

KAJIAN TENTANG DIVIDEND PUZZLE DAN BUKTI EMPIRIS

Ati Retna Sari

Email : atiretnasari@yahoo.com

Abstrak: Dividend policy models that have until now mostly ignore the influence of socioeconomic and behavior toward the shareholders and managerial activities. If this effect is not included in future models, preference dividends of hard to explain, but hope irrational investors on dividends. Neglect of these motivations can limit its application to the determinants of company policies and activities. Dividend policy can not be separated from the motivation of individual managers to make actual dividend decision is strongly influenced by behavioral and socioeconomic factors. The combination of modern financial theory as well as social and psychological factors can provide a more complete explanation of dividend policy. Although it must be admitted that the business combination was not easy to do.

Keywords : Dividend policy, behavioral, socioeconomic. .

PENDAHULUAN

Kebijakan dividen korporasi telah menjadi topik yang menarik para ilmuwan ekonomi dan keuangan pada abad ini dan lebih dari lima dekade telah menjadi subyek pengujian empiris serta pemodelan teoritis yang intensif. Sejumlah model teoritis yang berusaha untuk menjelaskan perilaku dividen tampak saling bertentangan. Semua kehilangan dukungan empiris yang kuat (Frankfurter dan Wood, 2001).

Usaha perumusan teori kebijakan dividen korporasi berawal dari prediksi efek pembayaran dividen terhadap harga saham. Terdapat tiga pemikiran yang berkembang berkaitan dengan isu ini. Sebagian ilmuwan melihat dividen adalah menarik dan memiliki pengaruh positif atas harga saham. Sebagian lain meyakini harga saham berkorelasi negatif dengan tingkat pembayaran dividen. Kelompok ketiga, mendukung gagasan bahwa kebijakan dividen adalah tidak relevan (irrelevant) dalam penilaian harga saham.

Berbagai macam pandangan ini menghasilkan kebijakan dividen tetap menjadi teka-teki (puzzle), meskipun sudah banyak riset empiris yang menguji pemikiran ini. Berbagai macam teori disampaikan dalam upaya untuk dapat memberi penjelasan mengapa perusahaan membayar dividen,

apabila kebijakan dividen adalah irrelevant dalam penilaian harga saham. Dan berbagai macam bukti empiris memberikan penjelasan yang saling bertentangan, yang berarti dukungan empiris terhadap pemikiran tersebut di atas tidak kuat.

Tulisan ini berusaha menyajikan model-model teoritis kebijakan dividen serta bukti empiris yang berhubungan dengan pengujian model teoritis. Untuk itu makalah ini akan mengikuti kerangka dari Frankfurter dan Wood (2001) yang akan mengelompokkan model menjadi tiga kelompok yaitu model yang diformulasikan dengan informasi penuh (full information models), model yang dinyatakan dengan asimetri informasi dan model yang menggunakan prinsip perilaku. Selanjutnya makalah ini akan menyajikan beberapa bukti empiris untuk setiap model. Termasuk dalam pembahasan adalah kebijakan dividen di Indonesia. Sebelum diakhiri dengan penutup, makalah ini akan menyajikan kesempatan riset yang terbuka di masa mendatang terkait kebijakan dividen dan kandungan informasinya

FULL INFORMATION MODELS TAX-ADJUSTED MODELS

Model pertama ini menyajikan faktor pajak sebagai penentu model yang disebut dengan tax-adjusted models . Model ini menduga bahwa investor mensyaratkan return ekspektasi yang lebih tinggi terhadap saham yang membayar dividen. Pengenaan kewajiban pajak terhadap dividen menyebabkan pembayaran dividen meningkatkan pre-tax return pemegang saham. Akibatnya sesuai dengan teori CAPM, investor menawarkan harga saham yang lebih rendah karena adanya kewajiban pajak mendatang atas dividen.

Satu konsekuensi model pembayaran pajak adalah pembagian investor kedalam dividen tax clienteles (Miller dan Modigliani, 1961). Sebelumnya M dan M (1961) juga telah berpendapat bahwa adanya tax differentiation antara dividen dan capital gain bisa mengarah kepada kecenderungan di mana perusahaan berupaya untuk menarik kelompok (clientele) tertentu yang terdiri dari para investor yang memiliki preferensi terhadap kebijakan dividennya dibanding kebijakan dividen dari perusahaan lain.

Dengan fenomena clientele effect ini Black dan Scholes (1974) menyimpulkan bahwa jika perusahaan menyadari sebagian dari investor membutuhkan dividend yield yang tinggi, dan di lain pihak ada bagian dari investor yang memiliki preferensi terhadap dividend yield yang rendah, maka perusahaan akan menyesuaikan kebijakan dividennya ke arah kebijakan dividen yang paling banyak diminta atau disukai oleh investor pada rentang waktu tertentu. Akibat dari langkah ini, supply dari saham perusahaan dengan jenis kebijakan dividen tertentu akan sesuai dengan permintaan akan kebijakan dividen tersebut, dan investor secara agregate merasa puas dengan kebijakan dividen tersebut. Ketika titik ekuilibrium tercapai maka tidak ada lagi perusahaan secara individual mampu

mempengaruhi harga sahamnya dengan mengubah kebijakannya.

Asumsi tentang gejala *clientele effect* yang mendasari argumen dari Black dan Scholes tentang pengaruh pajak dalam kebijakan dividen secara empiris telah dibuktikan oleh beberapa temuan penelitian. Elton dan Gruber pada tahun 1970 menemukan bahwa pada umumnya semakin tinggi *dividend payout ratio* yang dibayarkan oleh suatu perusahaan semakin rendah *personal tax brackets* dari para pemegang sahamnya. Pettit (1977) membuktikan bahwa perusahaan-perusahaan yang memiliki *dividend yield* rendah memiliki kelompok investor (*clientele*) dengan karakteristik (1) pendapatan tinggi, (2) usia muda, (3) memiliki portofolio dengan *systematic risk* (*beta*) tinggi, serta (4) dikenai pajak yang berbeda secara signifikan antara *capital gain* dan *ordinary income*. Pettit (1977) menyimpulkan bahwa temuan ini secara signifikan membuktikan keberadaan *dividend clientele effect*.

Tax-adjusted models dikritisi sebagai model yang tidak cocok dengan perilaku rasional; kritik ini diajukan oleh Miller (1986) dengan menunjukkan strategi *tax sheltering* oleh individu dengan pajak tinggi. Tentu individu dapat menghentikan dari pembelian saham pembayar dividen untuk menghindari kewajiban pajak pembayaran ini. Alternatifnya dengan menggunakan strategi yang diajukan pertama oleh Miller dan Scholes (1978), pemegang saham dapat membeli saham pembayar dividen dan menerima distribusi serta secara bersamaan meminjam dana untuk diinvestasikan dalam *tax-free securities*.

BUKTI EMPIRIS PAJAK DAN DIVIDEN

Penelitian-penelitian empiris kebijakan dividen telah mencoba menganalisis model-model yang memasukkan faktor pajak, terutama dalam usahanya untuk mengidentifikasi beberapa pertanyaan berikut. Pertama, apakah pajak mempengaruhi sehingga saham perusahaan pembayar dividen rendah lebih bernilai dibandingkan saham dividen tinggi? Kedua, apakah *static tax clienteles* ada sehingga tarif pajak marjinal *shareholder* dengan dividen tinggi lebih rendah dari pada *shareholder* dengan dividen rendah? Ketiga, apakah *dynamic tax clientele* ada sehingga ada sejumlah besar volume di sejumlah seputar *exdividen day* dan investor dengan tarif pajak rendah sesungguhnya menerima dividen?

Allen dan Michaely (2002) mendokumentasikan bukti empiris dalam telaah artikelnya mengenai *dividend puzzle*. Hampir dalam semua periode sampel perbedaan pajak mempengaruhi harga diseperti *exdividen day* maupun dalam pengambilan keputusan investor. Harga rata-rata turun kurang dari dividen yang dibayarkan, yang berarti memiliki pengaruh negatif terhadap nilai.

Bukti menunjukkan bahwa dari perspektif pajak, dividen harus diminimalisir. Volume perdagangan diseperti kejadian ini lebih tinggi dibanding biasanya, yang mengindikasikan bahwa saham-saham berubah dari satu investor ke investor lain. bukti ini mengatakan pajak mempengaruhi perilaku (Allen et al, 2000; Barclay, 1987).

Fakta juga menunjukkan pure dividend-related tax-clientele tidak ada. Pertama, terdapat bukti untuk perdagangan ex-day antar kelompok yang termotivasi oleh pajak. Juga tampak bahwa volume perdagangan ex-day meningkat saat tingkat heterogenitas pajak diantara investor menurun. Bukti ini menunjukkan bahwa saat manfaat trading meningkat, demikian juga volume trading. Kedua, pengujian langsung pajak pendapatan individual menunjukkan bahwa selama periode 1973-1999, individu dalam kelompok pajak tinggi menerima jumlah yang substansial atas deviden yang dikenai pajak, yang berarti menghapus argumen tax-clientele. Ketiga, tidak ada bukti bahwa perubahan dividen menunjukkan pergantian clientele, seperti yang diharapkan jika dividend clienteles ada (Michaely et al., 1995).

Terakhir, berdasar diskusi tersebut tampak sedikit mengejutkan bahwa uji model statis dengan pajak tidak sukses. Pengujian ini tidak dapat mengakomodasi dynamic trading strategies . Variasi Risiko karena waktu bisa menghasilkan koefisien yield positif palsu dan kesalahan faktor harga dapat juga menghasilkan koefisien yang sama. Bahkan beberapa peneliti menunjukkan, ketika mereka menemukan efek dividend yield, sulit untuk mengatribusikan pada pajak, karena efek tersebut tidak bervariasi dengan saham-saham yang relatif besar. Dengan demikian, penelitian-penelitian ex-dividend day mencatat efek ini lebih berhasil dalam pengidentifikasian sejauh mana pajak mempengaruhi harga dan perilaku investor

MODELS OF INFORMATION ASYMMETRIES

Ketidak sempurnaan pasar dan asimetri informasi merupakan dasar tiga usaha untuk menjelaskan kebijakan dividen perusahaan. Pertama, signaling model, Penekanan asimetri informasi antara manajer dengan pemilik melalui perubahan yang tidak diharapkan (unexpected change) dalam kebijakan dividen. Kedua, agency cost theory yang menggunakan kebijakan dividen untuk menghubungkan kepentingan shareholder dengan manajer korporasi. Ketiga, hipotesis arus kas bebas (free-cash flow hypothesis) yang merupakan kombinasi paradigma agency cost dan signaling, bahwa pembayaran dividen bisa menurunkan tingkat dana yang tersedia untuk kompensasi manajer korporasi.

Signalling Models-Model Teoritis

Pasar modal tidak sempurna, bukan hanya karena individu dan perusahaan harus membayar pajak, tetapi ketidaksempurnaan ini juga berhubungan dengan struktur informasi; jika insider memiliki informasi yang lebih baik tentang arus kas masa depan perusahaan, dividen bisa mengandung informasi tentang prospek perusahaan. Dividen bisa mengandung informasi yang sebelumnya tidak diketahui pasar, atau mereka digunakan sebagai suatu sinyal yang berbiaya (costly signal) untuk merubah persepsi pasar mengenai prospek perusahaan kedepan.

Dengan mengasumsikan sumber dana dan penggunaannya serta investasi perusahaan diketahui, pengumuman dividen bisa mengandung informasi tentang laba kini (dan juga laba masa depan, jika laba berkorelasi serial) bahkan meskipun tidak ada motif sinyal. Karena investasi diketahui, maka dividen menjadi residual. Sehingga, dividen yang lebih besar dibanding yang diharapkan mengimplikasikan laba yang lebih tinggi. Karena pasar tidak mengetahui tingkat laba kini, maka laba yang lebih tinggi dibanding yang diperkirakan mendorong peningkatan harga positif.

Signaling model, berkembang sejak akhir tahun 1970-an oleh beberapa penulis terbaik yaitu Bhattacharya (1979), Miller dan Rock (1985) dan John dan Williams (1985). Ide dasar ketiga model yang mereka kembangkan adalah perusahaan menyesuaikan kebijakan dividennya untuk memberikan sinyal mengenai prospeknya. Peningkatan dalam dividen secara khusus merupakan sinyal bahwa perusahaan akan bertindak lebih baik dan penurunan dividen, sebaliknya menunjukkan bahwa perusahaan dalam kondisi yang memburuk. Teori-teori ketiga ahli tersebut bisa menjelaskan mengapa perusahaan mengeluarkan bagian yang begitu banyak dari labanya sebagai dividen (Allen dan Michaely, 2002)

Beberapa penulis berikutnya mengembangkan model berdasarkan pada ketiga model sebelumnya. Bernheim (1991) memasukkan unsur pajak, Kumar (1988) memberikan teori dividend smoothing. Signaling model memberikan kontribusi penting. Model ini juga nampak bersifat intuitif. Perusahaan membayar dividen dan khususnya perusahaan yang meningkatkan dividennya merupakan perusahaan yang undervalued oleh pasar. Maka prediksi yang paling penting adalah bahwa semua model yang disampaikan model ini menyatakan bahwa dividen mengandung good news tentang arus kas perusahaan (Allen dan Michaely, 2002).

Signalling Models-Bukti Empiris

Dalam paper awalnya, MM (1961) menunjukkan bahwa jika ekspektasi manajemen atas laba kedepan mempengaruhi keputusannya mengenai pembayaran dividen saat ini, maka perubahan dalam dividen akan membawa informasi pada pasar tentang laba ke depan. Gagasan ini diberi label "kandungan informasi dividen". Gagasan ini diformalisasikan dalam dua cara. Pertama, dividen digunakan sebagai sinyal ex-ante atas arus kas kedepan. Kedua, dividen memberikan informasi tentang laba sebagai deskripsi sumber dan penggunaan dana. Alternatif kedua dapat diinterpretasikan dengan mengatakan bahwa fakta tentang dividen membawa informasi tidak perlu memberikan implikasi bahwa mereka digunakan sebagai sinyal.

Signaling hypothesis mengandung tiga implikasi penting yang telah diuji secara empirik: (i) perubahan dividen harus diikuti perubahan subsequent earning dalam arah sama; (ii) perubahan dividen yang tidak diantisipasi harus diiringi dengan perubahan harga saham dalam arah yang sama; dan, (iii) perubahan dividen yang tidak diantisipasi harus diikuti oleh revisi dalam ekspektasi pasar atas laba masa depan dalam arah yang sama

dengan perubahan dividen.

Penting untuk diingat bahwa semua implikasi diatas adalah kondisi yang perlu, tetapi tidak cukup, untuk sinyal dividen. Kondisi bahwa perubahan laba akan mengikuti perubahan dividen merupakan paling mendasar. Jika kondisi tersebut tidak terpenuhi, dapat disimpulkan bahwa dividen tidak mengandung informasi.

Sebagian besar literatur empiris menekankan pada implikasi kedua, bahwa perubahan unexpected dividends berhubungan dengan perubahan harga dalam arah yang sama. Pettit (1972) menunjukkan bahwa kenaikan harga yang signifikan mengikuti pengumuman kenaikan dividen, dan penurunan harga yang signifikan mengikuti pengumuman penurunan dividen. Demikian juga Aharony dan Swary (1980) menunjukkan terjadinya reksi pasar yang tidak normal mengikuti perubahan dividen, bahkan setelah mereka mengontrol efek pengumuman laba.

Healy dan Palepu (1988) meneliti tentang inisiasi dan omisi saham yang merupakan perubahan kebijakan dividen yang ekstrim. Dan hasilnya menunjukkan pasar sangat bereaksi dengan perubahan kebijakan. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa pasar memiliki respon asimetri dengan perubahan dividen termasuk inisiasi maupun omisi, yang memberikan implikasi bahwa penurunan dividen lebih membawa kandungan informasi dibanding peningkatan dividen, mungkin karena penurunan bersifat unusual, atau karena penurunan memiliki magnituda yang lebih besar. Michaely et al. (1995) menguji masalah ini dan menemukan bahwa pengumuman omisi memiliki pengaruh harga yang lebih besar dibanding dengan pengumuman inisiasi dividen. Mereka juga melaporkan bahwa efek perubahan yield terhadap dividen lebih besar untuk inisiasi dibanding dengan omisi. Pengaruh harga ini bisa menjelaskan mengapa manajer enggan memotong dividen.

Terdapat persetujuan umum bahwa: (i) perubahan dividen berhubungan dengan perubahan dalam harga saham dengan tanda yang sama diseputar pengumuman perubahan dividen; (ii) kecepatan reaksi harga berhubungan dengan magnituda dividen; serta, (iii) reaksi harga tidak simetris untuk peningkatan dan penurunan dividen. Pengumuman penurunan memiliki dampak harga lebih besar dibandingkan pada kenaikan.

Apa yang mungkin lebih menarik dan lebih penting dari sudut pandang keuangan dan perpektif pasar efisien adalah kinerja pasca perubahan dividen (post-dividen-change performance). Chares (1978) menemukan terjadinya abnormal return 4% dalam dua tahun setelah pengumuman peningkatan dividen dan -8% untuk perusahaan yang menurunkan dividen. Hal yang sama ditemukan oleh Michaely et al (1995) yang melaporkan market-adjusted return hampir 25% dalam tiga tahun setelah inisiasi dan negative abnormal return dalam tiga tahun setelah omisi dividen.

Kejadian penyimpangan pasca pengumuman dividen (Post-dividend announcement drift) merupakan dukungan sekaligus gangguan dari perspektif signaling theory. Dukungan karena konsisten dengan implikasi bahwa perubahan dividen memiliki kandungan informasi yang bermanfaat. Gangguan karena mengimplikasi- kan bahwa meskipun perusahaan berusaha memberikan sinyal, pasar tidak “menangkapnya”. Sebaliknya, reaksi harga sepenuhnya akan terjadi setelah penumuman. Fakta bahwa pasar tidak menangkap sinyal (bahwa laba masa depan lebih baik) menjadi problematik, karena model yang digambarkan di atas berdasarkan pada asumsi rasionalitas. Investor dan perusahaan menggunakan informasi dalam cara sebaik mungkin. Penyimpangan jangka panjang tidak mendukung asumsi ini. Dengan kata lain, jika investor tidak memahami sinyal, tidak ada insentif bagi perusahaan memberikan sinyal yang mahal.

Selanjutnya, Watts (1973) menguji implikasi mendasar signaling models , bahwa perubahan dividen dan laba masa depan bergerak dalam arah yang sama. Hasilnya dia menyimpulkan bahwa kandungan informasi dividen sangat kecil. Simpulan yang sama disampaikan oleh Gonedes (1978) dan Penman (1983), setelah mengontrol ramalan laba masa depan oleh manajemen, menyimpulkan bahwa tidak banyak kandungan informasi dalam perubahan dividen. Menariknya Penman juga menyimpulkan bahwa banyak perusahaan dengan laba masa depan yang meningkat tidak menyesuaikan dividennya. Penelitian yang sejalan dengan teori adalah penelitian yang dilakukan oleh Healy dan Palepu (1988) yang menemukan bahwa pembayaran dividen inisiasi diikuti peningkatan laba dua tahun setelah terjadinya peningkatan dividen

Benartzi, Michaely dan Thaher (1997) menyimpulkan bahwa tidak ada bukti hubungan positif antara perubahan dividen dengan perubahan laba masa depan. Dalam dua tahun mengikuti peningkatan dividen, perubahan laba tidak berkorelasi dengan tanda dan magnituda perubahan dividen. Grullon, Michaely dan Swaminathan (2002) juga mencatat bahwa tidak hanya perubahan laba yang tidak berlanjut, tetapi tingkat profitabilitas perusahaan menurun setahun setelah pengumuman peningkatan dividen.

Bukti secara keseluruhan tidak sepenuhnya mendukung pernyataan bahwa perubahan dividen mengandung informasi tentang laba masa depan. Miler (1987) meringkas penemuan empiris tentang hal ini: ”Dividen lebih baik digambarkan sebagai lagging earning dibanding dengan leading earning . Dividen mengandung informasi tentang laba kini melalui identitas sumber dan penggunaan dana, bukan karena sinyal. Minimal penemuan empiris atas penyimpangan harga jangka panjang dan kurangnya dukungan hubungan positif antara perubahan dividen dan perubahan laba masa depan menimbulkan pertanyaan serius tentang validitas signaling model. Jika perusahaan mengirim sinyal melalui dividen, itu bukan sinyal tentang pertumbuhan laba atau arus kas masa depan dan pasar tidak menangkap pesan tersebut. Mengapa perusahaan bersedia memboroskan uang dengan membayar dividen kalau pengiriman sinyal kepada investor tidak efektif?

Jadi dari beberapa hasil penelitian di atas dapat disampaikan bahwa pertama, hubungan antara perubahan dividen dan perubahan subsequent

earning berlawanan dengan prediksi teori, artinya jika perusahaan memberikan sinyal, maka sinyal tersebut bukan tentang pertumbuhan laba maupun arus kas masa depan. Kedua, pasar tidak 'menangkap' sinyal. Ada penyimpangan harga yang signifikan dalam tahun setelah pengumuman perubahan (namun, terdapat perubahan dalam profil risiko perusahaan yang merubah dividennya, dan perubahan tersebut berhubungan dengan dividen dan kinerja setelahnya). Ketiga, pengujian cross-sectional secara kuat mengindikasikan bahwa perusahaan besar dan profitable serta perusahaan yang sedikit mengalami asimetri informasi yang membayar dividen dalam jumlah yang banyak.

Mayoritas riset empiris telah mengasumsikan bahwa perusahaan menggunakan perubahan dividen untuk menandai perubahan dalam laba masa depan atau arus kas. Tetapi adanya dukungan empiris yang kurang antusias atas prediksi ini, menimbulkan dorongan untuk mempertimbangkan kemungkinan yang lain, bahwa peningkatan dividen dalam dividen mengandung informasi tentang perubahan risiko, bukan perubahan pertumbuhan arus kas masa depan. Jika good news dalam peningkatan dividen bukan tentang peningkatan arus kas masa depan yang diekspektasikan, maka hal itu mungkin berhubungan dengan penurunan risiko sistematis.

Namun, signaling model ini, sangat sedikit dukungannya empirisnya. Sangat sedikit riset yang menguji hubungan dengan perubahan dividen dengan perubahan risiko. Grullon, Michaely dan Swaminathan (2002) mengajukan maturity hypothesis. Mereka mengajukan beberapa elemen yang memberi kontribusi pada kematangan perusahaan. Saat perusahaan menjadi matang, kesempatan investasinya mengalami penyusutan, hingga profitabilitas perusahaan di masa depan menurun. Namun konsekuensi yang paling penting adalah perusahaan menjadi matang dalam perubahan karakteristik risiko sistematisnya, khususnya penurunan dalam risiko. Penurunan dalam risiko mungkin terjadi karena aset perusahaan menjadi kurang berisiko atau karena perusahaan mengalami ketersediaan kesempatan investasi lebih sedikit. Akhirnya penurunan kesempatan investasi menghasilkan peningkatan dalam free cash flow, yang mendorong peningkatan dalam dividen. Maka peningkatan dividen menunjukkan bahwa perusahaan telah matang.

Menurut hipotesis maturity, perusahaan meningkatkan dividennya ketika kesempatan pertumbuhan mengalami penurunan, yang mendorong pada penurunan dalam risiko sistematis dan profitabilitas perusahaan. Selanjutnya, bagaimana pasar bereaksi terhadap peningkatan dividen? Peningkatan dividen sedikitnya mengandung dua berita, yaitu good news - nya adalah risiko perusahaan menurun, dan bad news-nya adalah profit juga mengalami penurunan. Reaksi pasar yang positif mengimplikasikan bahwa berita tentang risiko lebih mendominasi dibanding berita tentang profitabilitas.

Kemungkinan lain karena pertimbangan keagenan, investor memperlakukan peningkatan dividen sebagai good news. Jika investor mengharap manajer melakukan overinvestment, maka peningkatan dividen menunjukkan bahwa manajer bertindak lebih responsif. Maka good news atas penurunan risiko, investor bisa menginterpretasikan peningkatan dividen sebagai good news (mengurangi problem overinvestment) dan harga saham akan naik. Dengan memodelkan hubungan dinamis antara kebijakan dividen perusahaan, kesempatan investasi, dan biaya modal yang masih tetap belum tereksplorasi alurnya, akan dapat menghasilkan wawasan baru lebih bermanfaat menentukan kebijakan dividen perusahaan

Frankfurter dan Wood (2001) mendokumentasikan beberapa studi dengan menggunakan signaling model dan menunjukkan bahwa pendukung signaling theory meyakini bahwa kebijakan dividen korporasi digunakan sebagai penanda pesan kualitas yang memiliki biaya rendah dibanding alternatifnya. Penggunaan dividen sebagai sinyal mengimplikasikan bahwa model alternatif dari signaling tidak sempurna sebagai pengganti model signalling. **Biaya**

Keagenan-Konsep Teoritis

Teori keagenan modern memberikan penjelasan struktur modal korporasi sebagai hasil usaha untuk meminimalkan biaya yang berhubungan dengan pemisahan pengendalian dan kepengurusan korporasi. Biaya keagenan lebih rendah dalam perusahaan dengan kepemilikan manajerial tinggi karena terdapat kesesuaian tujuan antara shareholder dengan manajer (Jensen Meckling, 1976) dan dalam perusahaan dengan block shareholder yang besar yang dapat lebih baik untuk memonitor aktifitas manajerial. Problem keagenan berasal dari asimetri informasi, potensi transfer kekayaan dari bondholder ke shareholder melalui penerimaan proyek-proyek dengan return dan risiko yang tinggi oleh manajer, dan kegagalan menerima proyek NPV positif dan tambahan penghasilan yang melebihi tingkat konsumsi manajer korporasi.

Kebijakan dividen mempengaruhi hubungan ini dengan dua cara. Fama dan Jensen (1983) mendukung bahwa potensi konflik shareholder dan bondholder dapat ditekan dengan urutan kontrak prioritas klaim. Urutan ini dapat diregulasi oleh pembayaran dividen besar kepada stockholder. Kontrak utang untuk meminimalkan pembayaran dividen diperlukan untuk menjaga transfer kekayaan bondholder pada shareholder. Meskipun berpotensi menimbulkan biaya agensi, kebijakan dividen bukan merupakan sumber utama pengambil alihan kesejahteraan bondholder. Dalam perusahaan dimana pembayaran dividen dibatasi oleh kontrak bondholder, tingkat pembayaran dividen masih di bawah level maksimum yang diizinkan.

Cara kedua kebijakan dividen mempengaruhi biaya agensi adalah penurunan biaya ini melalui peningkatan pengawasan oleh pasar modal.

Pembayaran deviden besar menurunkan dana yang tersedia untuk kompensasi dan kesempatan investasi dan mensyaratkan manajer untuk mencari pendanaan di pasar modal. Pengawasan efisien pasar modal

menurunkan kurangnya aktifitas investasi optimal dan melebihi konsumsi tambahan dan karenanya menurunkan biaya yang berhubungan dengan pemisahan kepemilikan dan pengelolaan (Easterbrook, 1984).

Bhattacharyya (2000) mengembangkan model pembayaran dividen yang didasarkan pada paradigma principal-agent. Dalam model Bhattacharyya, usaha dan kualitas manajerial tidak dapat diobservasi oleh pemegang saham, karenanya kontrak efisien tidak mungkin terjadi. Sebagai gantinya Bhattacharyya mengajukan second best compensation contracts dengan menunjukkan secara analitis bahwa kontrak kompensasi memotivasi manajer yang berkualitas untuk menahan dan menginvestasikan laba perusahaan, sementara manajer dengan kualitas rendah berusaha untuk mendistribusikan pendapatan pada pemegang saham. Kualitas manajerial diukur dengan aksesibilitasnya dengan NPV di proyek-proyek yang ditangani.

Biaya Keagenan-Bukti Empiris

Born dan Rimbey (1993) menguji hipotesis Easterbrook bahwa pembayaran dividen kas merupakan mekanisme untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Studinya menguji hubungan antara aktifitas pendanaan, kebijakan dividen dan kesejahteraan pemegang saham dengan menguji validitas hipotesisnya. Hasilnya mendukung hipotesis yang diajukan tentang mekanisme dividen untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham (Hartono, 1997). Sementara Hartono (1987) melaporkan hasil yang berbeda bahwa pembayaran dividen tidak berpengaruh secara langsung terhadap kesejahteraan pemegang saham. Hasilnya juga menunjukkan bahwa mekanisme dividen dapat digunakan untuk menurunkan biaya keagenan melalui penyesuaian risiko. Namun hasilnya tidak menunjukkan bahwa pembayaran dividen merupakan mekanisme terbaik untuk menurunkan biaya keagenan.

Schooley dan Barney (1994) menyatakan bahwa penggunaan kebijakan dividen dan kepemilikan manajerial bisa menurunkan biaya keagenan. Mereka menunjukkan bahwa hubungan antara dividend payout ratio dan kepemilikan manajerial adalah nonmonotonik. Melampaui titik tertentu, kepemilikan manajerial yang lebih besar menyebabkan pembayaran dividen meningkat (Bhattacharya et al. 2003)

Dong, Robinson dan Veld (2005) menguji hipotesis Easterbrook dengan mensurvey investor individual di Belanda. Hasilnya menunjukkan bahwa biaya transaksi merupakan alasan penting mengapa individu menyukai dividen. Investor memandang dividen sebagai penghematan biaya transaksi pada saat mereka tidak melakukan reinvestasi dividennya pada saham yang sama. Namun demikian hasil pengujian hipotesis Easterbrook menunjukkan hasil yang inkonsisten.

Dari beberapa bukti empiris tersebut menunjukkan bahwa hasil pengujian hipotesis biaya keagenan untuk kebijakan dividen masih

membuka peluang untuk pengujian lebih lanjut. Hal ini disebabkan oleh hasil yang inkonsisten diantara beberapa peneliti yang disebutkan di atas.

The Free Cash flow hypothesis- Konsep Teoritis

Manajer yang dipercaya bekerja dalam kepentingan shareholder harus investasi dalam semua kesempatan yang menguntungkan. Namun pemisahan pemilik dan manajemen menghasilkan godaan manajer korporasi untuk mengkonsumsi atau sebaliknya memboroskan kelebihan dana. Penggunaan dana yang tidak efisien melebihi kesempatan investasi yang menguntungkan oleh manajemen pertama kali diakui oleh Berle dan Means (1932). Hipotesis arus kas bebas Jensen (1986) memperbaiki pernyataan ini dengan mengkombinasikan teori asimetri informasi pasar dengan teori agensi. Dana yang tersisa setelah pembiayaan proyek dengan NPV positif menyebabkan konflik kepentingan antara manajer dan shareholder. Pembayaran bunga hutang dan dividen menurunkan ketersediaan arus kas bebas untuk manajer untuk investasi dalam proyek dengan NPV marjinal dan konsumsi tambahan manajer. Kombinasi teori agency dan signaling menghasilkan penjelasan yang lebih baik atas kebijakan dividen dibanding dengan hanya satu teori lain.

The Free Cash flow hypothesis- Bukti Empiris

Sesuai dengan free cash flow model, apa yang akan terjadi dengan laba setelah dividen meningkat? Jawabannya ambigu. Jika dewan direksi memutuskan untuk meningkatkan dividen setelah manajemen siap berinvestasi di proyek ber NPV negatif, kemudian, karena pembayaran dividen menjaga manajemen dari melanjutkan investasi di 'bad project', maka diharapkan laba dan profitabilitas meningkat. Namun jika dewan memutuskan dividen sebelum manajemen memiliki kesempatan overinvest, maka akan sulit untuk mengatakan bagaimana laba masa depan akan menjadi relatif dengan laba historis. Jika dividen meningkat diseperti waktu perusahaan menghadapi penurunan dalam kesempatan investasi, maka kejadian penurunan dalam profitabilitas konsisten dengan free cash flow hypothesis.

Yang lebih jelas atas free cash flow hypothesis adalah problem overinvestment mungkin lebih jelas dalam perusahaan yang stabil, kas yang berlebih dalam industri tanpa kesempatan bertumbuh. Lang dan Litznberger (1989) menguji hipotesis ini dan berlawanan dengan signaling hipotesis. Ide dasarnya adalah menurut free cash flow hypothesis, peningkatan dalam dividen harus memiliki dampak yang lebih besar (positif) untuk perusahaan yang overinvest dibanding dengan perusahaan yang tidak overinvest. Mereka mengidentifikasi perusahaan overinvesting sebagai perusahaan yang memiliki Tobin's Q lebih kecil dibanding yang tidak overinvest. Ketika mereka menguji hanya perubahan dividen yang lebih besar dari 10%, mereka menemukan pengumuman peningkatan dividen, perusahaan dengan Q kurang dari satu mengalami apresiasi harga yang lebih besar dibanding perusahaan dengan Q lebih besar dari satu. Untuk pengumuman penurunan dividen, perusahaan dengan Q lebih rendah

dibanding lainnya, menunjukkan penurunan harga yang lebih dramatis. Efek yang lebih besar perubahan dividen dalam perusahaan dengan Q yang lebih rendah konsisten dengan free cash flow hypothesis. Dilain pihak, signaling hypothesis akan memprediksi efek simetris tanpa mempertimbangkan rasio nilai pasar untuk nilai penggantian.

Yoon dan Stark (1995) dengan menunjukkan fakta bahwa reaksi pasar sama untuk pengumuman penurunan dividen antara perusahaan dengan Q tinggi maupun Q rendah. Fakta bahwa pasar bereaksi negatif terhadap penurunan dividen oleh perusahaan dengan Q tinggi tidak konsisten dengan free cash flow hypothesis. Untuk reaksi atas kenaikan dividen, hasilnya mendukung Lang dan Litznberger (1989).

Penemuan Gullon et al. (2002) atas penurunan ROA, Kas, dan pengeluaran modal dalam tahun setelah peningkatan dividen besar menunjukkan bahwa perusahaan yang mengantisipasi penurunan kesempatan investasi adalah perusahaan yang memungkinkan meningkatkan dividen. Hal ini konsisten dengan free cash flow hypothesis. Lie (2000) menginvestigasi hubungan antara excess fund dengan kebijakan dividen dan menemukan bahwa perusahaan yang meningkatkan dividen memiliki kas yang melebihi sejawatnya dalam industrinya. Dia juga menunjukkan bahwa reaksi pasar terhadap pengumuman special dividends berhubungan positif dengan jumlah kelebihan dana kas, dan berhubungan negatif dengan kesempatan investasi yang diukur dengan Tobin's Q. Hasil ini konsisten dengan ide bahwa pembatasan potensi overinvestment melalui distribusi kas, khususnya untuk perusahaan yang memiliki kesempatan investasi terbatas, meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Hak dan kemampuan untuk pengawasan pemegang saham luar berbeda antar negara, sehingga implikasi konflik kepentingan juga akan berbeda. La Porta et al. (2000) menguji hubungan antara proteksi investor dengan kebijakan dividen di 33 negara. Mereka menguji dua hipotesis. Pertama, jika investor memiliki proteksi yang tinggi (monitoring lebih baik), mereka akan menekan manajemen untuk membayar membagikan kas lebih banyak. Kedua, karena pasar kuat (misalnya manajemen ingin untuk mempertahankan kemampuan menaikkan kas di pasar modal atau ingin mempertahankan harga saham yang tinggi untuk alasan lain) manajemen sesungguhnya akan membayar dividen tinggi dalam negara dimana proteksi investornya tidak tinggi. La porta et al. menemukan bahwa di negara dengan proteksi investor lebih baik akan membayar dividen lebih tinggi dibanding perusahaan dengan proteksi investor lebih rendah. Lebih jauh, dalam negara dengan proteksi hukum lebih banyak, perusahaan dengan pertumbuhan tinggi memiliki rasio dividen lebih rendah. Penemuan ini mendukung ide bahwa investor menggunakan kekuatan hukum untuk menekan dividen ketika prospek pertumbuhannya rendah. Sistem hukum memberikan investor kesempatan untuk menurunkan biaya keagenan dengan menekan manajer untuk membayar dividen tunai. Tidak ada

dukungan untuk gagasan bahwa manajer memiliki dorongan untuk 'do it on their own'.

Hasil tersebut mengindikasikan bahwa tanpa penguatan, manajemen tidak memiliki dorongan yang kuat untuk menyertakan kualitasnya dalam kebijakan dividen. Tidak ada bukti bahwa dalam negara yang lemah proteksi, manajemen akan sukarela komit dengan dirinya sendiri untuk membayar dividen yang lebih tinggi dan menjadi lebih termonitor oleh pasar.

Behavioral Models

Belum ada paradigma yang sejauh ini lengkap menjelaskan perilaku dividen korporasi. Perilaku investor secara substansi dipengaruhi oleh sikap dan norma masyarakat (Shiller, 1984). Sayangnya, motivasi ini telah diabaikan oleh sebagian besar ilmuwan keuangan dikarenakan kesulitan memasukkan perilaku investor ke dalam model financial pricing tradisional. Menurutnya memasukkan pengaruh dalam model menghasilkan pengembangan yang kaya dari teori untuk menjelaskan ketahanan kebijakan dividen korporasi.

Investor biasanya tidak berhadapan dengan risiko, tetapi dengan ketidakpastian- kurangnya judgement dan bukti objektif. Tekanan sosial dapat mendorong error dalam judgement dan aktifitas perdagangan oleh shareholder yang tidak dapat dijelaskan secara logis. Error dalam judgement ini hanyalah sebuah kesalahan bukan penyelewengan aktifitas investasi rasional. Psikologi masa investor diduga mempengaruhi aktifitas pasar agregat (Shiller, 1984).

Kebijakan dividen inkonsisten dengan maksimalisasi kesejahteraan shareholder dan lebih baik dijelaskan dengan memasukkan paradigma sosioekonomi dalam model. Pembayaran dividen dapat dipandang sebagai reaksi sosioekonomik evolusi korporasi-asimetri informasi antara manajer dan shareholder menyebabkan dividen dibayarkan dengan meningkatkan ketertarikan atas isu ekuitas.

Hubungan sistematis antara jenis industri dan kebijakan dividen memiliki implikasi bahwa manajer dipengaruhi oleh tindakan eksekutif perusahaan pesaing ketika menentukan tingkat pembayaran dividen. Manajer dengan merealisasikan ekspektasi dividen shareholder, membayar akan meningkatkan dividen untuk menenangkan investor (Frankfurter dan Lane, 1992). Pembayaran dividen pada shareholder bisa membantu meningkatkan stabilitas korporasi dengan memberikan peringatan retualistik atas hubungan pemilik dan manajerial. Dividen adalah tradisi dan metode untuk menenangkan kecemasan investor.

Survey Manajerial

Lintner (1956) telah mensurvey CEO korporasi dan CFO dan menemukan bahwa kebijakan dividen merupakan suatu variabel keputusan yang aktif karena manajer meyakini bahwa dividen yang stabil mengurangi reaksi negatif investor. Determinan kebijakan memiliki implikasi tingkat laba ditahan dan tabungan merupakan produk sampingan dari

kebijakan dividen. Fama dan Blac (1968) menemukan dukungan empiris untuk penemuan Lintner, bahwa dividen merupakan fungsi tingkat laba kini dan lampau, laba kedepan harapan, dan secara negatif berkorelasi dengan perubahan dalam level penjualan. Pendapatan sekarang tetap merupakan determinan kebijakan dividen korporasi selama 25 tahun setelah survey awal Lintner (DeAngelo, et al., 1992). Faktor lain yang dipertimbangkan oleh Lintner (batasan regulasi, magnituda investasi, hutang dan ukuran perusahaan) juga mempengaruhi kebijakan dividen. Variasi dalam kebijakan dividen terutama karena kombinasi elemen endogen dan eksogen.

Harkins dan Walsh (1971) menemukan bahwa terjadinya konflik antara ekspektasi dividen shareholder dan kebutuhan laba ditahan untuk kesempatan investasi manajemen. Kebijakan kompromi pemenuhan sebagian kedua belah pihak menjadi pilihan. Manajer mempertimbangkan laba kini dan harapan, pembayaran dividen historis, tingkat stabilitas dividen, arus kas dan kesempatan investasi, serta keinginan shareholder dalam penentuan tingkat pembayaran dividennya.

Survey CFO oleh Baker et al., (1985) dan Baker dan Farelly (1988) mengkonfirmasi hasil Lintner (1956). CFO menyatakan pentingnya kontinuitas dividen, keyakinan bahwa harga saham dipengaruhi oleh kebijakan dividen dan perbedaan dalam klasifikasi arus kas reguler dan tidak lazim sebagai determinan penting kebijakan dividen.

Pandangan manajer atas kebijakan dividen esensinya tidak berubah setelah 30 tahun setelah studi Lintner; dividen dibayar karena shareholder mengharapkan pertumbuhan dividen berlanjut dan manajer yakin investor ingin menerima dividen. Manajer yakin bahwa pembayaran dividen diperlukan untuk mempertahankan atau meningkatkan harga saham dan untuk menarik investor baru. Kebijakan pembayaran dividen ditentukan dengan menggunakan kriteria yang meliputi keberlanjutan, profitabilitas perusahaan saat ini, arus kas kedepan, ekspektasi dan norma industri.

Theoretical Behavioral Models

Feldstein dan Green (1983) memodelkan keputusan dividen korporasi sebagai tahap akhir dalam proses yang mengevaluasi inputs dari lima sumber. Pertama, kebijakan dividen merupakan konsekuensi dari kebutuhan konsumsi investor. Kewajiban pajak dari pembayaran dividen lebih kecil dibanding biaya transaksi penjualan saham untuk memberikan pendapatan jika laba ditahan. Kedua, nilai pasar laba ditahan lebih kecil daripada nilai pasar dividen. Ketiga, pembayaran dividen konsisten dengan pertumbuhan posisi yang mantap dan rasio hutang atau ekuitas optimal. Keempat, pembayaran dividen merupakan produk sampingan dari pemisahan manajer dan pemilik korporasi; pembayaran dividen membantu mengurangi biaya agensi yang muncul dari pemisahan manajer dan pemilik dan digunakan untuk aktifitas sinyal. Akhirnya, meskipun sistem informasi

dan biaya agensi disajikan dalam model, paradigma tersebut bukan tergantung pada ketidaksempurnaan pasar ini. Keterlibatan shareholder dengan kewajiban pajak berbeda dan diversifikasi tujuan dalam keseimbangan dengan ketidakpastian hasil dalam pembayaran dividen.

Shefrin dan Statman (1984) menjelaskan preferensi dividen dengan menggunakan teori kendali diri (selfcontrol) dan teori deskriptif pilihandalam ketidakpastian. Model informasi yang digunakan untuk menjustifikasi keberadaan dividen korporasi sementara kewajiban pajak dividen digunakan untuk argumen pembalikannya. Model ini konsisten dengan dividend clientele .

Dividen dan capital gain bukan selalu pengganti yang sempurna (bahkan dalam dunia tanpa biaya transaksi dan pajak) karena kekurangan self-control dengan menunda gratifikasi. Dalam teori keuangan, dividen dan capital gain memiliki nilai yang sama; hal ini bukan kasus dalam dunia pemodelan dengan menggunakan teori self-control. Dividen tunai diapresiasi lebih dari capital gain dan memberikan alat kendali otomatis terhadap level pengeluaran. Alternatif resiko, biaya dan pembayaran dievaluasi secara terpisah.

Efek yang lebih besar ditunjukkan oleh penurunan dividen ikutan juga mendukung dugaan ini; kerugian lebih signifikan daripada gain. Kahneman dan Tversky (1982) menyatakan bahwa penjualan saham menyebabkan lebih banyak investor menyesali dan cemas dibanding pengeluaran kas yang diterima dari pembayaran dividen. Harga ikutannya menaikkan saham yang dijual untuk kebutuhan pendapatannya meningkatkan kesedihan shareholder. Jelasnya, dalam model ini, capital gain dan dividen tidak sempurna sebagai substitusi. Keengganan menyesal dapat menyebabkan preferensi untuk dividen melalui penggunaan aturan konsumsi berdasar pada pemanfaatan dividen, bukan investasi modal. Dividend yield secara positif berkorelasi dengan tingkat pemakaian tabungan yang direncanakan. Jika pemakaian tabungan positif berhubungan dengan usia dan negatif dengan pendapatan, dividend yield portofolio akan menjadi positif berkorelasi dengan usia dan negatif dengan pendapatan.

Marsh dan Merton (1986) mengembangkan model ekspektasi rasional kebijakan dividen sebagai respon manajemen terhadap laba permanen. Penggunaan dividen sebagai sinyal tidak cocok dengan model ini

BEBERAPA TEORI DIVIDEN LAIN

Model-model eksplanasi kebijakan dividen yang lain antara lain bird in the hand mode, model yang menjelaskan hubungan antara kebijakan dividen dengan harga saham yang masing-masing dipicu oleh aspek risiko (bird in the hand mode)

Bird in the Hand Model

Sebuah model yang pertama kali memandang bahwa dividen memiliki relevansi terhadap nilai perusahaan adalah yang dikemukakan oleh Myron Gordon pada tahun 1959 lewat artikel yang ditulisnya berjudul Dividend, Earnings, and Stock Prices. Model ini yang dikenal

dengan sebutan *bird in the hand model*. menyatakan bahwa karena harga saham sangat variabel, maka dividen merupakan unsur return yang lebih reliabel dibanding *capital gain*. Dividen memiliki tingkat kepastian yang lebih besar dibanding *capital gain*. Oleh karena itu, investor memberikan nilai yang lebih tinggi kepada dividen dari pada jumlah yang sama dari *capital gain* yang dianggap lebih berisiko/tidak pasti (Hess, 1992).

Argumen dari Gordon mengindikasikan bahwa karena dividen dianggap bersifat lebih pasti ketimbang *capital gain* maka investor akan mendiscount aliran dividen yang diharapkan di masa yang akan datang dengan *discount rate* yang lebih rendah dibanding *discount rate* yang diterapkan pada *capital gain*. Argumen ini selanjutnya oleh Gordon dituangkan ke dalam sebuah model valuasi yang dikenal dengan *Gordon Valuation Model*, yang memberikan harga premium kepada saham yang membayar dividen lebih tinggi.

Hess (1992) juga mengemukakan bahwa eksplanasi dari *bird in the hand model* ini memang logis khususnya dalam hal argumen maupun bukti-bukti empiris yang menyatakan bahwa saham-saham dengan *dividend payout* yang lebih tinggi cenderung memiliki tingkat risiko yang lebih rendah. Temuan dari Vandel dan Stevens (1982) dikutip oleh Clarke et al. (1990) menunjukkan bahwa terdapat hubungan signifikan antara *dividend payout* sebagaimana diukur menggunakan *dividend yield*, dengan *beta* yang merupakan ukuran dari risiko sistematis perusahaan. Perusahaan dengan *dividend payout* yang tinggi cenderung memiliki *beta* yang rendah, yang mengimplikasikan bahwa kenaikan dividen mengakibatkan adanya penurunan terhadap risiko yang dipersepsi. Grullon et al. (2002) mendokumentasikan temuannya yang menunjukkan bahwa terdapat penurunan secara signifikan baik *beta* maupun faktor risiko lainnya menyusul kenaikan dividen. Perusahaan-perusahaan dengan tingkat risiko yang lebih rendah, sahamnya akan dihargai lebih tinggi ketimbang perusahaan dengan tingkat risiko yang lebih tinggi, walaupun keduanya memiliki *cash flow* atau *earning* yang sama di masa datang.

Namun demikian hubungan antara dividen dengan aspek risiko ini telah menimbulkan pertanyaan di antaranya: Apakah dividen yang tinggi menyebabkan turunnya tingkat risiko, dengan kata lain, apakah dividen mempengaruhi persepsi pasar terhadap risiko dari saham perusahaan? Atau sebaliknya apakah tidak justru tingkat risiko dari operasi perusahaan yang mempengaruhi tingkat dividen?

Rozeff (1992) menemukan bahwa perusahaan yang memiliki operasi dengan tingkat risiko yang lebih tinggi lebih suka memilih untuk membatasi pembayaran dividennya. Perusahaan-perusahaan dengan risiko yang lebih tinggi biasanya berada dalam fase pertumbuhan. Pada batas tertentu, perusahaan dengan risiko operasi yang lebih tinggi berusaha untuk menghindari ketergantungannya pada sumber pembiayaan eksternal, maka

mereka akan memilih menahan keuntungan yang diperolehnya untuk membiayai pertumbuhannya. Mengingat pada perusahaan-perusahaan yang demikian prospective earning lebih bersifat tidak pasti, maka manajemen mungkin lebih suka membayar dividend payout yang rendah guna menghindari kemungkinan dividend cut jika ternyata proyek investasi tidak berjalan sesuai harapan. Dengan kata lain, perusahaan-perusahaan yang lebih berisiko dengan operating maupun financial leverage yang tinggi akan memilih dividend payout yang rendah karena dividend payout yang tinggi mengisyaratkan komitmen perusahaan yang dengan sendirinya merupakan beban tersendiri bagi pihak perusahaan.

Kesimpulan dari uraian ini menunjuk kepada arah hubungan antara dividen dan aspek risiko, di mana aspek risiko yang mempengaruhi dividen dan bukan sebaliknya. Perusahaan yang membayar dividen yang rendah cenderung memiliki risiko investasi/ operasi yang lebih tinggi dan sebaliknya. Hal ini sekaligus memberikan klarifikasi dari model valuasi dari Gordon tentang mengapa investor memberikan premium terhadap saham dengan dividen yang tinggi dan mengapa pasar menerapkan discount rate yang lebih tinggi kepada saham dengan dividen yang lebih rendah ketimbang saham dengan dividen yang lebih tinggi. Berdasarkan argumen di atas jawabnya adalah dividen yang tinggi mengisyaratkan risiko operasi lebih rendah dan sebaliknya.

Dividend Catering Theory

Teori ini diajukan oleh Baker dan Wurgler (2002). Mereka mengasumsikan bahwa pasar adalah efisien. Inti dari teori ini adalah bahwa manajer memberikan investor 'apa yang mereka inginkan'. Keputusan untuk membayar dividen didorong oleh permintaan investor. Terdapat dua kategori saham yaitu saham pembayar dividen dan saham non-pembayar dividen. Teori ini menghipotesiskan bahwa permintaan untuk kedua kategori saham tersebut tergantung sentimen untuk kategori saham. Ketika investor memilih saham pembayar dividen, mereka akan memberikan harga (bid price) yang tinggi yang menyebabkan terjadinya dividend premium yang tinggi, akibatnya manajer akan melakukan pembayaran dividen. Sebaliknya jika investor tidak suka saham pembayar dividen, maka manajer akan melakukan omisi atau pemotongan pajak.

Beberapa penelitian menguji teori ini. Bulan et al. (2005) menyajikan bukti konsisten dengan catering theory. Mereka menemukan bahwa timing dari dividen inisiasi dipengaruhi oleh sentimen investor yang diukur dengan dividend premium. Perusahaan yang memiliki dividend premium yang lebih tinggi lebih memungkinkan untuk melakukan dividen inisiasi dibanding perusahaan dengan dividend premium yang lebih rendah. Deni dan Osobov (2005) memberikan bukti empiris yang menghubungkan penjelasan catering dengan memberikan bukti time series untuk kecenderungan pembayaran dividen di enam negara (Perancis, Jerman, Jepang, Amerika, Kanada dan Inggris). Hasil penelitiannya gagal mendukung hipotesis catering.

Lie dan Li (2005) menemukan dukungan yang untuk hipotesis catering. Mereka menginvestigasi hubungan antara abnormal return diseputar peningkatan atau penurunan dividen dan dividend premium. Hasilnya menunjukkan bahwa return di seputar pengumuman peningkatan dividen berkorelasi positif dengan dividend premium, sementara return diseputar pengumuman penurunan dividen berkorelasi negatif dengan dividend premium (Kurniawan dkk., 2005).

PENELITIAN DIVIDEN DI INDONESIA

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk pasar modal Indonesia yang menguji berbagai macam teori kebijakan dividen. Handary et al (2006) menguji korelasi antara dorongan catering dengan return saham. Dividend premium digunakan sebagai proksi hipotesis catering. Hasil penelitian tampak tidak searah dengan hipotesis catering, yang berarti terjadi hubungan negatif antara dividend premium dengan return saham.

Sugeng (2006) melakukan penelitian yang bertujuan untuk menguji pengaruh beberapa variabel (anteseden) yaitu: current performance, prospective performance, free cash flow, maturity, capital structure, dan ownership structure terhadap kebijakan inisiasi dividen (dividend initiation policy), serta pengaruh dari variabel kebijakan inisiasi dividen sendiri terhadap variabel konsekuensinya yaitu dividend sustainability dan stock performance. Penelitian ini dilakukan terhadap sampel yang terdiri dari 180 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang diambil secara purposive. Dengan tehnik analisis menggunakan Structural Equation Modeling (SEM), penelitian ini menghasilkan temuan sebagai berikut. Di antara variabel anteseden, current performance, prospective performance, dan free cash flow tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap dividend initiation policy, sedangkan variabel maturity dan capital structure terbukti berpengaruh signifikan terhadap dividend initiation policy. Di sisi lain, dividend initiation policy terbukti berpengaruh signifikan terhadap salah satu variabel konsekuensi yaitu dividend sustainability, namun tidak terbukti berpengaruh signifikan terhadap variabel konsekuensi lainnya yaitu stock performance. Secara keseluruhan temuan dari penelitian ini mengimplikasikan bahwa signaling model dan agency cost model yang merupakan dua model utama di bawa relevance of dividend proposition tidak sepenuhnya berlaku dalam menjelaskan perilaku kebijakan inisiasi dividen di lingkungan perusahaan go-public di Indonesia. Atas dasar temuan ini investor tidak perlu terlalu menganggap kebijakan inisiasi dividen sebagai satu-satunya indikasi awal dari prospek perusahaan ke depan. Penelitian ini juga membuktikan kebenaran argumen kontekstualitas kebijakan dividen dari Frankfurter dan Wood (1997).

Kurniawan, dkk. (2005) menguji efek dividend signaling dengan menguji efek perubahan tingkat dividen saat ini dengan kinerja masa depan perusahaan. Hasil penelitiannya tampak memberikan dukungan pada

hipotesis signaling bahwa perubahan dividen diikuti dengan perubahan kinerja perusahaan. Sejalan dengan hasil ini, Apriani (2005) menyatakan bahwa pasar bereaksi kuat terhadap pengumuman kenaikan/penurunan dividen oleh utilitas publik di BEJ. Hal ini ditunjukkan dengan adanya perbedaan harga saham sebelum dan sesudah pengumuman kenaikan ataupun penurunan dividen.

Beberapa riset yang disampaikan di bagian ini nampak bahwa adanya hasil yang inkonsisten untuk pasar modal Indonesia mengenai reaksi investor atas kebijakan dividen yang dijelaskan dengan beberapa teori. Namun demikian kesimpulan yang disampaikan harus di baca dengan kehati-hatian karena sebagaimana disampaikan oleh Hartono (2004) bahwa untuk pasar modal Indonesia hipotesis signaling bisa tidak berlaku, karena pada kenyataannya dividen yang dibayarkan ditentukan oleh rapat umum pemegang saham, sehingga tidak bisa dijadikan sebagai sinyal untuk kemampuan laba dan arus kas masa depan.

KESIMPULAN

Pertanyaan awal yang mendasari pengembangan teori kebijakan dividen dan kandungan informasinya adalah mengapa perusahaan membayar dividen? Dan mengapa investor bereaksi terhadap kebijakan dividen/ jawaban dari kedua pertanyaan ini, yang dijelaskan dengan beragam teori, tetap masih menjadi teka-teki bidang keuangan. Sejumlah model teoritis masih menghasilkan penemuan dan dukungan yang saling berlawanan. Hal ini mengakibatkan dukungan yang kurang kuat atas keberadaan suatu teori. Atau teori-teori yang ada masih belum bisa menjelaskan secara konsisten fenomena kebijakan pembayaran dividen yang terjadi. Hal ini berarti masih terbuka kesempatan lebar untuk mengembangkan konsep teori baru dalam rangka untuk menjawab dua pertanyaan mendasar seperti yang disampaikan di atas.

Frankfuter dan Wood (2001) menyatakan bahwa tidak ada rasionalitas ekonomi tunggal yang dapat menjelaskan fenomena dividen. Preferensi pemegang saham atas dividen secara parsial dijelaskan oleh kombinasi beragam faktor, misalnya menggabungkan biaya keagenan dengan transmisi informasi. Ketidaklengkapan semua model teoritis bisa menghasilkan miskonsepsi tentang karakteristik pembayaran dividen. Bisa jadi bahwa keberlanjutan pembayaran dividen didasarkan pada tradisi jangka panjang suatu perusahaan.

Model-model kebijakan dividen yang ada sampai dengan saat ini kebanyakan mengabaikan pengaruh sosioekonomi dan perilaku terhadap aktifitas pemegang saham dan manajerial. Jika pengaruh ini tidak dimasukkan dalam model di masa depan, preferensi dividen sulit dijelaskan, kecuali harapan irasional investor atas dividen. Pengabaian motivasi-motivasi ini bisa membatasi aplikasinya pada determinan kebijakan dan aktifitas perusahaan. Kebijakan dividen tidak bisa lepas dari motivasi individual manajer untuk mengambil keputusan dividen yang sebenarnya sangat dipengaruhi oleh faktor perilaku dan sosioekonomi. Kombinasi teori keuangan modern dan faktor psikologikal sekaligus sosial bisa memberikan

penjelasan yang lebih lengkap atas kebijakan dividen. Meskipun harus diakui bahwa usaha kombinasi ini tidak mudah dilakukan.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, J. dan Itzhak, S. 1980. Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders Returns: An Empirical Analysis. *Journal of Finance*. Vol. 35 (1): 112.
- Allen, F. dan Michaely, R. 2002. Payout Policy. *Handbook of Economic* : 1-148.
- Allen, F., Bernardo, A. dan Welch, I. 2000. A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *Journal of Finance* . Vol. 55 (6): 2499-2536.
- Apriani, L. 2005. Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Kenaikan atau Penurunan Dividen: Studi Empiris pada Perusahaan Utilitas Publik dan Perusahaan dalam Industri tidak Diregulasi. Makalah. Simposium Nasional Akuntansi VIII.
- Baker, M. dan Wurgler, J. 2000. The Equity Share in New Issues and Aggregate Stock Returns. *The Journal of Finance* . Vol. 55: 2219-2257.
- Baker, M. dan Wurgler, J. 2004. A Catering Theory of Dividends. *Journal of Finance* . Vol. 109: 1125-1165.
- Barclay, M. 1987. Dividends, Taxes, and Common Stock Prices: The Exdividend Day Behavior of Common Stock Prices Before the Income Tax. *Journal of Financial Economics* . Vol. 14: 31-44.
- Bartov, E. 1991. Open-Market Stock Repurchase as Signals for Earnings and Risk Changes. *Journal of Accounting and Economics* . Vol. 14: 275-294.
- Benartzi, S., Michaely, R. dan Thaler, R. 1997. Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *Journal of Finance*. Vol. 52 (3): 1007-1043.
- Bernheim, B.D. dan Redding, L.S. 2001. Optimal Money Burning: Theory and Application to Corporate Dividends. *Journal of Economics and Management* . Vol. 10: 463-507.
- Bernheim, D. 1991. Tax Policy and the Dividend Puzzle. *Journal of Economics* . Vol. 22: 455-476.

- Bhattacharyya, A.M. dan Morril, C. 2003. Dividend Payout and Executive Compensation: Theory and Evidence. Working Paper. SSRN: 1-19.
- Brickley, J. 1983. Shareholders Wealth, Information Signaling, and the Specially Designated Dividend: An Empirical Study. *Journal of Financial Economics* . Vol. 12: 187209.
- Charest, G., 1978. Dividend Information, Stock Returns and Market Efficiency. *Journal of Financial Economics* . Vol. 6: 297-330.
- De Angelo, H. dan de Angelo, L. 1990. Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Examination of Troubled NYSE Firms. *Journal of Finance*. Vol. 92: 1415-1431.
- Denis, D.J. dan Asobov, I. 2007. Why Do Firm Pay Dividends? International Evidence on the Determinant of Dividend Policy. Working Paper. SSRN: 1 – 47.
- Dlugosz, J., Fahlenbrach, R., Gompers, P. dan Metrick, A. 2004. Large Blocks of Stock: Prevalence, Size, and Measurement. Working Paper. Wharton Business School.
- Dong, M., Robinson, C. dan Veld, C. 2005. Why Individual Investor Want Dividends. *Journal of Corporate Finance* . Vol. 12: 121-158.
- Easterbrook, F.H. 1984. Two Agency Cost Explanation of Dividends. *The American Economic Review* . Vol. 74: 650–659.
- Fama, E. dan French, K. 2001. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics* . Vol.110: 3243
- Fenn, G.W. dan Liang, N. Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives. 2001. *Journal of Financial Economics* . Vol. 110: 4572.
- Frankfurter, G.M. dan Wood Jr., B.G. 2001. Dividend Policy and Their Empirical Test. Working Paper: 1– 22.
- Gonedes, N.J. 1978. Corporate Signaling, External Accounting, and Capital Market Equilibrium: Evidence on Dividends, Income, and Extraordinary Items. *Journal of Accounting Research* . Vol. 16 (1): 26-79.
- Grullon, G. dan Michaely, R. 2002. Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *Journal of Finance*. Vol. 108: 16491684.
- Grullon, G., Michaely, R. dan Swaminathan, B. 2002. Are Dividend

Changes a Sign of Firm Maturity? The Journal of Business. forthcoming.

- Handary, A.R., Lukviarman, N. dan Febrianto, R. 2006. The Correlation of Catering Incentives to Stock Return: A Test of Catering Theory of Dividend. Makalah. Simposium Nasional Akuntansi IX: 1-19.
- Hartono, J. 1997. The Agency Cost Explanation for Dividend Payment: Empirical Evidence. Working Paper. Gadjah Mada University.
- Healy, P.M. dan Palepu, K.G. 1988. Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions. Journal of Financial Economics. Vol. 21 (2): 149-176.
- Vol. 21 (2): 149-176.
- Hess, P.J. 1982. The Ex-dividend Day Behavior of Stock Returns: Further Evidence on Tax Effects. Journal of Finance . Vol. 37: 445-456.
- Hess, P.J. 1983. Test of Price Effects in the Pricing of Financial Assets. Journal of Business. Vol. 56: 537-554.
- Husnan, S. 1998. Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas . Edisi Kedua. Cetakan Pertama. Yogyakarta: UPP-AMP-YKPN.
- Jensen, M.C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. American Economic Review . Vol. 136: 323-329.
- Jensen, M.C. dan Meckling, W.H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics . Vol. 3 (4): 305-360.
- Julio, B. dan Kenberry, D. 2005. Reappearing Dividends. Journal of Applied Corporate Finance. Vol. 16: 89-200.
- Kurniawan, B., Ali, S. dan Febrianto, R. 2005. Post-Dividend Announcement Performance of Listed Company in Indonesia: A Test of Dividend Signaling Hypothesis. Makalah. Simposium Nasional Akuntansi VIII.
- La Porta, R., Lopez-De Silanes, F., Shleifer, A. dan Vishny, R. 2000. Agency Problems and Dividend Policy Around the World. Journal of Finance . Vol. 55: 1-33.

- Lintner, J. 1956. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*. Vol. 46 (2): 97-113.
- Litzenberger, R. dan Ramaswamy, K. 1982. The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects? *Journal of Finance* . Vol. 37: 429-443.
- Michaely, R., Thaler, R.H. dan Womack, K. 1995. Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift? *Journal of Finance*. Vol. 50 (2): 573-608.
- Miller, M. 1977. Debt and Taxes. *The Journal of Finance*. Vol. 32 (2): 261-275.
- Miller, M. dan Scholes, M. 1978. Dividends and Taxes. *Journal of Financial Economics* . Vol. 6: 333-364.
- Penman, S.H. 1983. The Predictive Content of Earnings Forecasts and Dividends. *Journal of Finance*. Vol. 38 (4): 1181-1199.
- Pettit, R.R. 1972. Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency. *Journal of Finance* . Vol. 27 (5): 993-1007.
- Sugeng, B. 2005. Variabel-Variabel Antecedent dan Konsekuensi Kebijakan Inisiasi dividen dalam Perspektif Signaling Model dan Agency Cost Model pada Perusahaan GoPublik yang Listing Di Bursa efek Jakarta. Disertasi. Malang: Pro gram Pascasarjana Universitas Brawijaya.
- Widoatmojo, S. 1996. Cara Sehat Investasi di Pasar Modal . Jakarta: PT. Jurnalindo Aksara Grafika.
- Yoon, P.S. dan Starks, L. 1995. Signaling, Investment Opportunities, and Dividend Announcements. *Review of Financial Studies*. Vol. 8 (4): 995-1018.