

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Keputusan perusahaan dalam menetapkan seberapa besar dari *free cash flow* (FCF) yang akan didistribusikan kepada investor dan (atau) ditahan sebagai sumber dana internal, merupakan pengertian dari kebijakan dividen menurut Weston dan Copeland (1997). Pendistribusian FCF kepada investor biasa dikenal sebagai *Dividend Payout Ratio* (DPR) dan bisa dilakukan dalam bentuk pembagian saham (*stock dividend*) atau dalam bentuk tunai (*cash dividend*), sedangkan FCF yang ditahan oleh perusahaan akan diinvestasikan kembali ke dalam korporasi agar dapat meningkatkan *growth* perusahaan tersebut.

Banyak peneliti yang mencoba melakukan observasi mengenai dividen sejak waktu yang lama, akan tetapi masing – masing dari peneliti tersebut mengajukan teori dan temuan yang saling bertentangan. Modigliani-Miller (1961) menemukan bahwa “*no value is created through a simple financial decision in a perfect capital market: a company must pay dividends to shareholders if the return on investment projects it undertakes is less than the weighted average cost of capital.*” (as cited in Anouar, 2012). Dengan kata lain, ketika pasar dalam kondisi sempurna maka berapapun jumlah dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan tersebut (*irrelevant*). Irelevansi ini mengakibatkan tidak adanya faktor yang mendorong investor untuk lebih menginginkan dividen atau lebih menginginkan *capital gain*. Irelevansi ini sesungguhnya disebabkan karena nilai perusahaan bukan ditentukan oleh bagaimana perusahaan membagikan labanya, melainkan ditentukan oleh

bagaimana perusahaan meningkatkan labanya melalui keputusan investasi serta peluang investasi yang ada. Apabila laba perusahaan mengalami peningkatan maka nilai perusahaan juga turut meningkat.

Faktanya pasar tidak berada dalam kondisi sempurna, sehingga menyebabkan banyak peneliti mengajukan teori yang menyatakan bahwa ketidaksempurnaan pasar membuat kebijakan dividen menjadi *relevant*. Dua contoh *relevancy theory of dividend* yang populer di kalangan para peneliti yaitu *signaling theory* dan *agency theory of dividend*. *Signaling theory* dikembangkan oleh Ross (1977) menyatakan bahwa dividen digunakan oleh agen (pihak eksekutif perusahaan) untuk menyampaikan informasi (sinyal) yang bersifat positif kepada pasar. Bhattacharya (1979), John dan Williams (1985), dan Miller dan Rock (1985) juga menyatakan bahwa dividen merupakan media untuk menyampaikan kandungan informasi mengenai kinerja (potensi) perusahaan di masa mendatang kepada pemegang saham. *Agency theory of dividend* (atau yang juga dikenal sebagai *free cash flow hypothesis*) dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa ketika profit (*cash flow*) yang dimiliki oleh perusahaan tinggi namun peluang investasi yang tersedia rendah maka perusahaan seharusnya menetapkan DPR yang tinggi, sebab pada kondisi tersebut manajer (berdasarkan sifat diskresinya) cenderung menggunakan CF tersebut untuk kepentingan pribadinya. Kesimpulannya, untuk menghindari *moral hazard* yang dilakukan oleh manajer maka perusahaan sebaiknya menetapkan DPR yang tinggi. Easterbrook (1984) dalam *Agency theory of dividend* menyatakan bahwa DPR yang tinggi dapat mengurangi *agency cost*, sebab selain mengurangi ketersediaan FCF bagi manajer juga mewajibkan manajer untuk menggunakan hutang dalam mendanai kebutuhan modal perusahaan. Penggunaan utang dapat meningkatkan

efektifitas *monitoring* terhadap manajer sehingga mengurangi peluang manajer untuk melakukan *moral hazard*. Jensen (1986) dalam *Agency theory of dividend* menyatakan bahwa kebijakan dividen dapat meningkatkan *value* perusahaan dan juga memitigasi manajer dalam melakukan *overinvest*.

Untuk membuktikan secara empiris kebenaran teori tersebut, beberapa peneliti mencoba meneliti kembali *relevance theory* diatas namun tetap menemukan hasil yang *mixed*. Nissim dan Ziv (2001) mengajukan bukti yang mendukung *signaling theory*. Tetapi Benartzi et al. (1997), Grullon et al. (2002), dan Grullon et al. (2003) tidak menemukan bukti yang mendukung *signaling theory*. Lang dan Litzenberger (1989) mengajukan bukti empiris yang mendukung *agency theory of dividend*. Penelitian mereka menyatakan bahwa ketika FCF perusahaan tersedia dalam jumlah yang besar namun *investment opportunity* perusahaan rendah, maka manajer akan cenderung untuk melakukan *overinvest* yang tentunya akan berdampak pada penurunan nilai perusahaan. Untuk memitigasi hal tersebut maka perusahaan sebaiknya menetapkan DPR yang tinggi, sebab tindakan ini akan direspon secara positif oleh pasar dan akan tercermin pada peningkatan nilai perusahaan (harga saham perusahaan). Peningkatan nilai yang terjadi bahkan akan melebihi peningkatan nilai pada perusahaan dengan peluang investasi yang tinggi. Kesimpulannya, kedua peneliti berhasil menemukan bahwa dividen berhubungan negatif terhadap potensi perusahaan melakukan *overinvest*. Namun, Denis et al. (1994) dan Yoon-Starks (1995) tidak berhasil menemukan bukti yang mendukung *agency theory of dividend*.

Ketika perdebatan mengenai pentingnya manfaat kebijakan dividen masih terus berlanjut, Fama dan French (2001) menemukan suatu fenomena

empiris yang menarik. Peralnya, kedua peneliti ini menemukan bahwa jumlah *payers* di Amerika Serikat mengalami penurunan yang signifikan (*disappearing dividends phenomenon*) sehingga menunjukkan bahwa kebijakan dividen semakin tidak relevan terhadap nilai perusahaan. Singkatnya, pada tahun 1978 jumlah *payers* sebesar 66,5% dari perusahaan publik secara keseluruhan dan terus mengalami penurunan hingga hanya sejumlah 20,8% pada tahun 1999.

Menurut Fama dan French (2001) penurunan jumlah *payers* salah satunya disebabkan oleh perubahan karakteristik perusahaan yang mempengaruhi kebijakan dividen, yaitu: ukuran, profitabilitas dan peluang investasi. Umumnya perusahaan yang membagikan dividen merupakan perusahaan besar (*profitable* dan memiliki banyak sumber dana internal untuk mendanai proyek investasi barunya) dan sebaliknya, perusahaan kecil (kurang *profitable* namun memiliki peluang investasi yang tinggi) cenderung tidak membagikan dividen (*life cycle theory of dividend*). Penyebab kedua adalah semakin menurunnya kecenderungan perusahaan dalam membayar dividen (*lower propensity to pay*). Penyebab yang terakhir ini disebabkan oleh: Pertama, manajer menggunakan FCF untuk berinvestasi pada proyek yang memiliki *Net Present Value* (NPV) negatif sehingga akan mengurangi *dividend payout ratio* (DPR). Kedua, investor yang memiliki kepemilikan besar atas saham perusahaan lebih memilih *capital gain* daripada dividen. Ketiga, perusahaan memiliki tata kelola yang baik sehingga mengurangi manfaat dividen sebagai mekanisme untuk mengatasi *agency problem* antara manajer dan *shareholders*. Meskipun Fama dan French (2001) berhasil menjelaskan faktor pendorong *lower propensity to pay*, namun mereka tidak menyebutkan faktor apakah yang mempengaruhi *propensity to pay*.

Oleh karena itu, Baker dan Wurgler (2004) mencoba mengkaji kembali fenomena ini dengan menggunakan aspek “*behavioral argument*” (atau yang dikenal sebagai *catering theory of dividend*) yang diklasifikasikan ke dalam dua pendekatan yaitu: pendekatan internal (jika manajer bersikap irasional) dan pendekatan eksternal (bila investor bersikap irasional). Dari penelitiannya tersebut, Baker dan Wurgler (2004) berhasil membuktikan secara empiris bahwa faktor penting yang menentukan *propensity to pay* adalah *dividend premium*. Sesungguhnya aspek *behavioral argument (behavioral economics)* dipelopori oleh Kahneman dan Tversky (1961). Kemudian pada tahun 1984, Shefrin dan Statman menggunakan *behavioral argument* dalam menjelaskan preferensi investor terhadap dividen. Menurut teori tersebut, preferensi investor terhadap dividen dipengaruhi oleh aspek psikologi kognitif (masalah pengendalian diri, *prospect theory*, dan *regret aversion*) masing-masing individu, sehingga menyebabkan timbulnya perbedaan preferensi masing-masing investor terhadap saham dividend payers.

Catering Theory of Dividends (CTD) merupakan suatu pandangan baru mengenai kebijakan dividen yang melonggarkan asumsi *market efficiency* dari *dividend irrelevant proof*. Esensi sesungguhnya dari *Catering Theory of Dividends* adalah manajer harus melayani permintaan investor terhadap dividen agar dapat mendorong peningkatan harga saham perusahaan. Menurut kedua peneliti ketika harga saham *payers* berada dalam kondisi *overpriced (investors put a relatively high stock price on payers)* maka manajer akan membagikan dividen (melayani permintaan investor) sesuai dengan jumlah yang dipersepsikan oleh investor (“*managerial decisions as rational responses to security mispricing.*” – Baker and Wurgler, 2004), *vice versa*. Baker dan Wurgler (2004) kemudian

menguji prediksi ini dan berhasil membuktikan secara empiris hubungan yang signifikan antara *dividend premium (catering incentives)* terhadap *propensity to pay dividends*.

Bukti empiris validitas *catering incentives* pada perusahaan publik di Amerika Serikat masih menunjukkan hasil yang *mixed*. Sehingga mendorong banyak peneliti untuk menguji kembali validitas CTD, salah satunya adalah Wei dan Lie (2006). Kedua peneliti menggunakan metode yang berbeda dalam melakukan pengujian CTD, yakni metode *continuous dividend level*. Hal ini disebabkan karena menurut mereka metode yang digunakan oleh Baker dan Wurgler (2004) dalam menguji CTD masih sangat sederhana dan memiliki beberapa kelemahan. Pertama, Baker dan Wurgler (2004) menggunakan model empiris yang bersifat *discrete*. Sehingga tidak mampu menjelaskan alasan mengapa manajer merubah kebijakan dividennya. Kedua, hasil penelitian Baker dan Wurgler (2004) tidak menunjukkan hubungan yang signifikan antara *return* saham ketika *dividend initiation announcements* terhadap *dividend premium*.

Penelitian yang dilakukan Wei dan Lie (2006) berhasil membuktikan secara empiris bahwa *dividend premium* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (*increase or decrease*) dan besarnya perubahan pada kebijakan dividen tersebut (*catering effects*). Maka dapat disimpulkan kedua peneliti mampu menjelaskan alasan mengapa manajer seringkali merubah kebijakan dividen dan hasil dari penelitian yang dilakukan mampu memberikan kontribusi penting terhadap validitas CTD yang dianggap lebih *valid* dalam menjelaskan eksistensi CTD.

Oleh sebab itu, penulis ingin menguji kembali validitas *Catering Theory of Dividend* pada industri manufaktur di Indonesia dengan menggunakan metode yang serupa dengan milik Wei dan Lie (2006)

(*continous dividend level*). Secara lebih spesifik, penulis ingin menguji secara empiris pengaruh *dividend premium* terhadap kebijakan dividen (*increase or decrease*) dengan menggunakan variabel kontrol yang merupakan *financial firm's characteristics*.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang di atas maka pokok permasalahan riset ini dapat dirumuskan demikian:

Apakah *Catering Theory of Dividend* dapat menjelaskan perilaku manajer dalam menetapkan kebijakan dividen?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas maka didapatkan tujuan dalam penelitian ini adalah untuk menguji dan menganalisis apakah *Catering Theory of Dividend* dapat menjelaskan perilaku manajer dalam menetapkan kebijakan dividen.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan. Secara terperinci manfaat penelitian dapat dijabarkan sebagai berikut:

1. Bagi manajemen perusahaan, dapat dijadikan pertimbangan dalam menetapkan kebijakan pembayaran dividen. Manajer harus mempertimbangkan *dividend premium* terlebih dahulu ketika hendak memutuskan kebijakan dividen, sebab respon pasar terhadap dividen akan berdasarkan pada *dividend premium* yang berlaku pada saat itu.

2. Bagi akademisi, penelitian ini dapat memberikan bukti empiris mengenai kebijakan dividen berdasarkan *Catering Theory of Dividend*, sehingga dapat memberikan wawasan yang lebih mendalam serta sebagai dasar penelitian selanjutnya tentang kebijakan dividen.
3. Bagi investor, menambah wawasan investor terhadap kecenderungan kebijakan dividen perusahaan. Berdasarkan *Catering Theory of Dividend*, manajer akan cenderung menetapkan kebijakan dividen yang disesuaikan dengan permintaan investor sehingga investor dapat memprediksikan kecenderungan kebijakan dividen perusahaan dengan baik.

1.5 Sistematika Penulisan

Pola penyusunan sistematika skripsi ini merujuk pada pola penelitian ilmiah secara umum dengan susunan sebagai berikut:

BAB 1: PENDAHULUAN

Bab ini membahas tentang latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan, kegunaan penelitian, dan sistematika penulisan.

Bab 2: TINJAUAN KEPUSTAKAAN

Bab ini membahas tentang penelitian terdahulu, landasan teori yang digunakan, kerangka pemikiran teoritis dan hipotesis.

BAB 3: METODE PENELITIAN

Bab ini akan membahas tentang variabel penelitian dan definisi operasionalnya, penentuan populasi dan sampel penelitian, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, dan metode analisis.

BAB 4: ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini menjelaskan tentang obyek penelitian, seluruh proses dan teknik analisis data hingga hasil dari pengujian seluruh hipotesis penelitian sesuai dengan metode yang digunakan.

BAB 5: PENUTUP

Bab ini menjelaskan mengenai kesimpulan dari seluruh hasil yang telah diperoleh dalam penelitian ini, juga menjelaskan apa saja keterbatasan dan saran untuk penelitian selanjutnya agar dapat lebih mengembangkan penelitiannya.