebijakan Dividen: Antecedent dan Dampaknya terhadap Harga Saham. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol.10, pp.1-17.
- Myers, S.C. 1977. Determinant of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, Vol.5, pp.147-175.
- _____. & Majluf, N.S. 1984. Corporate Financing and Investment Decision when Firms Have Information that Investor Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, Vol.13, pp.187-221.
- Ovtcharova, G. 2003. Institutional Ownership and Long Term Stock Returns. *Working Paper*. The University of Chicago.
- Short, H., Zhang, H., & Keasey, K. 2001. The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership. *Journal of Corporate Finance*, Vol.8, pp.105-122.
- Skinner, D.J. 2004. What do Dividends Tell Us About Earning Quality?, *Working Paper*, University of Chicago Graduate School of Business.
- Sudarma, M. 2004. Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan (Studi pada Industri yang Go-Public di Bursa Efek Jakarta). *Disertasi*. Universitas Brawijaya (Tidak Dipublikasikan).
- Thomsen, S. 2004. Blockholder Ownership, Dividend and Firm Value on Continental Europe. *Working Paper*. Danish Social Science Research Council.
- Yudianti, F.N. 2005. Analisis Pengaruh Set Kesempatan Investasi, Manajemen Laba, Leverage dan Dividen terhadap Hubungan antara Aliran Kas Bebas dan Nilai Pemegang Saham. *Disertasi*. Universitas Gadjah Mada (Tidak Dipublikasikan).