

MUATAN INFORMASI (*INFORMATION CONTENTS*) DARI KEBIJAKAN DIVIDEN

Endang Raino Wirjono
Universitas Atma Jaya Yogyakarta

Abstract

This article has objective to describe information content of dividend policy, especially to foretell earnings growth. It has been observed that an increase in the price of a stock, while a dividend cut generally leads to a stock price decline. However, many market observers point to the very high fraction of earnings retained (or low dividend payout ratio) as a sign that future earnings growth will be well above historical norm. In the real world, many complications exist that could confound the expected inverse relationship between current payouts and future earnings growth.

Keywords: dividend policy, earnings growth, payout ratio

1. PENDAHULUAN

Kebijakan dividen tiap-tiap perusahaan tidak sama. Ada pilihan yang dihadapi manajer keuangan ketika memutuskan untuk mendistribusikan sejumlah kas kepada pemegang saham. Perusahaan yang membagi dividen menurut *contracting theory* merupakan perusahaan yang mementingkan nilai perusahaan. Oleh karena perhatiannya pada nilai perusahaan, maka pemegang saham akan menanggapi positif atas kebijakan tersebut. Kebijakan dividen atau keputusan dividen pada dasarnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan (Levy dan Sarnat, 1990).

Selain pengumuman laba, perusahaan *go public* memiliki kewajiban untuk memberikan informasi lain yang relevan, yaitu pengumuman besarnya dividen. Hasil-hasil riset sebelumnya menunjukkan teka-teki mengenai muatan informasi dari pengumuman dividen (*dividend puzzle*). Miller dan Modigliani (1961) menunjukkan bahwa dividen memiliki sifat tidak relevan dalam menentukan nilai perusahaan. Riset-riset mengenai muatan informasi dividen yang telah dilakukan untuk menunjukkan bahwa pengumuman dividen memiliki muatan informasi yang bermanfaat bagi investor menemukan bukti yang berbeda. Akan tetapi, yang menjadi pertanyaan adalah mengapa masih banyak perusahaan yang membayar dividen, bahkan meningkatkan nilai dividennya. Watts dalam Romon (2000) menunjukkan adanya *abnormal return* tidak signifikan yang diperoleh investor, yang membuktikan tidak adanya kandungan informasi dari pengumuman dividen. Sedangkan Ross (1977) menunjukkan bahwa pengumuman dividen merupakan suatu informasi yang digunakan oleh manajer untuk menunjukkan nilai dan prospek perusahaan di masa akan datang. Pengumuman dividen dianggap memiliki muatan informasi apabila pasar bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

Tulisan ini bermaksud memberikan gambaran apakah penerapan kebijakan dividen dalam tiap perusahaan memiliki muatan informasi yang berguna untuk memprediksi pertumbuhan laba masa akan datang. Menurut Arnott dan Asness (2001), kebijakan dividen telah menjadi *controversial puzzle*. Beberapa pilihan dapat diambil untuk menentukan mana yang lebih baik bagi pemegang saham atau manajemen: membayarkan laba dalam bentuk dividen, menginvestasikan kembali laba yang diperoleh, ditambahkan dalam laba ditahan, atau mendanai proyek-proyek

internal yang potensial. Menurut Miller & Modigliani (1961) kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan, apapun pilihan yang diambil, pengaruhnya akan sama.

Hasil studi Lamont (1998) dan Bernstein (2001) menemukan bahwa rasio pembayaran dividen yang tinggi meramalkan pertumbuhan laba yang tinggi. Hal ini konsisten dengan pandangan bahwa manajer memiliki informasi privat yang disampaikan dalam bentuk kebijakan dividen (perusahaan akan membayar dividen lebih banyak jika manajer mengetahui laba akan datang lebih besar, demikian sebaliknya).

Alexander *et al.* (1993) menyatakan bahwa keputusan dividen merupakan sesuatu yang penting karena dapat meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham. Chang dan Rhee (1990) melakukan studi pengaruh pajak pribadi terhadap kebijakan dividen perusahaan dan pembuatan keputusan struktur modal. Dalam studi tersebut mereka menunjukkan bahwa besarnya rasio pembayaran dividen dipengaruhi oleh perubahan pajak pribadi dalam setiap periode. Dengan pilihan beberapa faktor yang diduga berpengaruh terhadap rasio pembayaran dividen, yaitu potensi pertumbuhan (*growth potential*), variabilitas laba, *nondebt tax shield*, *size* perusahaan, dan profitabilitas (Sutrisno, 2001). Hasil studinya membuktikan bahwa secara keseluruhan periode potensi pertumbuhan dan variabilitas laba berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen. Sedangkan *nondebt tax shield*, *size* perusahaan, dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap rasio pembayaran dividen.

2. KEBIJAKAN DIVIDEN

2.1. Pertimbangan Perusahaan dalam Memutuskan Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan manajemen perusahaan. Menurut Van Horn (1986), Weston dan Copeland (1991) ada beberapa pertimbangan yang mempengaruhi perusahaan dalam melakukan kebijakan dividen yaitu:

1. Undang-Undang tentang kebijakan dividen
Undang-undang tentang kebijakan dividen secara umum memberikan ketentuan yang mengatur bahwa pembayaran dividen harus berasal dari laba, baik laba tahun berjalan maupun laba tahun lalu yang ada pada akun laba ditahan di neraca. Hal lain adalah adanya larangan pembagian dividen dengan mengurangi modal, larangan ini merupakan isyarat untuk melindungi kepentingan pemberi modal.
2. Kebutuhan untuk pelunasan utang
Kebijakan dividen terkait dengan masalah pelunasan utang perusahaan. Apabila manajemen memutuskan untuk melunasi utang yang jatuh tempo, maka perusahaan akan menahan laba. Perusahaan tidak akan membagikan dividen kepada pemegang saham.
3. Likuiditas perusahaan
Posisi likuiditas perusahaan sangat mempengaruhi kebijakan dividen. Perusahaan yang sedang mengalami kesulitan likuiditas tidak dapat membayar dividen secara tunai. Perusahaan yang sedang mengalami kepaillitan tidak mungkin akan membagikan dividen. Demikian pula perusahaan yang baru melakukan ekspansi, kemungkinan besar memiliki tingkat likuiditas rendah, sehingga tidak akan membagikan dividen.
4. Posisi pemegang saham sebagai pembayar pajak
Posisi pemegang saham sebagai pemilik perusahaan mempengaruhi kebijakan pembagian dividen. Dalam perusahaan besar sering terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham yang dibebani tarif pajak tinggi dan pemegang saham dengan pajak rendah. Golongan pertama menginginkan pembayaran dividen yang tinggi, sedangkan golongan kedua menginginkan pembayaran pajak yang rendah. Adanya konflik semacam ini menuntut perusahaan untuk menerapkan kebijakan dividen yang dapat menyelaraskan dua kepentingan golongan tersebut.
5. Tingkat ekspansi aktiva

Posisi perusahaan yang mengalami pertumbuhan akan semakin membutuhkan dana besar untuk membiayai ekspansi aktiva. Apabila kebutuhan dana masa akan datang semakin besar, perusahaan akan melakukan penahanan laba daripada membayar dividen.

6. Stabilitas laba

Stabilitas laba perusahaan mempunyai pengaruh terhadap tinggi rendahnya pembayaran dividen kepada pemegang saham. Perusahaan yang stabil dan mampu memprediksi laba tahun mendatang, berani mengumumkan tingkat dividen yang tinggi atau stabil. Hal ini disebabkan, perusahaan tersebut mempunyai tingkat kepastian yang tinggi dalam perolehan laba yang besar. Dengan demikian perusahaan tersebut memiliki tingkat persentase laba yang tinggi dalam membagikan laba dibandingkan dengan perusahaan yang labanya berfluktuasi. Perusahaan yang labanya berfluktuasi memiliki kecenderungan untuk menahan laba dalam jumlah tinggi daripada membayarkannya sebagai dividen.

7. Akses ke pasar modal

Perusahaan yang memiliki kinerja baik akan memiliki akses yang mudah ke pasar modal. Perusahaan yang mapan cenderung memberikan dividen yang tinggi daripada perusahaan kecil atau baru.

8. Kendali perusahaan

Kendali perusahaan dapat dipengaruhi oleh sumber-sumber pembiayaan alternatif lain. Sumber pembiayaan yang berasal dari utang memiliki risiko naik turunnya laba yang diperoleh perusahaan.

Pembiayaan dengan menerbitkan saham baru dapat mengurangi kelompok dominan dalam perusahaan tersebut. Dengan mengetahui konsekuensi penggunaan sumber-sumber tersebut, perusahaan sering memilih menggunakan dana internal sebagai sumber pembiayaan investasi. Akibatnya, perusahaan akan membayarkan dividen yang rendah.

9. Tingkat inflasi

Inflasi mengakibatkan laba yang diperoleh perusahaan terlalu tinggi karena perhitungan beban terlalu rendah sebagai akibat berlakunya prinsip historis. Untuk menghindari masalah ini, ada kecenderungan untuk memperbesar laba ditahan dan memperkecil pembagian dividen. Bentuk pembagian dividen dapat bersifat tunai, dividen saham, pemecahan saham, atau pembelian kembali saham yang beredar. Apabila perusahaan memilih membagikan dividen saham, laba per lembar saham atau dividen per lembar saham akan mengalami penurunan, karena keuntungan yang diperoleh tetap sedangkan jumlah lembar saham bertambah.

Pemecahan saham menyebabkan nilai nominal saham baru lebih kecil daripada sebelumnya, sedangkan jumlah saham semakin banyak. Pemecahan saham dilakukan secara proporsional, sehingga tidak akan mengubah kepemilikan saham dan besarnya dividen. Apabila perusahaan melakukan kebijakan membeli kembali saham yang telah beredar, jumlah lembar saham beredar akan berkurang. Laba per lembar saham dan dividen per lembar saham semakin tinggi, sehingga harga saham akan meningkat.

Kebijakan pembelian kembali saham beredar dilakukan jika perusahaan memiliki tingkat likuiditas yang tinggi dan tidak akan melakukan ekspansi.

Dalam menentukan kebijakan dividen, manajemen harus memperhatikan kesejahteraan para pemegang saham. Di sisi lain, manajemen juga harus menjaga pertumbuhan perusahaan dan kelangsungan hidupnya. Menurut Brennan dan Thakor (1990) keputusan yang menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa akan datang sehingga memaksimalkan harga saham, disebut dengan kebijakan dividen optimal.

Alli *et al.* (1993) membedakan variabel-variabel yang mempengaruhi besarnya dividen sebagai berikut:

- a. *Legal Restriction*, peraturan tertentu yang akan membatasi besarnya dividen yang akan dibayarkan.
- b. *Liquidity Position*, keuntungan yang diperoleh dan laba ditahan yang tinggi tidak harus menyebabkan posisi kas yang tinggi juga, karena ada kemungkinan bahwa keuntungan dan laba ditahan tersebut telah digunakan untuk membayar utang atau melekat pada aktiva selain kas.
- c. *Absence or lack of other sources of financing*, pada umumnya sumber dana intern mempunyai arti penting bagi perusahaan yang baru tumbuh. Sebagai konsekwensinya, dividen yang akan dibayarkan cenderung rendah atau bahkan tidak dibagikan, karena manajemen akan berusaha mengakumulasi keuntungan ke dalam laba ditahan yang berguna untuk pendanaan intern.
- d. *Earnings Predictability*, jika keuntungan berfluktuasi maka dividen tidak dapat bergantung semata-mata dari keuntungan tersebut sehingga diperlukan adanya trend keuntungan yang stabil untuk menentukan porsi dividen yang direncanakan.
- e. *Ownership Control*, jika perusahaan memutuskan untuk membayarkan dividen yang tinggi, akan menyebabkan laba ditahan tidak cukup untuk membiayai investasi barunya. Salah satu cara untuk mengatasi hal ini adalah perusahaan menerbitkan saham baru untuk mencukupi dananya. Keputusan ini akan menimbulkan kontrol dari pemegang saham perusahaan lama semakin berkurang. Hal ini tidak diinginkan oleh para pemegang saham lama sehingga mereka akan lebih menyukai dengan tidak memperoleh dividen.
- f. *Inflation*, inflasi yang tinggi akan menyebabkan ketidakmampuan perusahaan untuk melakukan investasi baru sehingga perusahaan akan melakukan akumulasi dananya kedalam laba ditahan. Hal ini akan berdampak pada penurunan terhadap pembayaran dividen atau bahkan tidak ada pembagian dividen.

2.2. Teori-Teori Kebijakan Dividen

Ada beberapa teori tentang kebijakan dividen yang dapat digunakan oleh perusahaan (emiten) yaitu:

1. *Dividend Irrelevance*
Menurut teori ini, kebijakan dividen tidak mempengaruhi harga saham ataupun *cost of capital* perusahaan. Oleh karena itu, kebijakan dividen menjadi tidak relevan (*irrelevant*) ini dikembangkan oleh Miller dan Modigliani (1961), yang menyatakan bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh *expected earnings* dan risiko perusahaan. Nilai perusahaan hanya tergantung pada laba yang ekspektasi dari aktiva, bukan dari pemisahan laba menjadi dividen dan laba ditahan.
2. *Bird-in the-Hand Theory*
Teori yang dikembangkan MM menjadi perdebatan sengit dalam lingkungan akademisi). Lintner (1962) dan Gordon (1963) menyatakan *required rate of return on equity* (k) turun apabila *dividend payout* meningkat karena investor tidak yakin akan menerima *capital gains* yang berasal dari laba ditahan. Menurut Lintner (1962) dan Gordon (1963), investor menilai jumlah uang yang diterima dari *expected dividend* (dividen ekspektasi) lebih tinggi daripada *expected capital gains* karena komponen *dividend yield* (D_1/P_0) memiliki risiko lebih rendah daripada komponen g dalam persamaan total *expected return* ($k_s = D_1/P_0 + g$).
MM tidak sepakat dengan pandangan ini, dan menyatakan bahwa k_s bersifat independen dari kebijakan dividen, sehingga ada perbedaan antara dividen dan *capital gains*. Menurut MM sebagian besar investor merencanakan untuk menginvestasikan kembali dividennya dalam bentuk saham pada perusahaan yang sama. Risiko arus kas perusahaan bagi investor dalam jangka panjang ditentukan oleh risiko arus kas operasi, bukan oleh kebijakan pembayaran dividen.

3. *Tax Preference Theory*

Investor yang sudah makmur (yang memiliki sebagian besar saham dan menerima sebagian besar dividen) lebih menyukai perusahaan untuk menahan dan mengembalikan laba yang diperoleh untuk digunakan dalam perusahaan. Pertumbuhan laba menyebabkan harga saham lebih tinggi, dan *capital gains* dengan pajak lebih rendah akan digantikan oleh dividen yang berpajak lebih tinggi. Menurut teori ini, investor lebih menyukai perusahaan yang membayar dividen lebih rendah daripada perusahaan yang membayar dividen lebih tinggi.

4. *Signaling Theory*

Menurut *dividend irrelevance theory* (MM), setiap orang (investor dan manajer) memiliki informasi identik mengenai laba akan datang dan dividen perusahaan. Kenyataannya, investor yang berbeda memiliki pandangan berbeda terhadap tingkat pembayaran dividen akan datang dan ketidakpastian yang melekat dalam pembayaran tersebut, karena manajer memiliki informasi lebih banyak tentang prospek akan datang daripada pemegang saham.

Kenaikan dividen seringkali diikuti dengan kenaikan harga saham, sedangkan pemotongan atau pengurangan dividen diikuti dengan penurunan harga saham. Hal ini mengindikasikan bahwa investor lebih menyukai dividen daripada *capital gains*. MM menyatakan, perusahaan enggan mengurangi dividen sehingga tidak akan meningkatkan dividen, kecuali perusahaan mengantisipasi adanya laba berjumlah besar pada periode akan datang. Kenaikan dividen yang lebih tinggi daripada yang diharapkan menjadi sinyal bagi investor bahwa perusahaan mengalami pertumbuhan laba yang baik. Sebaliknya, penurunan dividen akan menjadi sinyal pertumbuhan laba yang buruk pada masa akan datang. Pengumuman dividen yang menyebabkan perubahan harga mengindikasikan adanya *information signaling content* (kandungan informasi).

5. *Clientele Effect*

Menurut teori ini, pemegang saham dapat diklasifikasikan dalam beberapa kelompok (Pettit, 1977). Kelompok-kelompok yang berbeda (*different groups*) atau *clienteles* dari pemegang saham menyukai kebijakan pembayaran dividen yang berbeda. Menurut teori ini, perusahaan dapat mengubah kebijakan pembayaran dividen karena pemegang saham dengan sendirinya akan menjual sahamnya kepada investor lain jika mereka tidak suka dengan kebijakan yang baru.

2.3. Muatan Informasi Kebijakan Dividen

Beberapa perusahaan membayar dividen dengan jumlah yang tidak teratur dan beberapa perusahaan lain membayar dengan jumlah konstan dari waktu ke waktu. Pada umumnya perusahaan enggan memotong dividen karena pengurangan dividen akan dianggap sebagai sinyal buruk oleh investor (Black, 1976). Perusahaan yang memotong dividen akan dianggap mengalami kesulitan likuiditas sehingga perlu mendapatkan tambahan dana dengan memotong dividen. Perusahaan emiten tidak ingin mengeluarkan sinyal seperti ini sehingga jika tidak sangat terpaksa, perusahaan tidak akan memotong dividen (Hartono, 2000).

Dalam kondisi pasar modal yang efisien, informasi-informasi yang berkaitan dengan perusahaan penerbit saham (emiten) akan direpson oleh investor apabila informasi tersebut memiliki muatan informasi (*information contents*). Akan tetapi, investor tidak akan merespon seluruh informasi tersebut. Ada beberapa faktor yang mempengaruhi muatan informasi dari sebuah pengumuman (Foster, 1986) yaitu:

1. Ekspektasi pasar modal terhadap muatan informasi dan waktu pengumuman; faktor ketidakpastian (*uncertainty*) yang tinggi akan menimbulkan respon yang lebih besar di pasar saham.

2. Implikasi pengumuman terhadap distribusi *return* sekuritas akan datang. Semakin besar arus kas ekspektasian akan datang maka harga pasar akan lebih terpengaruh.
3. Kredibilitas sumber informasi; sumber informasi yang memberikan pengumuman akan berdampak terhadap volatilitas harga saham. Semakin kredibel (layak dipercaya) sumber informasi, respon dari investor akan semakin tinggi.
4. Berdasarkan teori sinyal (*signaling theory*), pengumuman dividen merupakan mekanisme yang dipilih manajer untuk menyampaikan pandangannya mengenai laba atau arus kas akan datang kepada investor. Penggunaan dividen sebagai sinyal memerlukan *cost* yang tinggi sehingga hanya perusahaan yang berkulaitas yang mampu menanggungnya. Dividen sering digunakan oleh manajer sebagai isyarat untuk menunjukkan kemampuan perusahaan. Ada dua asumsi pokok dalam *dividend signaling theory*:
 1. Keengganan manajemen perusahaan untuk mengubah kebijakan dividen karena investor menganggap kebijakan dividen sebagai isyarat mengenai kemampuan perusahaan.
 2. Ada perbedaan informasi antara manajer dengan investor, perbedaan ini terjadi karena manajer lebih banyak informasi mengenai perusahaan dibandingkan investor. Kondisi ini menimbulkan kesenjangan informasi (*asymetry information*) antara manajer dengan investor.

Pengumuman dividen mengandung informasi mengenai laba pada saat ini dan masa akan datang. Apabila pengumuman dividen meningkat (menurun) berarti manajer memiliki keyakinan bahwa laba akan mengalami peningkatan (penurunan). Investor sebagai pihak yang memiliki informasi inferior menggunakan informasi pengumuman dividen untuk mengeliminasi kesenjangan informasi dan memprediksi laba yang akan datang.

Manajer akan bertindak hati-hati dalam memberikan sinyal. Manajer harus benar-benar yakin mengenai prospek perusahaan yang akan datang sebelum menaikkan pembayaran dividen. Manajer juga tidak akan gegabah memotong dividen sebab pasar akan bereaksi lebih kuat terhadap kabar buruk. Ross (1977) menyatakan ada empat syarat penting yang perlu diperhatikan dalam optimalisasi kebijakan dividen sebagai isyarat, yaitu:

1. Manajemen harus selalu memiliki dorongan untuk mengirimkan isyarat secara jujur, meskipun beritanya buruk.
2. Isyarat dari suatu perusahaan yang sukses (berprospek) tidak mudah ditiru oleh pesaingnya yaitu perusahaan yang kurang sukses (tidak berprospek).
3. Isyarat harus memiliki hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang diamati.
4. Tidak ada cara menekan biaya yang relatif lebih efektif untuk mengirimkan isyarat yang sama.

3. PENGGUNAAN *PAYOUT RATIO* UNTUK MERAMALKAN PERTUMBUHAN LABA AKAN DATANG

Arnott dan Asness (2001) mendefinisikan rasio pembayaran (*payout ratio*) sebagai dividen yang dibayarkan tahun berjalan dibagi dengan laba tahun berjalan. Rasio pembayaran bersifat *volatile* karena laba bersifat *volatile*. Rasio pembayaran dividen mencerminkan kebijakan perusahaan dalam membayar hak pemegang saham (Foster, 1986).

Pembayaran dividen biasanya direspon positif dari pasar. Beberapa penelitian membuktikan bahwa pengumuman dividen memiliki hubungan positif dengan return saham (Romon, 2000). Apabila pasar merespon positif maka harga saham terkoreksi dan return saham tersebut akan naik.

Miller dan Modigliani (1961) menyatakan bahwa hubungan antara rasio pembayaran dengan laba akan datang bersifat negatif. Apabila rasio pembayaran tinggi, dan perusahaan

menahan sejumlah kecil laba, pertumbuhan laba berikutnya akan lebih lambat. Sebaliknya, jika rasio pembayaran rendah, dan perusahaan menahan sebagian besar laba untuk tujuan reinvestasi, pertumbuhan laba berikutnya akan lebih cepat. Studi empiris yang dilakukan Arnott dan Asness (2001) dengan meregresikan pertumbuhan laba sepuluh tahunan dari perusahaan-perusahaan dalam SP 500 selama 50, dan 75 tahun lalu, mendukung hubungan ini, khususnya untuk perusahaan-perusahaan yang memiliki sinyal buruk.

Lintner (1956) berargumen bahwa kenaikan dividen merupakan sinyal dari manajemen mengenai kepercayaan mereka bahwa laba akan mengalami peningkatan secara permanen di masa akan datang. Pemberian sinyal ini memerlukan *cost* sehingga hanya perusahaan yang berprospek yang mampu menanggungnya. Apabila sinyal tersebut diberikan oleh perusahaan yang tidak berprospek maka perusahaan tersebut tidak akan mampu menanggung *signaling cost* dan akhirnya akan mengalami kesulitan likuiditas. Dalam hal ini investor akan dirugikan. Oleh karena itu, investor harus mampu membedakan antara perusahaan yang berprospek dengan yang tidak berprospek supaya tidak dibodohi.

Bhattacharya (1979) telah mengembangkan *dividend signaling theory*. Model ini digunakan untuk menjelaskan alasan-alasan perusahaan menggunakan dividen sebagai isyarat walaupun menanggung kerugian saat melaksanakannya. Berdasarkan *dividend signaling theory*, manajer perusahaan yang mempunyai informasi mendalam mengenai perusahaan dapat menggunakan informasi dividen sebagai isyarat mengenai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba perusahaan. Fenomena tentang penggunaan dividen sebagai isyarat mengenai prospek perusahaan telah banyak dilakukan.

Bernartzi *et al.* (1997) mempermasalahkan sinyal yang diberikan dari pengumuman kebijakan dividen. Apakah sinyal yang diberikan dari pengumuman kebijakan dividen merupakan sinyal masa lalu, sekarang atau akan datang. Bernartzi *et al.* (1997) membuktikan bahwa perusahaan yang meningkatkan dividen mengalami peningkatan laba pada tahun sebelumnya dan tahun sekarang. Akan tetapi, pengumuman dividen tidak dapat digunakan untuk memprediksi laba akan datang, baik untuk pengumuman dividen meningkat, menurun maupun tetap. Hasil studi Bernartzi *et al.* (1997) menyimpulkan bahwa dividen merupakan sinyal mengenai masa lalu dan saat ini tetapi bukan sinyal mengenai masa depan.

Suparmono dalam Sutrisno (2001) mengkonfirmasi hasil penelitian Bernartzi *et al.* (1997) dengan menggunakan sampel yang ada di Bursa Efek Jakarta. Dengan melakukan perbandingan kinerja antara perusahaan yang meningkatkan (menurunkan) dividen dan perusahaan yang tidak meningkatkan dividen. Hasilnya menunjukkan bahwa laba pada satu tahun sebelum dan tahun saat pengumuman dari perusahaan yang melakukan perubahan kebijakan dividen memiliki perbedaan signifikan dengan perusahaan yang tidak mengubah kebijakan dividen.

Hasil studi Arnott dan Asness (2001) menunjukkan adanya hubungan positif antara rasio pembayaran dengan pertumbuhan laba. Semakin tinggi rasio pembayaran dividen, rata-rata pertumbuhan laba tahun berikutnya semakin baik, yang dianalisa selama lima puluh tahun.

Ada beberapa penjelasan yang mendukung hubungan positif antara rasio pembayaran dividen sekarang dengan pertumbuhan laba riil akan datang (Arnott dan Asness, 2001):

1. Manajemen enggan mengurangi dividen (Lintner, 1956). Rasio pembayaran dividen yang tinggi mengindikasikan keyakinan manajemen akan stabilitas dan pertumbuhan laba akan datang. Sebaliknya rasio pembayaran dividen yang rendah menunjukkan keyakinan manajemen akan ketidakstabilan dan pertumbuhan laba yang buruk di masa mendatang. Rasio pembayaran dividen yang tinggi merupakan sinyal yang dapat diandalkan oleh manajer tentang keyakinan mereka dalam memperoleh laba.
2. Setiap tahun, hanya ada sedikit peluang investasi yang dilakukan oleh sebagian besar perusahaan. Perusahaan melakukan investasi dari laba ditahan yang berasal dari laba tahun sebelumnya. Perusahaan tidak akan gegabah dalam berinvestasi, sehingga tidak akan mengganggu pertumbuhan laba. Perusahaan yang menyisihkan sebagian besar

labanya dalam laba ditahan akan dicurigai mendanai investasi proyek yang kurang menguntungkan. Sehingga rasio pembayaran dividen yang rendah dapat menyebabkan pertumbuhan laba yang rendah, apabila dikaitkan dengan efisiensi waktu dan pemilihan reinvestasi.

3. Kadang-kadang perusahaan menahan laba terlalu banyak berdasarkan keinginan manajer untuk membangun "*empires*." Sebaliknya, pendanaan melalui penerbitan saham, akan mengurangi konflik kepentingan dan membatasi *empire building*.
4. Hubungan positif antara rasio pembayaran dengan pertumbuhan laba kemungkinan ditentukan oleh dividen yang "*sticky*" dikombinasikan dengan *mean reversion* dalam laba.

Hasil penelitian Arnott dan Asness (2001) secara keseluruhan mendukung adanya hubungan antara rasio pembayaran dividen dengan pertumbuhan laba. Rasio pembayaran dividen historis yang rendah menunjukkan pertumbuhan laba yang rendah. Hubungan ini diuji secara statistik dan menunjukkan hubungan yang kuat. Hal ini terjadi karena manajer memiliki informasi privat sehingga mereka membayar sebagian besar laba ketika mereka merasa optimis akan laba mendatang. Sebaliknya manajer hanya membagi sedikit dividen apabila mereka merasa pesimis akan pertumbuhan laba mendatang. Alternatif lain, adanya kenyataan bahwa rasio pembayaran rendah menunjukkan *empire building* yang buruk, pendanaan proyek-proyek investasi yang tidak layak, yang menyebabkan pertumbuhan laba berikutnya menjadi buruk. Sebaliknya, rasio pembayaran dividen yang tinggi menunjukkan kehati-hatian dalam memilih proyek dengan *return* yang relatif tinggi.

5. SIMPULAN

Tulisan ini bermaksud menambah wawasan akademis mengenai kebijakan dividen. Adanya pertentangan tentang dividen (*dividend puzzle*) menarik untuk dikaji lebih jauh. Hasil studi yang dilakukan oleh Arnott dan Asness (2001) menunjukkan korelasi positif antara rasio pembayaran dividen dengan pertumbuhan laba akan datang. Analisa dilakukan menggunakan regresi dengan data historis selama 50 dan 75 tahun di Amerika Serikat. Di Indonesia penelitian seperti ini dapat dilakukan untuk mengkonfirmasi hasil-hasil studi sebelumnya dengan *setting* yang berbeda. Sehingga investor atau para analis dapat menggunakan data historis untuk membuktikan korelasi antara rasio pembayaran dividen dengan pertumbuhan laba. Dengan mendasarkan hasil studi tersebut, sedikit banyak akan memberi kontribusi dalam membuat keputusan investasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Alli, Kasim L., A. Qayyum Khan dan Gabriel G. Ramirez, (1993), "Determinant of Corporate Dividend Policy: A Factor Analysis," *The Financial Review*, Volume 24 No. 4 November.
- Arnott, R. D. dan C. S. Asness (2001), "Does Dividend Policy Foretell Earnings Growth?" *download* dari www.ssrn.com, *preliminary draft copy* pada tanggal 20 Desember 2002.
- Bernstein, P. L., (2001), "What Prompts Paradigm Shifts?" *Financial Analysts Journal* Nov/Dec.
- Bhattacharya, S., (1979), "Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird-in-the-hand Fallacy," *Bell Journal of Economics* 10.
- Brennan, M. dan A. Thakor, (1990), "Shareholder Preferences and Dividend Policy," *Journal of Finance*, September.

- Chang, R. P. dan S. G. Rhee, (1990), " Taxes and Dividends: The Impact of Personal Taxes on Corporate Dividend Policy and Capital Structure Decisions," *Financial Management*, Summer.
- Copeland, T. E., (1979), "Liquidity Changes Following Stock Splits," *Journal of Finance* March.
- Foster, G. (1986), *Financial Statement Analysis*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, edisi kedua.
- Gordon, M. J., (1963), "Capital Investment and Financing Policy," *Journal of Finance*, May.
- Gordon, R. H. dan Bradford, D. F. (1980), "Taxation and The Stock Market Valuation of Capital Gains and Dividends: Theory and Empirical Results," *Journal of Public Economics* 14.
- Hartono, J., (2000), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, edisi 2 BPFE Yogyakarta.
- Lamont, O. (1998), "Earnings and Expected Returns," *Journal of Finance* 53.
- Levy, H. dan M. Sarnat (1990), *Capital Investment and Financial Decision*, Fourth edition, Prentice-Hall Incorporation.
- Lintner, J. (1956), "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes" *American Economic Review* 46.
- _____, (1962), "Dividends, Earnings Leverage, Stock Prices and the Supply of Capital to Corporations," *Review of Economics and Statistics*, August.
- Miller, M. H., dan Modigliani, F. (1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares." *Journal of Business*, Oktober.
- Pettit, R. R., (1977), "Taxes, Transactions Costs and the Clientele Effect of Dividends," *The Journal of Financial Economics*," Dec.
- Romon. F. (2000), "Contribution of Dividend Policy Stability to the Measurement of Dividend Announcement and Ex-Dividend Effects on the French Market." *Download* dari www.ssrn.com, Institut d' Administration des Entreprises tanggal 21 Juli 2003.
- Ross, S. A., (1977), "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach," *The Bell Journal of Economics*, Spring.
- Sutrisno, (2001), "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* pada Perusahaan Publik di Indonesia," *Tema* vol. 11 no. 1.
- Van Horn, James C. (1986), *Fundamentals of Financial Management*, Seventh Edition, Prentice-Hall Inc.