

VARIABEL-VARIABEL YANG BERPENGARUH TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN SERTA HARGA SAHAM PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR DI BURSA EFEK INDONESIA

Cecilia Triana Dewi Lestari Embara

Ni Luh Putu Wiagustini

Ida Bagus Badjra

Fakultas Ekonomi Universitas Udayana (UNUD), Bali, Indonesia

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh Kepemilikan Institusional, Set Kesempatan Investasi, Aliran Kas Bebas terhadap Kebijakan Dividen serta untuk mengetahui pengaruh Kepemilikan Institusional, Set Kesempatan Investasi, Aliran Kas Bebas dan pengaruh Dividen terhadap Harga Saham. Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan manufaktur yang *go public* dan tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2006 sampai dengan 2008, menggunakan metode *purposive sampling*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa : 1) Kepemilikan Institusional berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen; 2) Set Kesempatan Investasi berpengaruh tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen; 3) Aliran Kas Bebas berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen; 4) Kepemilikan Institusional berpengaruh tidak signifikan terhadap Harga Saham; 5) Set Kesempatan Investasi berpengaruh positif signifikan terhadap Harga Saham; 6) Aliran Kas Bebas berpengaruh tidak signifikan terhadap Harga Saham; dan 7) Dividen berpengaruh tidak signifikan terhadap Harga Saham.

Kata Kunci : kepemilikan institusional, set kesempatan investasi dan aliran kas bebas.

ABSTRACT

This study aims to determine the effect Institutional Ownership, Investment Opportunity Set, Free Cash Flow of Dividend Policy and to determine the influence of Institutional Ownership, Investment Opportunity Set, Free Cash Flow and Dividend influence on Stock Price. Population in this research are all manufacturing companies that go public and listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2006 until 2008. Method of determining the sample is done by purposive sampling. The results showed that: 1) Institutional Ownership significant positive impact on Dividend Policy; 2) Investment Opportunity Set no significant effect on Dividend Policy; 3) Free Cash Flow a significant positive impact on Dividend Policy; 4) Institutional Ownership does not significantly affect the Share Price ; 5) Investment Opportunity Set a significant positive impact on Share Price; 6) Free Cash Flow is not a significant effect on stock prices; and 7) Dividends not significantly affect the stock price.

Keywords : institutional ownership, investment opportunity set and free cash flow.

PENDAHULUAN

Tujuan investor yang menginvestasikan dananya di pasar modal adalah untuk memperoleh imbalan atau pendapatan berupa dividen atau *capital gain*. Faktor-faktor yang perlu dipertimbangkan perusahaan dalam melakukan kebijakan dividen menurut Weston dan Copeland (1996) dan Husnan (1998) yaitu undang-undang yang mengatur bahwa dividen harus dibayarkan dari laba, posisi likuiditas perusahaan, pelunasan hutang, stabilitas laba, akses ke pasar modal, kendali perusahaan serta posisi pemilik perusahaan sebagai pembayar pajak sangat mempengaruhi kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan.

Dalam penelitian ini, *dividend signaling theory* digunakan sebagai kerangka teorinya, karena teori ini relevan dengan tujuan penelitian, yaitu untuk membuktikan bahwa pengumuman pembayaran dividen mengandung informasi. Ross (1977) berpendapat bahwa manajer sebagai orang dalam yang mempunyai informasi yang lengkap tentang arus kas perusahaan, akan memilih untuk menciptakan isyarat yang jelas mengenai masa depan perusahaan apabila mereka mempunyai dorongan yang tepat untuk melakukannya. Ross membuktikan bahwa kenaikan pada dividen yang dibayarkan dapat menimbulkan isyarat yang jelas kepada pasar bahwa prospek perusahaan telah mengalami kemajuan. *Dividend Signaling Model* yang

dikemukakan oleh Bhattacharya (1979) merupakan salah satu model yang mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan dividen tunai mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan adanya reaksi harga saham. Model ini menjelaskan bahwa informasi tentang perubahan yang dibayarkan digunakan oleh investor sebagai *signal* tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Pemegang saham akan menginterpretasikan peningkatan pembayaran dividen oleh perusahaan, sebagai *signal* bahwa pihak manajemen memiliki prediksi arus kas yang tinggi dimasa yang akan datang (Black, 1976). Penurunan pembayaran dividen diinterpretasikan sebagai antisipasi manajer terhadap terbatasnya arus kas dimasa yang akan datang. Lintner (1956) mengemukakan pandangan bahwa perusahaan meningkatkan pembayaran dividen hanya bila manajer yakin bahwa pembayaran dividen yang tinggi tersebut mampu dipertahankan dimasa yang akan datang. Penelitian ini dilanjutkan oleh Fama & Blasiak (1968) menunjukkan dukungan terhadap model yang dikembangkan oleh Lintner. Bhattacharya (1979) dan Miller & Rock (1985) memprediksi bahwa pengumuman pembayaran dividen mengandung informasi tentang kondisi arus kas yang ada di perusahaan baik untuk saat ini maupun yang akan datang (Allen dan Michaely, 2002).

Miller dan Modigliani (1961) yang selanjutnya disebut MM mengemukakan bahwa dengan asumsi pasar sempurna, perilaku rasional dan kepastian yang sempurna, menemukan hubungan bahwa nilai perusahaan dan kebijakan dividen saat ini adalah tidak relevan. Pada kenyataannya, terdapat *informational asymmetry*, dimana pihak yang melakukan penjualan memiliki informasi yang lebih banyak mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan pihak calon investor/pembeli. Terdapatnya informasi yang berbeda tersebut, akan mendorong peran dividen sebagai *signal* bagi pihak luar (Dong *et al.*, 2005). Pada sisi lain, Amihud dan Li (2002) menyatakan adanya kecenderungan di Amerika dimana terjadi penurunan reaksi dari harga saham terhadap pengumuman pembayaran dividen sejak pertengahan tahun 1978. Hal ini mengindikasikan bahwa kebijakan dividen semakin berkurang kandungan informasinya sehingga disebut sebagai *Disappearing Dividend*.

Kontroversi ini sebenarnya bermula pada pertanyaan apakah kebijakan pembayaran dividen sesungguhnya memiliki kandungan informasi terhadap harga saham perusahaan? Apabila kebijakan pembayaran dividen benar memiliki kandungan informasi, apakah investor hanya mempertimbangan faktor dividen saja atau kebijakan dividen dilihat sebagai bagian yang tidak terlepas dari kebijakan umum badan usaha? Easterbrook (1984) menyatakan bahwa sulit untuk menjelaskan pengaruh kebijakan dividen terhadap perubahan harga saham secara terisolasi.

Kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan dan perubahan harga saham dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti struktur kepemilikan, set kesempatan investasi dan arus kas bebas. Megginson (1997:374) menyatakan bahwa struktur kepemilikan akan berdampak pada kebijakan pembayaran dividen. Penelitian lain oleh Grinstein dan Michaely (2003) menyatakan bahwa investor institusi memiliki informasi yang lebih baik dari investor perorangan dan memiliki kemampuan pengawasan yang lebih baik, sehingga kepemilikan institusi yang tinggi berhubungan positif dengan kebijakan dividen. Hasil penelitian Thomsen (2004) menunjukkan bahwa di benua Eropa kepemilikan institusional sebagai pemegang saham mayoritas memiliki dampak negatif pada nisbah pembayaran dividen.

Faktor lain menurut Megginson (1997: 356) yang berpengaruh positif terhadap nisbah pembayaran dividen adalah ketersediaan kesempatan investasi bagi perusahaan. Pertumbuhan perusahaan yang dipandang sebagai perwujudan atas naiknya nilai perusahaan menurut Smith dan Watts (1992) dapat diprosikan oleh kombinasi dari berbagai Set Kesempatan Investasi (IOS). Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator peningkatan nilai perusahaan (Untung dan Hartini, 2006). Sementara itu, Smith dan Watts (1992) berdasarkan penelitian, maka terdapat hubungan berkebalikan antara kebijakan pembayaran dividen dan set kesempatan investasi. Perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi, akan cenderung menahan labanya untuk pembiayaan investasi tersebut, sehingga pembayaran dividen kepada pemegang saham menjadi lebih kecil. Hasil ini juga didukung oleh

penelitian yang dilakukan Gaver dan Gaver (1993); dan Ho *et al.* (2004).

Kebijakan dividen juga dipengaruhi oleh arus kas bebas atau *free cash flow* yang ada di dalam perusahaan. Perusahaan yang memiliki aliran kas bebas yang besar akan mampu menyediakan pembayaran dividen kepada pemegang saham. Pembayaran dividen khususnya *cash dividend* kepada para pemegang saham sangat tergantung pada posisi kas yang tersedia, hal ini dibuktikan oleh penelitian yang dilakukan oleh Sutrisno (2001) yang menyatakan bahwa di antara beberapa faktor yang mempengaruhi *Dividend Payout Ratio*, hanya faktor posisi kas (*cash position*) dan *Debt to Equity Ratio* yang berpengaruh signifikan. Posisi kas yang benar-benar tersedia bagi para pemegang saham akan tergambar pada *free cash flow* yang dimiliki oleh perusahaan. Kallapur (1994) melakukan penelitian untuk mengetes aliran kas bebas dengan menggunakan pendekatan *earning response coefficient*, menemukan hubungan positif antara aliran kas bebas dengan kebijakan pembayaran dividen.

Berdasarkan hasil penelitian empiris dan argumentasi tersebut dapat diketahui bahwa kebijakan dividen merupakan kebijakan yang masih mengundang kontroversi, untuk itulah sangat bervariasi kebijakan dividen yang dijalankan dalam perusahaan. Dewasa ini diperoleh fenomena bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia hanya sedikit yang membagikan dividennya, dimana di peroleh hasil bahwa perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada tahun 2008 dari 151 perusahaan hanya 19 perusahaan yang membagikan dividen selama tiga tahun berturut-turut yaitu dari tahun 2006 sampai dengan 2008. Perusahaan manufaktur lebih membutuhkan sumber dana jangka panjang untuk membiayai operasi perusahaan mereka salah satunya dengan investasi saham yang tentunya berhubungan dengan pembagian dividen.

Dari fenomena tersebut maka penelitian ini akan dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2006 sampai dengan 2008, dimana dalam penelitian ini dilakukan secara terintegrasi. Berdasarkan latar belakang masalah, maka dapat dirangkum permasalahan yang akan diuji secara empiris dalam penelitian ini, yaitu 1) Apakah

Kepemilikan Institusional berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen?; 2) Apakah Set Kesempatan Investasi berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen?; 3) Apakah Aliran Kas Bebas berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen?; 4) Apakah Kepemilikan Institusional berpengaruh signifikan terhadap perubahan Harga Saham?; 5) Apakah Set Kesempatan Investasi berpengaruh signifikan terhadap perubahan Harga Saham?; 6) Apakah Aliran Kas Bebas berpengaruh signifikan terhadap perubahan Harga Saham?; 7) Apakah Kebijakan Dividen berpengaruh signifikan terhadap perubahan Harga Saham?

PENELITIAN SEBELUMNYA

Penelitian empiris yang dilakukan Han *et al.* (1999) menguji hubungan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan pembayaran dividen, dengan menggunakan sampel 303 badan usaha diperoleh hasil terdapatnya hubungan positif antara kepemilikan institusional dengan kebijakan pembayaran dividen. Penelitian lain oleh Short *et al.* (2002) menunjukkan secara menyeluruh terdapat hubungan positif antara kepemilikan insitusional dan kebijakan dividen. Grinstein dan Michaely (2003) dalam penelitiannya menemukan: 1) institusi lebih menyukai badan usaha yang melakukan pembayaran dividen; 2) institusi tidak menunjukkan preferensi apapun pada badan usaha yang melakukan pembayaran dividen yang tinggi atau dengan kata lain tidak ada bukti yang mendukung bahwa kepemilikan institusional yang tinggi akan mendorong pembayaran dividen tinggi; 3) institusi lebih menyukai badan usaha yang melakukan pembelian saham kembali; dan 4) kepemilikan institusional dan konsentrasi kepemilikan tidak menyebabkan badan usaha melakukan peningkatan pembayaran dividen. Thomsen (2004) dengan menggunakan analisis *generalized method of moments* diperoleh hasil terdapat hubungan negatif antara kepemilikan institusional dengan nisbah pembayaran dividen. Penemuan ini mengindikasikan bahwa kepemilikan insitusional tinggi mendorong pada peningkatan laba ditahan, sehingga menurunkan nilai bagi pemegang saham minoritas.

HIPOTESIS

Berdasarkan pada teori yang digunakan oleh peneliti terdahulu, maka hipotesis yang

diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

- 1) Kepemilikan Institusional berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen
- 2) Set Kesempatan Investasi berpengaruh negatif signifikan terhadap Kebijakan Dividen
- 3) Aliran Kas Bebas berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen
- 4) Kepemilikan Institusional berpengaruh positif signifikan terhadap Harga Saham
- 5) Set Kesempatan Investasi berpengaruh positif signifikan terhadap Harga Saham
- 6) Aliran Kas Bebas berpengaruh positif signifikan terhadap Harga Saham
- 7) Dividen berpengaruh positif signifikan terhadap Harga Saham

METODE PENELITIAN

Jenis dan Ruang Lingkup Penelitian

Dalam penelitian ini menggunakan jenis penelitian asosiatif dengan hubungan kausal. Pendekatan yang dipergunakan adalah pendekatan kuantitatif. Penelitian ini akan menguji hubungan kausal atau pengaruh dari variabel struktur kepemilikan, set kesempatan investasi, dan aliran kas bebas terhadap dividen dan pengaruh dari variabel dividen, struktur kepemilikan, set kesempatan investasi, dan aliran kas bebas terhadap harga saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2006 sampai dengan tahun 2008, sehingga penelitian ini termasuk jenis penelitian eksplanasi.

Variabel Penelitian

Dalam penelitian ini terdapat dua variabel endogen yaitu harga saham, dan dividen serta tiga variabel eksogen yakni struktur kepemilikan, set kesempatan investasi dan aliran kas bebas. Definisi operasional dari variabel yang digunakan dalam penelitian ini diuraikan sebagai berikut:

1) Variabel Endogen

a. Harga Saham

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

b. Dividen

$$DPR_{it} = DPS_{it} / EPS_{it}$$

2) Variabel Eksogen

a. Struktur Kepemilikan

Struktur Kepemilikan yang menjadi fokus dalam penelitian ini adalah berupa kepemilikan institusional atau *blockholder*

$$IO = \frac{\sum SI}{TS}$$

dimana:

IO= Kepemilikan Institusional

SI = jumlah saham yang dimiliki institusi

TS= total kepemilikan saham

b. Set Kesempatan Investasi

Set kesempatan investasi didefinisikan sebagai ketersediaan investasi perusahaan dimasa yang akan datang, yang akan merepresentasikan perkembangan perusahaan (Hartono, 1997). Set kesempatan investasi merupakan variabel yang *unobservable* dalam penelitian ini diukur sebagai proksi adalah *Market to book value of equity* (MVEBVE), mengikuti penelitian Gaver dan Gaver (1993), dengan menggunakan formula:

$$MVEBVE = \frac{[JSB \times HP]}{TE}$$

dimana:

MVEBVE = *Market to book value of equity*

JSB = Jumlah Saham Beredar

HP = Harga Penutupan

TE = Total Ekuitas

c. Aliran Kas Bebas

Arus kas dari kegiatan operasi dapat langsung diperoleh dari Laporan Arus Kas, sedangkan investasi diperoleh dengan peningkatan total asset (Phillips, 2003).

$$AKB = \frac{CFO - Investment}{Asset}$$

dimana:

AKB = Aliran Kas Bebas

CFO = arus kas dari kegiatan operasi

Investment = peningkatan dalam total asset

Asset = total asset

Prosedur Pengumpulan Data

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2006 – 2008. Pengambilan sampel dilakukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria semua perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang membagikan dividen kas secara terus menerus selama periode 2006-2008 dan memiliki data laporan keuangan lengkap selama periode 2006-2008.

Metode Analisis Data

Berdasarkan rumusan masalah dan hipotesis penelitian, terlihat bahwa hubungan antar variabel yang menjadi fokus penelitian ini secara keseluruhan menunjukkan hubungan kausal kompleks dan berjenjang yang bersifat rekursif, maka teknik analisis yang dipergunakan adalah menggunakan persamaan simultan dengan teknik estimasi *path analysis* (Hair *et al.*, 2006). Data yang diperoleh akan dianalisis dengan menggunakan AMOS.16

Berdasarkan pada teknik yang telah dipilih maka dikembangkan model empiris penelitian sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{CAR} &= \alpha_1 + \beta_1 \cdot \text{DPR} + \beta_2 \cdot \text{IO} + \\ &\quad \beta_3 \cdot \text{MVEBVE} + \beta_4 \cdot \text{AKB} + \varepsilon_1 \\ \text{DPR} &= \alpha_2 + \beta_1 \cdot \text{IO} + \beta_2 \cdot \text{MVEBVE} + \\ &\quad \beta_3 \cdot \text{AKB} + \varepsilon_2 \end{aligned}$$

dimana:

α, β	= koefisien parameter
ε	= residual
CAR	= kumulatif dari abnormal return yang mewakili harga saham.
DPR	= nisbah pembayaran dividen
MVEBVE	= nisbah nilai pasar ekuitas terhadap nilai buku aset
AKB	= aliran kas bebas yang dinormalisasi
IO	= kepemilikan institusional

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen dan Harga Saham

Kepemilikan Institusional ber-pengaruh tidak signifikan terhadap Harga Saham. Hal ini berarti besar atau kecilnya kepemilikan saham

oleh institusi pada perusahaan manufaktur di BEI tidak berdampak langsung pada perubahan Harga Saham. Temuan ini bertentangan dengan argument konvergensi dari Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional yang tinggi akan berdampak pada peningkatan kemampuan pengawasan sehingga akan mengurangi masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham, sehingga akan berdampak pada nilai perusahaan.

Komposisi struktur kepemilikan perusahaan-perusahaan emiten di Indonesia agak berbeda bila dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan emiten yang ada di Eropa atau Amerika. Di Amerika *institutional shareholder* dewasa ini diindikasikan semakin mendominasi kekuatan pasar modal. Mereka umumnya terdiri dari perusahaan atau lembaga-lembaga publik seperti *pension fund, investment companies, life insurance companies, mutual funds*, dan yang sejenisnya (Jones, 2000). Di Indonesia, *institutional shareholder* juga tampak sangat mendominasi struktur kepemilikan saham perusahaan-perusahaan *go-public*. Dari sampel perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini, diperoleh data bahwa porsi *Institutional holding* yang merupakan kepemilikan saham dari unsur investor lembaga rata-rata mencapai 64,11% atau bisa dikatakan separuh dari total saham perusahaan yang beredar. Di Indonesia investor lembaga ini pada umumnya terdiri dari perusahaan-perusahaan *holding companies* yang masih merupakan perusahaan-perusahaan keluarga di mana pihak manajemen perusahaan masih merupakan bagian dari perusahaan-perusahaan keluarga tersebut (Sudarma, 2004). Dengan demikian, walaupun *institutional holding* tergolong *outsider's holding* bersama dengan pemegang saham yang berasal dari publik (masyarakat), namun boleh dikatakan status sebagai *outsider* dari *institutional holding* tersebut menjadi semu, karena dalam kenyataannya mereka memiliki afiliasi yang kuat dengan manajemen, bahkan dikatakan pula bahwa manajemen sebagai kepanjangan tangan dari *institutional holders* tersebut.

Struktur kepemilikan sebagai-mana tersebut di atas, di mana *institutional holding* merupakan pemegang saham mayoritas, mengakibatkan lemahnya posisi pemegang saham yang benar-benar berasal dari publik yang justru berada

pada posisi pemegang saham minoritas. Manajemen pada umumnya merupakan kepanjangan tangan dari golongan pemegang saham mayoritas tersebut. Dengan kondisi demikian, perusahaan publik khususnya di lingkungan pasar modal di Indonesia bisa dikatakan tidak atau belum memiliki makna sebagaimana namanya. Dengan porsi kepemilikan yang rata-rata tidak lebih dari 35,89%, pemegang saham dari unsur publik (pemegang saham minoritas) tidak bisa berbuat banyak dalam hal kontrol terhadap perusahaan. Kepemilikan insntitusal yang demikian di lingkungan perusahaan-perusahaan *go-public* di Indonesia diharapkan memiliki implikasi yang berbeda terhadap kebijakan dividen dibanding dengan yang berkembang di Amerika yang merupakan representasi dari pasar modal yang sudah maju dengan kepemilikan institusional yang umumnya didominasi oleh perusahaan atau institusi-institusi publik.

Berdasarkan hal tersebut diatas Sudarma (2004) merekomendasikan bahwa perusahaan industri di BEJ perlu memperbesar kepemilikan saham publik yang dipegang oleh masyarakat sehingga kepemilikan saham lebih menyebar dan tidak terkonsentrasi pada keluarga tertentu sebagai pemegang saham mayoritas. Hasil uji secara parsial menunjukkan pula bahwa variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Pengaruh tidak langsung dari Struktur Kepemilikan Institusional terhadap Harga Saham melalui Kebijakan Dividen adalah signifikan. Temuan penelitian ini konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya. Han *et al.* (1999) menguji hubungan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan pembayaran dividen, dengan menggunakan sampel 303 badan usaha diperoleh hasil terdapatnya hubungan positif antara kepemilikan institusional dengan kebijakan pembayaran dividen. Penelitian lain oleh Short *et al.* (2002) menunjukkan secara menyeluruh terdapat hubungan positif antara kepemilikan insitusal dan kebijakan dividen.

Pengaruh Set Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen dan Harga Saham

Set Kesempatan Investasi berpengaruh positif signifikan terhadap Harga Saham. Hal ini berarti bahwa ada atau tidaknya kesempatan investasi yang dimiliki oleh perusahaan

manufaktur di BEI berdampak langsung terhadap perubahan Harga Saham. Sebagaimana yang dikemukakan MM (1961) bahwa perubahan harga saham lebih ditentukan oleh kemampuan untuk menghasilkan *earning* dan kesempatan investasi yang tinggi, hal ini didukung oleh Kaestner dan Liu (1998) yang menemukan bahwa set kesempatan investasi yang ada bagi badan usaha merupakan faktor utama yang menentukan pergerakan harga saham. Penelitian ini juga mendukung penelitian yang dilakukan oleh Chen *et al.* (2000), yang menunjukkan bahwa badan usaha dengan set kesempatan investasi yang tinggi memiliki respon positif yang signifikan terhadap harga saham, sedangkan badan usaha dengan set kesempatan investasi yang rendah memiliki respon negatif terhadap harga saham.

Pengaruh tidak langsung dari Set Kesempatan Invesatsi terhadap Harga Saham melalui Kebijakan Dividen adalah berpengaruh tidak signifikan. Temuan ini bertentangan dengan penelitian sebelumnya. Megginson (1997) menyatakan bahwa di Amerika rata-rata nisbah pembayaran dividen suatu industri adalah berhubungan positif dengan ketersediaan set kesempatan investasi. Sedangkan penelitian lainnya Allen dan Michaely (2002) menyatakan bahwa penurunan dalam kesempatan investasi akan menghasilkan peningkatan dalam aliran kas bebas, dimana hal ini akan mendorong pada peningkatan pembayaran dividen. Hal ini mencerminkan bahwa set kesempatan investasi memiliki hubungan negatif dengan kebijakan pembayaran dividen. Smith dan Watts (1992) mencatat bahwa badan usaha dengan kesempatan bertumbuh yang lebih besar memiliki tingkat hasil dividen yang rendah, *leverage* yang rendah, dan kompensasi pada eksekutif yang tinggi, selanjutnya penelitian ini dilanjutkan oleh Gaver dan Gaver (1993). Hasilnya menunjukan bahwa terdapat hubungan negatif antara kesempatan investasi dengan tingkat hasil dividen.

Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi berarti memiliki banyak kesempatan investasi. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen tunai kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan, bahkan untuk mengatasi masalah *underinvestment*. Perusahaan yang mengalami pertumbuhan lambat cenderung membagikan dividen lebih tinggi untuk mengatasi masalah *overinvestment*.

Ditinjau dari tujuan memak-simumkan rentabilitas modal sendiri, maka kebijakan dividen perlu memperhatikan rentabilitas aktiva dan tingkat bunga. Dikatakan demikian, karena apabila kebijakan menetapkan laba ditahan semakin besar berarti perusahaan itu menggunakan metode pendanaan dengan menambah modal sendiri, yakni pendanaan internal. Diketahui bahwa rentabilitas modal sendiri hanya akan naik dengan menggunakan: 1). modal pinjaman apabila rentabilitas aktiva > tingkat bunga; 2). modal sendiri apabila rentabilitas aktiva < tingkat bunga. Penggunaan laba ditahan akan menambah jumlah modal sendiri, maka penambahan laba ditahan hanya akan *favourable* pada waktu rentabilitas aktiva < tingkat bunga. Penambahan laba ditahan pada kondisi di mana rentabilitas aktiva > tingkat bunga, hanya akan menurunkan rentabilitas modal sendiri, sehingga pada saat demikian perusahaan akan menggunakan modal pinjaman untuk mendanai investasinya sehingga tidak mempengaruhi pembayaran dividen kepada pemegang saham.

Suharli (2004) dalam penelitian-nya menguji apakah likuiditas memperkuat atau memperlemah pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap jumlah dividen yang dibayarkan. Hasilnya adalah perusahaan yang memiliki likuiditas yang lebih baik akan mampu membayar dividen lebih banyak. Pada perusahaan yang membukukan keuntungan lebih tinggi (profitabilitas tinggi), ditambah likuiditas yang lebih baik, maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan. Pada perusahaan yang menginvestasikan dana lebih banyak akan menyebabkan jumlah dividen tunai yang dibayarkan berkurang, namun likuiditas yang baik mampu mengeliminir (memperlemah) hipotesis tersebut karena saat itu perusahaan dapat menunda pembayaran hutang jangka pendek, dengan demikian Set Kesempatan Investasi tidak berpengaruh terhadap pembayaran dividen.

Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap Kebijakan Dividen dan Harga Saham

Aliran Kas Bebas berpengaruh tidak signifikan terhadap Harga Saham. Hal ini berarti besar atau kecilnya aliran kas bebas yang ada pada perusahaan manufaktur di BEI tidak direspon oleh pasar sehingga tidak berdampak langsung pada perubahan Harga Saham.

Free Cash Flow didefinisikan oleh Jensen (1986) sebagai kelebihan dana kas setelah dipakai untuk mendanai seluruh proyek yang memberikan *net present value* positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. Pengertian senada diungkapkan oleh Brown (1996) yang mendefinisikan aliran kas bebas sebagai *cash flow* yang dihasilkan dari operasi bisnis yang sedang berjalan dan tersedia untuk didistribusikan kembali kepada pemegang saham tanpa mempengaruhi tingkat pertumbuhan perusahaan saat ini. Francis *et al.* (2000) dan Brigham, *et al.* (1999) memberikan pengertian aliran kas bebas sebagai kas yang tersedia untuk didistribusikan bagi investor sesudah terpenuhinya kebutuhan seluruh investasi yang diperlukan untuk mempertahankan operasi. Dana yang berlebih di perusahaan yang seharusnya didistribusikan kepada para pemegang saham dimana keputusan pendistribusian ini sangat dipengaruhi oleh kebijakan manajemen, sehingga Aliran Kas Bebas tidak berpengaruh langsung terhadap perubahan Harga Saham.

Pengaruh tidak langsung dari Aliran Kas Bebas terhadap Harga Saham melalui Kebijakan Dividen adalah signifikan. Temuan penelitian ini konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan sebelumnya. Megginson (1997) menyatakan bahwa aliran kas bebas yang dihasilkan badan usaha akan memiliki dampak berupa peningkatan pembayaran dividen. Dengan tersedianya aliran kas bebas, maka semakin besar pula potensi untuk pembayaran dividen. Pernyataan ini juga didukung oleh Allen dan Michaely (2002) menyatakan bahwa penurunan dalam kesempatan investasi akan menghasilkan peningkatan dalam aliran kas bebas, dimana adanya peningkatan aliran kas bebas ini akan mendorong pada peningkatan pembayaran dividen, namun manajemen akan melakukan pengurangan pembayaran dividen bila aliran kas bebas yang dimiliki badan usaha merosot. Sehingga dapat dikatakan terdapat hubungan positif antara aliran kas bebas dengan kebijakan pembayaran dividen.

Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Harga Saham

Kebijakan Dividen berpengaruh tidak signifikan terhadap Harga Saham. Temuan ini mengindikasikan bahwa meningkatnya dividen yang dibayarkan oleh perusahaan manufaktur di

BEI tidak direspon oleh pasar sehingga naik turunnya dividen yang dibayarkan tidak mengakibatkan perubahan Harga Saham.

Dalam penelitian ini *Dividend Signaling Theory* yang dikemukakan oleh Bhattacharya (1979) yang merupakan salah satu model yang mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan dividen tunai mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan adanya reaksi harga saham tidak terbukti. Temuan ini justru mendukung teori kebijakan dividen oleh Merton Miller dan Franco Modigliani (1961) atau lebih dikenal dengan sebutan MM. Beberapa kalangan berargumen bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham perusahaan maupun biaya modalnya. Jika Kebijakan Dividen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan maka hal tersebut tidak relevan. MM mengemukakan bahwa dengan asumsi pasar sempurna, perilaku rasional dan kepastian yang sempurna, menemukan hubungan bahwa nilai perusahaan dan kebijakan dividen saat ini adalah tidak relevan. Penelitian MM mengabaikan bahwa terdapat informasi yang tidak sama antara pihak yang melakukan transaksi. Tidak terdapatnya pengaruh signifikan dari dividen juga dikemukakan oleh Black dan Scholes (1974).

Modigliani-Miller (MM) berpendapat bahwa didalam kondisi keputusan investasi yang given, pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Nilai perusahaan ditentukan oleh *earning power* dari asset perusahaan, karena itu nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi sedangkan keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk dividen atau akan ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Teori Kebijakan Dividen MM ini menyimpulkan bahwa nilai perusahaan saat ini tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Keuntungan yang diperoleh atas kenaikan harga saham akibat pembayaran dividen akan diimbangi dengan penurunan harga saham karena adanya penjualan saham baru.

Implikasi Penelitian

Kelemahan dalam penelitian ini antara lain karena populasi yang digunakan bersyarat, jumlah sampel terlalu sedikit, data hanya berdasarkan laporan keuangan yang diterbitkan Bursa Efek Indonesia yang mungkin banyak kekurangan dan

perlu data pendukung lain, lamanya waktu penelitian hanya 3 tahun dari tahun 2006-2008. Namun dapat diimplikasikan, sebagai berikut :

- 1) Hasil penelitian ini dapat memberikan bukti empiris bahwa pengumuman pembayaran dividen berpengaruh tidak signifikan terhadap harga saham, dimana pengumuman pembayaran dividen tidak memberikan reaksi terhadap harga saham, sehingga teori signaling tidak terbukti pada kondisi pasar modal di Indonesia.
- 2) Penelitian ini belum memberikan informasi seberapa jauh kepemilikan perusahaan publik di Indonesia bisa dikurangi agar konflik keagenan bisa semakin kreatif. Kepemilikan perusahaan publik yang diamati dalam penelitian ini juga belum mengamati kepemilikan oleh manajer dan pemilik asing.
- 3) Para investor dalam melakukan transaksi saham dapat mempertimbangkan klasifikasi perusahaan pada perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh.
- 4) Hendaknya pihak manajemen dapat mempertimbangkan Investment Opportunity Set (IOS) dalam pengambilan keputusan investasi yang akan dilakukan pada masa yang akan datang.
- 5) Untuk peneliti yang akan datang hendaknya menambah masa periode penelitian dan menambah jumlah sampel penelitian, hal ini mungkin akan memberikan hasil yang lebih baik.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan atas uraian pada bab-bab sebelumnya dapat disimpulkan sebagai berikut:

- 1) Kepemilikan Institusional berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen, dimana semakin tinggi kepemilikan oleh institusi yang dimiliki perusahaan manufaktur di BEI maka semakin tinggi dividen yang dibayarkan.
- 2) Set Kesempatan Investasi berpengaruh tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen, berarti ada atau tidaknya kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan manufaktur di Indonesia tidak berdampak pada pembayaran dividen.
- 3) Aliran Kas Bebas berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen, karena

dengan ketersediaan aliran kas bebas yang tinggi yang dihasilkan badan usaha akan memiliki dampak berupa peningkatan pembayaran dividen.

- 4) Kepemilikan Institusional berpengaruh tidak signifikan terhadap Harga Saham, dimana besar kecilnya kepemilikan saham oleh institusi pada perusahaan manufaktur di BEI tidak mengakibatkan perubahan harga saham.
- 5) Set Kesempatan Investasi berpengaruh positif signifikan terhadap Harga Saham, hal ini berarti ada atau tidaknya kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan manufaktur di BEI akan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan *earning*, sehingga kesempatan investasi yang tinggi akan berdampak langsung pada perubahan harga saham.
- 6) Aliran Kas Bebas berpengaruh tidak signifikan terhadap perubahan Harga Saham, karena dana yang berlebih di perusahaan yang seharusnya didistribusikan kepada para pemegang saham, keputusan pendistribusiannya sangat dipengaruhi oleh kebijakan manajemen.
- 7) Kebijakan Dividen berpengaruh tidak signifikan terhadap Harga Saham, dimana naik turunnya dividen yang dibayarkan oleh perusahaan manufaktur di BEI tidak direspon oleh pasar, sehingga tidak berpengaruh terhadap harga saham.

Saran

Berdasarkan temuan-temuan dan kesimpulan penelitian, disarankan beberapa hal penting sebagai berikut :

- 1) Bagi para akademisi agar memperhatikan kembali tentang teori-teori kebijakan dividen, khususnya teori ketidakrelevanan dividen yang dikemukakan Modigliani dan Miller (1961), karena kebijakan dividen tidak selalu memberikan reaksi pada harga saham seperti pada *Dividend Signaling Theory* khususnya di pasar modal Indonesia.
- 2) Bagi manajemen perusahaan lebih memperhatikan ketersediaan kesempatan investasi bagi perusahaan, karena temuan menunjukkan bahwa Set Kesempatan Investasi berpengaruh positif terhadap kenaikan Harga Saham dan Kepemilikan Institusional dominan berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.
- 3) Bagi para analis keuangan yang ada di pasar modal agar lebih memperhatikan ketersediaan kesempatan investasi bagi perusahaan manufaktur di BEI, karena dengan ketersediaan kesempatan investasi berarti menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan *earning* yang lebih besar di masa yang akan datang, karena temuan menunjukkan Set Kesempatan Investasi berpengaruh positif terhadap Harga Saham.
- 4) Bagi peneliti lebih lanjut disarankan untuk menambah variabel lainnya seperti karakteristik perusahaan, daur hidup perusahaan, kondisi likuiditas perusahaan serta pajak di dalam melakukan analisis, hal ini disebabkan karena temuan penelitian menunjukkan rendahnya koefisien determinasi yang berarti ada faktor lain yang mungkin masuk dalam penelitian ini.

REFERENSI

- Black, F, dan M. Scholes, 1974, The Effect of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns, *Journal of Financial Economics*, Vol. 1: 1-22.
- Bhattacharya, S., 1979, Imperfect Information, Dividend Policy, and the "Bird in the Hand Fallacy", *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, [spring]: 259-270.
- Black, F., 1976, The Dividend Puzzle, *Journal of Portfolio Management*, Winter, Vol.2: 72-77
- Bajaj, M., dan A.M. Vijh, 1990, Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Change, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26:193-219.

- Amihud, Y., dan K. Li, 2002, The Declining Information Content of Dividend Announcement and the Effect of Institutional Holding, *Working Paper*, Stern School of Business, New York University
- Allen, F., dan R. Michaely, 2002, Payout Policy, *Working Paper*, Code: 01-21 B, The Wharton Financial Institution Center.
- Dong, M., Robinson, C., Veld, C. (2005), "Why individual investors want dividends", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12 No.1, pp.121-58.
- Easterbrook, F.H., 1984, Two Agency Cost Explanation of Dividends, *American Economic Review*, Vol.74, [4]: 650-659.
- Fama, E.F., dan H. Babiak, 1968, Dividend Policy : An Empirical Analysis, *Journal of The American Statistical Association*, Vol. 63, [324]: 1132-1161.
- Grinstein, Y., dan R. Michaely, 2003, Institutional Holding and Payout Policy, *Working Paper*, Cornell University.
- Gaver, J.J., dan K.M. Gaver, 1993, Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.16: 125-160
- Han, K.C., S.H. Lee, dan D.Y. Suk, 1999, Institutional Shareholders and Dividends, *Journal of Financial and Strategic Decision*, Spring, Vol. 12: 53-62.
- Hartono, J., 1997, The Agency Cost Explanation for Dividend Payments: Empirical Evidence, *Working Paper*, Universitas Gadjah Mada.
- Jensen, M.C., dan W. H. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3: 305-360.
- Jones, C.P. 2000. *Investments: Analysis and Management*, (Sixth Edition). New York: John Wiley & Sons.
- Kaestner, R., dan F. Y. Liu, 1998, New Evidence on The Information Content of Dividend Announcement, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 38, [2]: 251-274.
- Kallapur, S., 1994, Dividend Payout Ratios as Determinants of Earning Response Coefficient, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17: 359-375.
- Lintner, J., 1956, Distribution of Incomes of Corporation among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *The American Economic Review*, Vol. 46, [2]: 97-113.
- Miller, M.H., dan K. Rock, 1985, Dividend Policy under Asymmetric Information, *Journal of Finance*, Vol. 40, [4]: 1031- 1051.
- Miller, M.H., dan F. Modigliani, 1961, Dividend Policy, Growth and the Valuation of Share, *Journal of Business*, Vol.34: 41 1-433.
- Meggison, W.L., 1997, *Corporate Finance Theory*, Addison Wesley.

- Phillips, J.F., 2003, The Dillema of Valuing not for Profit Hospitals: Is Free Cash Flow are the Answer?, *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 22: 347-374
- Ross, S., 1977. The Determinant of Financial Structure: The Incentive Signaling Approach. *Bell Journal of Economics*. Spring: 23-40.
- Weston, Freed and Thomas E Coopeland, 1996, *Manajemen Keuangan*, Erlangga, Jakarta
- Wilopo dan Sekar Mayangsari. 2002, *Pengaruh Struktur Kepemilikan, Perilaku Manajemen Laba, Free Cash Flow Hyphotesis dan Economic Value Added: Pendekatan Path Analysis*, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, Vol. 17, No. 4, hal 57-69
- Untung Wahyudi dan Hartini Prastyaning Pawestri. 2006, *Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan: Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening*, SNA IX, IAI, Padang, K-AKPM 17.
- Sutrisno, 2001., Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Dividend Payout Ratio. *TEMA*, Volume II, Nomor 1, Maret 2001.
- Short, H., H. Zhang dan K. Keasey, 2001, The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8: 105-122.
- Suharli, M., 2004. *Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen*. Tesis Magister Akuntansi (Tidak Dipublikasi kan). Jakarta
- Thomsen, S., 2004, Blockholder Ownership, Dividend and Firm Value on Continental Europe, *Working Paper*, Danish Social Science Research Council
- Smith, C.W., dan R.L. Watts, 1992, The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies, *Journal of Financial Economics*, Vol. 32: 263-292.
- Sudarma, M., 2004, Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Esktern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan [Studi pada Industri yang Go-Public di Bursa Efek Jakarta], *Disertasi*, Universitas Brawijaya [Unpublished].