

KEBIJAKAN DIVIDEN DAN RISIKO PERUSAHAAN

Oleh:

Dian Purnomo Jati

E-mail: dyan_pj@yahoo.com

Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Jenderal Soedirman

ABSTRACT

Dividend policy is one of the financial decisions that must be taken by companies outside the investment and financing decisions. Dividend policy is the decision related to the use of company profits distributed to shareholders or will be saved in the form of retained earnings. If we look at the stock price model with constant growth, the larger dividend payments are likely to increase the stock price will then increase the value of company. However, if the dividend payments increase, it will reduce the internal sources of funds to be used for investment.. It shows that the decision to split the earnings in the form of cash dividends or retained earnings is trade-off. There are many theories that explain the dividend policy and its implications for both the management and investors. This article will discuss the phenomenon of market response to dividend policy. Corporate risk will have an influence on investors in perceiving the information content of dividend policy.

Keywords: *dividend policy, corporate risk, market response*

PENDAHULUAN

Tiga pertanyaan mendasar menurut Ross (2006) yang harus dijawab dalam mempelajari corporate finance adalah: (1) Investasi seperti apakah yang harus dilakukan oleh perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan?, (2) Bagaimana perusahaan bisa membiayai investasi tersebut? dan (3) Berapakah arus kas yang dibutuhkan untuk memenuhi kebutuhan jangka pendek atau kebutuhan operasional perusahaan? Pertanyaan pertama mengenai investment decision, hal ini terkait dengan penilaian investasi yang layak dan menguntungkan bagi perusahaan. Berikutnya pertanyaan ke dua mengenai financing decision, identifikasi perusahaan terhadap sumber-sumber pendanaan yang aman untuk membiayai investasi perusahaan. Financing decision mencakup penyusunan struktur modal dan analisis biaya modal. Masing-masing penggunaan sumber pendanaan akan memunculkan konsekuensi biaya modal masing-masing. Penggunaan sumber dana yang berasal dari utang akan memunculkan

konsekuensi biaya modal bagi perusahaan yang berupa bunga pinjaman, sedangkan penggunaan sumber dana yang diperoleh dengan mengeluarkan saham akan memunculkan konsekuensi biaya modal berupa dividen. Selanjutnya pertanyaan ketiga adalah terkait dengan manajemen modal kerja, bagaimana perusahaan mengelola arus kas untuk kebutuhan jangka pendek. Artikel ini akan membahas secara khusus biaya modal yang muncul sebagai konsekuensi atas penggunaan sumber dana berupa saham. Kebijakan pembiayaan yang diambil oleh perusahaan akan mendorong perusahaan melakukan kebijakan yang terkait dengan biaya modalnya yaitu kebijakan dividen.

Teori kebijakan dividen yang optimal diartikan sebagai rasio pembayaran dividen yang ditetapkan dengan memperhatikan kesempatan untuk menginvestasikan dana serta berbagai preferensi yang dimiliki para investor mengenai dividen daripada capital gain (Husnan, 1998). Kebijakan dividen tersebut juga dipandang untuk menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa mendatang sehingga memaksimalkan harga saham. Faktor-faktor penjelas dari kebijakan dividen merupakan hal yang cukup penting untuk dipelajari karena model menunjukkan bahwa harga saham merupakan present value dari dividen di masa mendatang. Selanjutnya akan dibahas terkait kandungan informasi yang terdapat pada kebijakan dividen dan bagaimana respon para investor terhadap pengumuman kebijakan dividen perusahaan.

PEMBAHASAN

Dividen dan Kebijakan Dividen

Dividen adalah pembagian aktiva perusahaan kepada para pemegang saham perusahaan. Dividen dapat dibayar dalam bentuk uang tunai (kas), saham perusahaan, ataupun aktiva lainnya. Semua dividen haruslah diumumkan oleh dewan direksi sebelum dividen tersebut menjadi kewajiban perusahaan. Terdapat beberapa tanggal penting yang menjadi perhatian dalam prosedur pembagian dividen.

1. Tanggal Pengumuman (*declaration date*) adalah tanggal pada saat direksi mengumumkan dividen. Pada tanggal tersebut dividen menjadi kewajiban perusahaan dan dicatat pada buku perusahaan. Tanggal pengumuman ini biasanya beberapa minggu sebelum tanggal pembayaran dividen.
2. Cum *Dividend* adalah tanggal dimana seluruh pemegang saham perusahaan sampai batas tanggal tersebut berhak mendapatkan dividen.
3. Tanggal pencatatan (*date of record*) merupakan tanggal yang dipilih oleh dewan direksi untuk mendaftar para pemegang saham yang berhak menerima dividen. Karena waktu yang tersita untuk menyusun daftar para pemegang saham, maka tanggal pencatatan biasanya dua atau tiga minggu setelah tanggal pengumuman dividen dan sebelum tanggal pembayaran dividen.

4. *Ex Dividend* yaitu tanggal dimana pemegang saham tidak lagi berhak mendapat dividen.
5. Tanggal Pembayaran (*date of payment*) adalah tanggal dividen benar-benar dibayarkan. Pembayaran biasanya berlangsung beberapa minggu setelah tanggal pengumuman dividen.

Istilah dividen biasanya dipahami sebagai distribusi kas oleh perseroan kepada pemegang sahamnya. Dividen dinyatakan sebagai jumlah spesifik per lembar saham biasa. Dividen kas adalah pembagian laba oleh perusahaan kepada para pemegang sahamnya. Jumlah yang diterima sepadan dengan banyaknya jumlah lembar saham yang dimilikinya. Biasanya terdapat kondisi yang dipertimbangkan oleh perusahaan untuk membayar dividen kas, yaitu saldo laba yang mencukupi, kas yang memadai, dan tindakan formal oleh dewan direksi. Jumlah saldo yang besar tidak harus berarti bahwa perusahaan mampu membayar dividen. Dana kas perlu pula tersedia dengan jumlah memadai yang melebihi kebutuhan-kebutuhan operasi normal. Dewan direksi tidak wajib mengumumkan dividen setiap tahun, bahkan walaupun terdapat saldo kas yang cukup besar untuk membagikan dividen.

Ada beberapa macam teori tentang kebijakan dividen. Berikut ini adalah teori tentang kebijakan dividen menurut Bringham dan Houston (2004):

1. ***Dividend Irrelevance Theory***, adalah suatu teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Teori ini mengikuti pendapat Modigliani dan Miller (M-M) yang menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya dividend payout ratio, tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan risiko bisnis. Dengan demikian kebijakan dividen tidak relevan untuk dipersoalkan.
2. ***Bird in the hand-Theory***, dinyatakan oleh Gordon dan Lintner yang menyatakan bahwa biaya modal sendiri akan naik jika dividend payout ratio rendah. Hal ini dikarenakan investor lebih suka menerima dividen daripada capital gains.
3. ***Tax Preference Theory***, penjelasan lainnya tentang mengapa kebijakan dividen penting, dikaitkan dengan dampak pajak (*tax effect*). Berdasarkan teori *tax preference*, investor mungkin menyetujui penyimpanan dana disamping pembayaran dividen karena alasan yang berkaitan dengan pajak. Perlakuan yang menguntungkan dari capital gains melebihi dividen akan mengarahkan investor untuk lebih memilih pembayaran dividen yang lebih rendah daripada yang lebih tinggi. Teori ini mengatakan bahwa perusahaan sebaiknya menjaga pembayaran dividen supaya rendah jika mereka menginginkan memaksimalkan harga. Karena dampak pajak berbeda diantara berbagai tipe investor, investor mungkin tertarik dengan perusahaan yang kebijakan dividen cocok dengan keadaan pajak mereka. Peneliti menyebut hal ini sebagai *tax clientele effect*. Hal lainnya yang seimbang, saham dengan pembayaran yang rendah seharusnya menarik investor dalam golongan pajak yang tinggi.
4. ***Information Content or Signaling Hipotesis***, ialah teori yang menyatakan bahwa

investor menganggap perubahan deviden sebagai pertanda bagi perkiraan manajemen atas laba. Ada kecenderungan harga saham akan naik jika ada pengumuman deviden kenaikan deviden. Deviden itu sendiri tidak menyebabkan kenaikan atau penurunan harga saham, tetapi prospek perusahaan yang ditunjukkan oleh meningkatnya (menurunnya) deviden yang dibayarkan yang menyebabkan perubahan harga saham.

5. **Clientele Effect**, ialah kecenderungan perusahaan untuk menarik jenis investor yang menyukai kebijakan devidennya. Menurut argumen ini deviden seharusnya ditujukan untuk memenuhi kebutuhan segmen investor tertentu. Sebagai contoh, kelompok investor dengan tingkat pajak yang tinggi akan menghindari deviden, karena deviden mempunyai tingkat pajak yang tinggi dibanding dengan capital gain. Sebaliknya, kelompok investor dengan pajak yang rendah akan menyukai deviden.

Salah satu kebijakan yang harus diambil oleh manajemen adalah memutuskan apakah laba yang diperoleh perusahaan selama satu periode akan dibagi semua atau dibagi sebagian untuk deviden dan sebagian lagi tidak dibagi dalam bentuk laba ditahan. Apabila perusahaan memutuskan untuk membagi laba yang diperoleh sebagai deviden berarti akan mengurangi jumlah laba yang ditahan yang akhirnya juga mengurangi sumber dana intern yang akan digunakan untuk mengembangkan perusahaan. Sedang apabila perusahaan tidak membagikan labanya sebagai deviden akan bisa memperbesar sumber dana internal perusahaan dan akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk mengembangkan perusahaan. Deviden kas merupakan bagian laba yang dibagikan kepada pemegang saham. Ada dua jenis deviden, yaitu deviden saham preferen yang dibayarkan secara tetap dalam jumlah tertentu, dan deviden saham biasa yang dibayarkan kepada pemegang saham apabila mendapatkan laba. Harga saham dipengaruhi oleh tingkat pertumbuhan deviden. Besarnya deviden yang dibayarkan akan meningkatkan nilai perusahaan atau harga saham. Namun semakin besar deviden yang dibayarkan kepada pemegang saham akan memperkecil sisa dana yang dapat dipergunakan untuk mengembangkan perusahaan sebagai reinvestasi, karena laba ditahan tersebut merupakan sumber dana intern yang dapat digunakan untuk membelanjai perusahaan. Semakin rendah laba ditahan akibatnya akan memperkecil kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba yang pada akhirnya juga memperkecil pertumbuhan deviden. Dari keterangan diatas ternyata kebijakan deviden tersebut menimbulkan dua akibat yang bertentangan, oleh karena itu penentuan besarnya deviden yang dibagikan kepada pemegang saham menjadi sangat penting dan merupakan tugas manajer keuangan untuk mengambil kebijakan deviden yang optimal.

Rasio Pembayaran deviden (dividen payout ratio) menentukan jumlah laba yang dapat ditahan sebagai sumber pendanaan. Semakin besar laba yang ditahan semakin sedikit jumlah laba yang dialokasikan untuk pembayaran deviden. Alokasi penentuan laba ditahan dan pembayaran deviden merupakan aspek utama dalam kebijakan deviden. Kurangnya dana ataupun posisi kas yang sangat ketat dapat memaksa direksi perusahaan untuk mengurangi atau bahkan meniadakan pembayaran deviden. Keputusan distribusi

itu mestilah dipikirkan secara masak-masak karena dividen sering menjadi elemen kunci dalam imbalan yang diharapkan oleh para pemodal dari saham yang dimilikinya. Harga pasar saham kerap jatuh secara dramatis pada saat deklarasi dividen ternyata lebih kecil daripada yang diprediksi sebelumnya. Sebagian besar perusahaan mencoba mempertahankan catatan pembayaran dividen yang stabil dalam upaya membuat saham mereka kelihatan memikat bagi para pemodal. Dividen dapat dibayarkan sekali setahun atau setiap semesteran.

Efisiensi Pasar Modal

Dalam suatu pasar yang kompetitif, harga ekuilibrium yang suatu aktiva ditentukan oleh tawaran yang tersedia dan permintaan agregat. Harga keseimbangan ini mencerminkan persepsi bersama para pelaku pasar tentang nilai dari suatu aktiva berdasarkan informasi yang tersedia. Jika terdapat suatu informasi baru yang relevan masuk ke pasar dan berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan dipergunakan oleh para investor untuk menginterpretasikan nilai dari aktiva tersebut. Sehingga hal ini akan mengakibatkan pergeseran harga menuju harga keseimbangan yang baru. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan yang baru, yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien (Jogiyanto,2000). Sedangkan menurut Husnan (1998) secara formal pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritas – sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin dalam harga sekuritas tersebut, maka akan semakin efisien pula pasar tersebut.

Pasar efisien yang ditinjau dari sudut informasi saja disebut dengan efisiensi pasar secara informasi (informationally efficient market). Sedangkan pasar efisien yang ditinjau dari sudut kecanggihan para pelaku pasar dalam mengambil keputusan berdasarkan informasi yang tersedia disebut dengan efisiensi pasar secara keputusan (decisionally efficient market). Tiga bentuk efisiensi pasar modal adalah sebagai berikut:

1. **Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (Weak Form)**, pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga – harga dari sekuritas mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) informasi di masa lalu. Berarti jika pasar efisien dalam bentuk lemah, maka nilai – nilai di masa lalu tidak bisa digunakan untuk memprediksi harga sekarang atau di masa mendatang. Sehingga para investor tidak dapat menggunakan informasi di masa lalu untuk memperoleh keuntungan atau *abnormal return*.
2. **Efisien Pasar Bentuk Setengah Kuat (Semistrong Form)**, pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat jika harga – harga sekuritas secara penuh mencerminkan seluruh informasi publik yang dipublikasikan (*all publicly available information*). Misalnya pengumuman laba perusahaan, pembagian dividen,

pengumuman merger dan akuisisi dan lain sebagainya. Jika pasar efisien dalam bentuk setengah kuat, maka tidak ada investor yang bisa memperoleh abnormal return dengan memanfaatkan informasi publik yang tersedia.

3. **Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (*Strong Form*)**, pasar dikatakan sudah mencapai efisien dalam bentuk kuat jika harga – harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi privat. Sehingga tidak ada investor yang dapat memperoleh *abnormal return* dengan memanfaatkan informasi privat. Dalam keadaan seperti ini pasar modal akan seperti rumah lelang yang ideal, harga selalu wajar dan tidak ada investor yang mampu memperoleh perkiraan yang lebih baik tentang harga saham (Husnan,1998).

Event Study

Pengujian terhadap efisiensi pasar bentuk setengah kuat juga sering disebut dengan studi peristiwa (*event study*). Pengujian bentuk setengah kuat (*semi-strong-form test*), yaitu seberapa cepat harga sekuritas merefleksikan informasi yang dipublikasikan, (Jogiyanto,2000). Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan abnormal return. Dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan abnormal return kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan abnormal return.

Reaksi Pasar atas Kebijakan Dividen

Ditemukan bukti empiris tentang hubungan tersebut (antara dividen dan harga saham). Penelitian lain juga menunjukkan bahwa dividen merupakan signal (tanda) terhadap kondisi perusahaan dari perspektif manajemen (Miller dan Rock, 1985). Banyak penelitian yang dilakukan terkait dengan kebijakan dividen menunjukkan bahwa kebijakan dividen memiliki dampak terhadap nilai perusahaan.

Dalam literatur manajemen keuangan, sejumlah teori dikemukakan untuk menjelaskan fenomena dividen. Model agensi bisa digunakan untuk menjelaskan dividend puzzle tersebut. Menurut teori agensi, jika laba (profit) tidak dibagikan kepada pemegang saham, laba tersebut mungkin akan dialokasikan pada proyek-proyek yang kurang menguntungkan (unprofitable projects) sehingga menguntungkan manajemen perusahaan atau mungkin digunakan untuk keperluan personal. Dengan kata lain pemegang saham lebih menyukai dividen daripada laba yang ditahan (retained earnings). Dividend signaling theory menjelaskan bahwa informasi tentang dividen yang dibayarkan dapat digunakan oleh investor sebagai sinyal mengenai prospek perusahaan di masa mendatang. Sinyal perubahan dividen dapat dilihat dari reaksi harga saham. Reaksi harga saham dapat diukur dengan menggunakan return saham sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan abnormal return. Peningkatan dividen akan membuat pasar bereaksi positif dan hal tersebut dikatakan mendukung dividend signaling theory apabila pasar cenderung menginterpretasikan bahwa peningkatan dividen dianggap sebagai sinyal prospek perusahaan di masa mendatang akan membaik. Sebaliknya pasar akan bereaksi negatif jika terjadi penurunan dividen, yang dianggap sebagai sinyal bahwa prospek perusahaan di masa yang akan datang kurang bagus. Secara umum hasil penelitian tersebut menunjukkan rata-rata harga saham akan bereaksi positif (negatif) atas pengumuman kenaikan (penurunan) dividen. Miller dan Rock (1985) mengembangkan model-model yang memiliki muatan informasi mengenai prospek laba perusahaan masa mendatang. Hasil penelitian mereka menunjukkan dividen yang tinggi berasosiasi dengan dengan laba sekarang dan laba di masa mendatang yang relatif tinggi pula. Ini berarti terdapat hubungan yang positif antara harga saham dengan arah perubahan dividen. Hasil penelitian dan model ini didukung juga oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Aharony dan Swamy (1980) dan Asquith dan Mullins (1983). Akan tetapi bukti yang diberikan oleh DeAngelo et al. (2006) menunjukkan bahwa perubahan dividen tidak bisa digunakan untuk memprediksi laba masa mendatang. Karenanya, bukti yang berkaitan dengan teori signaling masih inconclusive.

Pembayaran dividen juga merupakan salah satu sumber konflik antara pemegang saham dan pemberi pinjaman sehingga dapat menimbulkan biaya keagenan hutang. Adanya restriksi dividen dalam perjanjian hutang mendorong terjadinya konflik tersebut. Pembatasan dividen yang dijumpai dan perjanjian hutang dimaksudkan untuk mengontrol biaya keagenan hutang yang timbul dari pembayaran dividen yang mungkin didanai dari penerbitan hutang baru dan atau dari investasi yang terlebih dahulu (foregoing investment).

Para investor dimungkinkan akan memberikan respon yang berbeda terhadap perusahaan yang melakukan pengumuman kenaikan (penurunan) dividen dengan tingkat risiko yang berbeda. Peningkatan hutang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih

yang tersedia bagi pemegang saham, artinya semakin tinggi kewajiban perusahaan akan semakin menurunkan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen.

Abnormal Return di Seputar Pengumuman Kebijakan Dividen

Keputusan dividen mungkin merupakan salah satu keputusan yang menimbulkan perdebatan diantara keputusan jangka panjang pembiayaan keuangan perusahaan. Dividen seringkali digunakan sebagai indikator atau sinyal prospek suatu perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan yang go public mempunyai kewajiban untuk melaporkan kinerjanya kepada investor dalam bentuk laporan keuangan dan pengumuman besarnya dividen yang dibagikan. Miller dan Modigliani (1961) meletakkan dasar-dasar teoritis dalam mengkaji kebijakan dividen perusahaan. Menurut mereka, pada pasar yang sempurna /efisien kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham bila kebijakan investasi perusahaan tidak mengalami perubahan. Berlawanan dengan Modigliani dan Miller, hasil penelitian Lintner (1956) menunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan secara umum mengikuti proses yang adaptif dalam kebijaksanaan dividennya. Pengumuman dividen seringkali dianggap memiliki kandungan informasi apabila pasar bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi tersebut dapat berupa reaksi positif dan reaksi negatif. Pasar akan bereaksi positif bila terjadi kenaikan dividen dan pasar akan bereaksi negatif bila terjadi penurunan dividen. Reaksi positif dan reaksi negatif tersebut dapat dijadikan dasar untuk mengetahui apakah hal ini mendukung dividend signaling theory atau rent extraction hypothesis. Rent extraction hypothesis menyatakan bahwa pemegang saham yang memiliki porsi kepemilikan besar dapat menyalahgunakan kekuasaannya untuk mengambil alih (extract) keuntungan yang merupakan bagian dari pemegang saham minoritas (La Porta et al., 2000). Oleh sebab itu, rent extraction hypothesis menduga adanya abnormal returns yang positif untuk kenaikan pembayaran dividen karena pembayaran dividen yang semakin besar dapat secara optimal mengurangi kas yang ada ditangan pemegang saham mayoritas dan abnormal returns negatif akan muncul dengan adanya pengumuman penurunan pembayaran dividen karena dividen yang semakin kecil meningkatkan kas yang dapat secara potensial disalahgunakan atau diambil alih oleh pemegang saham mayoritas.

Suluh Pramastuti (2007) menyatakan bahwa pengumuman kenaikan dividen direspon secara positif oleh investor dan pengumuman penurunan dividen direspon secara negatif oleh investor. Penelitian ini menggunakan 100 pengumuman pembayaran dividen selama periode pengamatan 200-2003. Penelitian lainnya dilakukan oleh Layyinaturobaniyah (2008) menyatakan bahwa terdapat reaksi yang positif signifikan di seputar pengumuman kenaikan dividen dan terdapat reaksi yang negatif secara signifikan di seputar pengumuman penurunan dividen. Penelitian ini menggunakan 177 sampel

pengumuman kenaikan dividen dan 112 sampel pengumuman penurunan dividen selama periode 2001-2006.

Risiko Perusahaan dan Persepsi Pasar

Risiko yang dihadapi perusahaan akan meningkat seiring dengan meningkatnya penggunaan hutang. Semakin besar rasio hutang terhadap total aset berarti menunjukkan semakin besar risiko yang dihadapi oleh perusahaan. Meningkatnya debt ratio bisa menjadi salah satu penyebab terjadinya financial distress. Pembayaran dividen juga merupakan salah satu sumber konflik antara pemegang saham dan pemberi pinjaman yang selanjutnya dapat mendorong munculnya biaya keagenan hutang. Adanya restriksi dividen dalam perjanjian hutang mendorong terjadinya konflik tersebut. Adanya pembatasan dividen yang dijumpai dalam perjanjian hutang dimaksudkan untuk mengontrol biaya keagenan hutang yang timbul dari pembayaran dividen yang mungkin didanai dari penerbitan hutang baru dan atau dari investasi yang terlebih dahulu (foregoing investment). Sebagai salah satu konsekuensi pembatasan tersebut, pihak perusahaan terikat dengan perjanjian tersebut. Bila perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan, jumlah investasi minimal perusahaan kemungkinan besar dikonversi kedalam dividen yang rendah.

Hasil penelitian DeAngelo dan DeAngelo (1990) menunjukkan bahwa perusahaan mengurangi jumlah dividen yang dibayarkan ketika sedang mengalami kesulitan keuangan. Hasil penelitian mereka juga menunjukkan adanya pengurangan dividen walaupun tidak terikat dengan perjanjian hutang. Menurut Deskmukh (2005) para manajer memotong dividen ketika sedang menghadapi kesulitan keuangan untuk menghindari kemungkinan tidak membayar (omitting) di masa datang. Biaya yang terjadi akan sangat mahal bila perusahaan meniadakan pembagian dividen (omission). Karena para manajer lebih suka mengurangi dividen dibandingkan dengan pemutusan pembagian dividen, perusahaan dengan tingkat kesulitan keuangan yang tinggi akan membagi dividen yang lebih rendah untuk menjaga kebijakan dividen yang stabil. Penelitian ini menggunakan rasio hutang sebagai proksi yang sering digunakan dalam literatur keuangan untuk menunjukkan apakah suatu perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan. Oleh karena itu, semakin tinggi debt ratio suatu perusahaan, pembayaran dividen juga semakin rendah.

Dari perspektif investor, perusahaan yang mempunyai tingkat risiko keuangan tinggi akan direspon berbeda dengan perusahaan yang mempunyai tingkat risiko keuangan rendah. Hal tersebut bisa ditengarai dari perbedaan abnormal return saham-saham perusahaan yang melakukan pengumuman kenaikan atau penurunan dividen dengan tingkat risiko yang berbeda untuk masing-masing perusahaan. Hutang merupakan leverage perusahaan yang harus dikelola sehingga tidak menimbulkan risiko

perusahaan yang lebih besar. Peningkatan penggunaan hutang akan meningkatkan risiko finansial yang dihadapi oleh perusahaan, dimana ketika perusahaan mengalami kesulitan atau kemacetan dalam membayar hutang bisa menimbulkan terjadinya kebangkrutan. Peningkatan hutang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham, artinya semakin tinggi kewajiban perusahaan akan semakin menurunkan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen. Para investor akan lebih sensitif dalam merespon pengumuman kenaikan (penurunan) dividen yang dilakukan oleh perusahaan yang memiliki risiko relatif rendah dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki risiko relatif tinggi. Kenaikan dividen yang dilakukan oleh perusahaan yang memiliki proporsi hutang yang relatif tinggi bisa dipersepsikan negatif oleh investor, karena pembayaran dividen bisa diduga berasal dari penerbitan hutang baru atau dari dana investasi dan mengabaikan kepentingan untuk membayar hutang.

KESIMPULAN

Hasil penelitian-penelitian sebelumnya terkait kebiakan dividen menyatakan bahwa dividen memiliki kandungan informasi, terbukti dari para investor yang memberikan reaksi positif terhadap pengumuman kenaikan dividen dan memberikan reaksi negatif terhadap pengumuman penurunan dividen. Hasil ini juga mendukung Rent Extraction Hypothesis yang menyatakan bahwa adanya abnormal return yang positif untuk kenaikan pembayaran dividen karena pembayaran dividen yang semakin besar dapat secara optimal mengurangi kas yang ada ditangan pemegang saham mayoritas dan abnormal return negatif akan muncul dengan adanya pengumuman penurunan pembayaran dividen karena dividen yang semakin kecil meningkatkan kas yang dapat secara potensial disalahgunakan atau diambil alih oleh pemegang saham mayoritas.

Identifikasi fenomena respon para investor terhadap kebijakan dividen mempunyai implikasi terhadap manajemen perusahaan untuk mencermati berbagai kemungkinan reaksi pasar terhadap corporate action yang akan dilakukannya. Pengumuman pembayaran atau pembagian dividen dipercaya sebagai salah satu event yang mempunyai kandungan informasi dan bisa digunakan untuk menilai kinerja dan prospek dari perusahaan. Sebelum mengambil keputusan untuk menaikkan atau menurunkan dividen tunai yang akan dibagikan sebaiknya manajemen perusahaan melakukan penilaian terlebih dahulu terhadap kondisi perusahaan dan situasi yang dihadapinya terkait dengan pasar atau para investor. Sebaiknya sebelum manajemen perusahaan membagikan dividen, terlebih dahulu melakukan analisis terkait tingkat risiko perusahaan dan indikator kinerja perusahaan lainnya. Pengambilan keputusan yang kurang tepat akan menimbulkan permasalahan operasional perusahaan serta munculnya persepsi negatif pasar terhadap corporate action yang dilakukan oleh perusahaan dan berdampak secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

Para investor yang akan melakukan investasi (pembelian atau penjualan saham) lebih cermat dalam memberikan reaksi terhadap sebuah corporate action yang dianggap sebagai good news atau bad news. Analisis atau interpretasi terhadap corporate action perusahaan harus disertai informasi spesifik perusahaan terkait tingkat risiko perusahaan dan faktor fundamental lainnya. Hal tersebut bisa membantu investor dalam menganalisis nilai perusahaan dan prospek perusahaan dengan lebih akurat untuk mendapatkan keuntungan transaksi yang lebih besar atau untuk menghindari kerugian investasi yang lebih besar.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, J. and I. Swary. 1980. "Quarterly Dividends and Earnings Announcement and Stockholders' Returns" An Empirical Analysis," *Journal of Finance*. Vol. 35, pp. 1-12.
- Asquith, P. and Mullins, D. 1983. "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth". *Journal of Business*. 56, pp. 77-96.
- Brigham, E. F. and Houston, J. F. 2004, *Intermediate Financial Management, 8th Ed*, Thomson South-Western.
- DeAngelo, H. and DeAngelo, L. 1990. "Dividend Policy and Financial Distress; An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms". *The Journal of Finance*, Vol 155: 1415-1431.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo dan R.M. Stulz. 2006, Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix: a Test of Life Cycle Theory, *Journal of Financial Economics*, Vol. 81: 227-254.
- Deshmukh, S. 2005. "The Effect of Asymmetric Information on Dividend Policy". *Quarterly Journal of Business and Economics*. Winter, pp. 107-127.
- Fama, E.F., dan K.R. French. 2001. Disappearing Dividend: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?, *Journal of Financial Economics*, Vol.60: 3-43.
- Layyinaturobbaniyah. 2008. "*Sensitivitas Reaksi Investor Atas Pengumuman Perubahan Dividen terhadap Market Direction dan Volatilitas Pasar: Studi Empiris di Bursa Efek Indonesia*," Tesis, Program Pascasarjana, UGM, Yogyakarta
- La Porta, R., Lopez de Silanes, F., Shleifer, A., dan Vishny, R. W. 2000. "Agency Problems and Dividend Policies Around The World". *The Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
- Lintner, J. 1956. "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes". *The American Economic Review*, 97-113.
- Meggison, W.L. 1997. *Corporate Finance Theory*, Addison Wesley.
- Miller, Merton H., and Franco Modigliani, 1961, "Dividend Policy, Growth, and The Valuation of Shares". *Journal of Business* 34,411-433.
- Miller and Rock. 1985. "Dividend Policy under Asymmetric Information," *The Journal of Finance*. Vol. XL, No. 4, pp. 1031-1051.
- Hartono, M. Jogiyanto. 2000. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kedua. BPFE Yogyakarta.

- Husnan, Suad. 1998. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Pramastuti, Suluh. 2007. "Analisis Kebijakan Dividen: Pengujian *Signaling Theory* dan *Rent Extraction Hypothesis*," Tesis, Program Pascasarjana, UGM, Yogyakarta
- Ross, SA, Westerfield, RW, and Jordan, 2008. *Fundamental of Corporate Finance*, 6thed. McGraw Hill Irwin.
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama. Yogyakarta: BPFE.