



RINGKASAN

AUGUSTINA KURNIASIH. Analisis Karakteristik, Perilaku, Faktor Penentu, dan Reaksi Pasar terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Tercatat di Bursa Efek Indonesia. Dibimbing oleh HERMANTO SIREGAR, ROY SEMBEL, dan NOER AZAM ACHSANI.

Dividen adalah distribusi dari laba atau akumulasi laba yang diberikan kepada pemegang saham suatu perusahaan berdasarkan prorata dari jumlah saham yang dimiliki. Kebijakan dividen suatu perusahaan meliputi dua komponen dasar, yaitu besar dividen dan stabilitas dividen sepanjang waktu. Penelitian mengenai kebijakan dividen di bursa negara berkembang relatif terbatas dibandingkan di negara maju.

Penelitian ini bertujuan mempelajari perilaku kebijakan dividen perusahaan tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI), faktor-faktor yang mempengaruhi pembayaran dividen, dan reaksi pasar terhadap pengumuman pembayaran dividen. Penelitian dilakukan terhadap kebijakan dividen pada periode 2001-2008.

Karakteristik perusahaan dipelajari melalui kinerja konvensional dan peta nilai pertumbuhan. Perilaku kebijakan dividen bertitik tolak pada teori *dividend smoothing* dari Lintner (1956). Faktor-faktor yang mempengaruhi pembayaran dividen mengacu pada beberapa teori lain sehubungan dengan aspek internal perusahaan seperti kaitan kebijakan dividen dengan kebijakan lain (pendanaan dan investasi) menggunakan teori *Pecking Order* (Donaldson, 1961; Myers dan Majluf, 1984), dan masalah keagenan (Jensen, 1976). Kaitan kebijakan dividen dengan faktor makro ekonomi mengacu pada *Arbitrage Pricing Theory* (Ross, 1976). Kajian reaksi pasar terhadap kebijakan dividen dipelajari melalui metode *event study*, mengacu pada *Dividend Signaling Hypothesis* (Bhattacharya, 1979).

Data yang digunakan adalah data sekunder. Data diperoleh dari berbagai sumber seperti Laporan Keuangan perusahaan (*audited*), Indonesian Capital Market Directory, Indonesia Market Quotation, Bank Indonesia, Kustodian Sentral Efek Indonesia, dan Bloomberg. Data yang diolah merupakan data panel. Pengolahan data menggunakan software Excel, Minitab, SPSS, Eviews, dan STATA.

Pada periode 2001-2008 jumlah perusahaan membayar dividen lebih sedikit daripada jumlah perusahaan yang tidak membayar dividen. Namun terjadi peningkatan jumlah dan prosentase perusahaan yang melakukan pembayaran dividen. Terdapat perbedaan karakteristik antara perusahaan membayar vs tidak membayar dividen, baik melalui ukuran kinerja konvensional (seperti ukuran perusahaan, kemampuan menghasilkan keuntungan, *retained earning*, dan kepemilikan perusahaan) serta berdasarkan peta nilai pertumbuhan. Melalui uji beda dengan pendekatan statistik parametrik (regresi *dummy* dan uji beda dua rata-rata) maupun non-parametrik (Mann-Whitney U) diketahui bahwa secara umum perusahaan membayar dividen memiliki kinerja lebih baik daripada perusahaan tidak membayar dividen.

Pengamatan terhadap perusahaan yang kontinu membayar dividen pada 2001-2008 menunjukkan bahwa pembayaran dividen mengikuti pola laba. Dividen lebih stabil daripada laba. *Dividend payout ratio* cenderung meningkat. Temuan lain adalah



pembayaran dividen perusahaan di BEI tidak stabil dan target *payout ratio* relatif tinggi. Perubahan pembayaran dividen dipengaruhi laba tahun berjalan, laba periode sebelumnya, perubahan dividen tahun sebelumnya, dan perubahan laba tahun berjalan. Menggunakan pengujian *Kruskal-Wallis Multiple Comparisons* diketahui terdapat perbedaan pembayaran dividen antar sektor industri di BEI.

Mengacu temuan pada penelitian ini, dapat disimpulkan bahwa kesempatan investor mendapatkan imbal hasil investasi saham melalui dividen meningkat. Kesimpulan tersebut didasari kenyataan bahwa jumlah perusahaan yang melakukan pembayaran dividen dan nilai dividen yang dibayarkan cenderung meningkat. Perkiraan besar dividen yang akan diterima di suatu tahun dapat diestimasi melalui besar laba yang dihasilkan pada tahun bersangkutan dan besar dividen yang dibayarkan pada periode sebelumnya. Perkiraan besar perubahan dividen yang terjadi di suatu tahun dapat diperkirakan melalui laba tahun berjalan, laba tahun sebelumnya, perubahan laba tahun berjalan, dan perubahan dividen tahun sebelumnya.

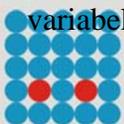
Secara rata-rata, perusahaan yang paling kontinu membayar dividen adalah perusahaan di Sektor Perdagangan, Jasa, dan Investasi. Berdasarkan dividen per lembar saham (DPS), dividen tertinggi diberikan perusahaan di Sektor Industri Barang Konsumsi. Berdasarkan *dividend payout ratio*, dividen tertinggi dibayar oleh Sektor Industri Dasar dan Kimia. Berdasarkan dividen per harga saham (*dividend yield*) dividen tertinggi diberikan oleh Sektor Perdagangan, Jasa, dan Investasi. Perusahaan di BEI cenderung mengubah pembayaran dividen per lembar sahamnya. Sektor industri yang paling sering melakukan peningkatan pembayaran dividen adalah Sektor Industri Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi.

Pembayaran dividen dipengaruhi faktor internal perusahaan dan kondisi makro ekonomi. Faktor internal yang mempengaruhi pembayaran dividen adalah kebijakan pendanaan (rasio hutang terhadap ekuitas dan laba ditahan per lembar saham), kebijakan operasi (pertumbuhan penjualan, ukuran perusahaan, *return on assets*, *gross profit margin*, dan likuiditas), masalah keagenan (*free cash flow* dan kepemilikan saham) serta risiko yang dihadapi perusahaan. Inflasi sebagai salah satu faktor makro ekonomi juga mempengaruhi pembayaran dividen. Pertumbuhan aset sebagai *proxy* kebijakan investasi ternyata berpengaruh tidak signifikan terhadap pembayaran dividen.

Pasar bereaksi terhadap pengumuman perubahan dividen (naik dan turun). Di sekitar tanggal pengumuman ditemukan *abnormal return* yang signifikan, hal ini sesuai dengan teori Signaling. Temuan ini menunjukkan pengumuman dividen mengandung informasi, sekaligus BEI tidak memenuhi efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Reaksi pasar terhadap pengumuman perubahan dividen dipengaruhi oleh besar dividen yang dibayarkan, perubahan dividen yang dibayarkan, tingkat keuntungan yang diperoleh, ukuran perusahaan, rasio hutang terhadap ekuitas, dan risiko yang dihadapi perusahaan.

Selain besar dividen yang dibayarkan dan perubahan besar dividen yang dibayarkan tahun sebelumnya, keempat variabel lainnya merupakan variabel *lag*.

Dividen merupakan imbal hasil bagi investor yang lebih pasti dibandingkan *capital gain*. Investor dan calon investor dapat memilih saham-saham yang memberikan dividen dalam portofolio investasinya. Menurut teori signaling peningkatan dividen memberi signal adanya keyakinan manajemen bahwa prospek perusahaan di masa datang



Investor yang portofolio investasinya berisikan saham yang perusahaannya membagikan dividen, sebaiknya memperhatikan risiko perusahaan, kebijakan pendanaan tahun sebelumnya, profitabilitas perusahaan, likuiditas perusahaan, pertumbuhan penjualan, kepemilikan perusahaan, ukuran perusahaan, dan inflasi yang terjadi. Berdasarkan hal-hal tersebut, dapat diperkirakan *dividend yield* yang akan diperoleh pada tahun tertentu.

Keputusan untuk membeli/menjual saham perusahaan yang mengumumkan pemberian dividen perlu dilakukan segera, karena *abnormal return* yang diperoleh dari adanya pengumuman perubahan dividen terjadi pada periode yang relatif singkat.

Perusahaan perlu memperhatikan kebijakannya (dalam besaran maupun pertumbuhannya), kemampuan menghasilkan keuntungan, ukuran perusahaan, rasio hutang terhadap ekuitas, serta risiko yang dihadapi perusahaan. Hal-hal tersebut merupakan butir yang diperhatikan investor dan dapat menyebabkan terjadi kenaikan maupun penurunan harga saham di sekitar pengumuman dividen. Meningkatnya harga saham merupakan signal bahwa perusahaan dinilai baik oleh investor. Sebaliknya jika terjadi penurunan harga saham.

Regulator pasar modal perlu mempertimbangkan sanksi jika terdapat perusahaan yang memiliki saldo laba negatif dan melakukan pembayaran dividen.

Cakupan penelitian ini adalah pembayaran dividen yang merupakan perubahan dividen. Penelitian yang akan datang dapat difokuskan terhadap dividen yang pertama dilakukan perusahaan (*dividend initiation*) atau peniadaaan dividen (*dividend omission*).

Menggunakan periode penelitian 2001-2008, jumlah perusahaan BUMN yang membayar dividen relatif sedikit. Penelitian selanjutnya dapat mengkhususkan kajian terhadap pembayaran dividen perusahaan BUMN.

Kajian mengenai perilaku investor di pasar modal Indonesia sejauh ini memang masih terbatas. Untuk itu masih terbuka penelitian selanjutnya yang mengkaji perilaku investor (bidang kekhususan *behavioral finance*) di pasar modal Indonesia berkaitan dengan pengumuman dividen.

Kajian kepemilikan saham pada penelitian ini dibedakan atas kepemilikan terkonsentrasi (terdapat pemegang saham yang memiliki saham dengan jumlah > 50%) versus kepemilikan terdistribusi. Penelitian selanjutnya dapat meneliti mengenai kepemilikan lokal versus internasional atau juga peran kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen.

Reaksi pasar pada penelitian ini hanya diamati dari perubahan harga saham. Penelitian selanjutnya dapat mempelajari reaksi pasar terhadap likuiditas perdagangan saham akibat adanya pengumuman dividen.

Kemampuan variabel bebas dalam menjelaskan reaksi pasar yang terjadi pada penelitian ini relatif masih rendah. Penelitian yang akan datang dapat menambahkan variabel baru, seperti preferensi investor terhadap dividen.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.