

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pemegang saham melakukan investasi untuk mendapatkan keuntungan. Keuntungan tersebut bisa berasal dari dua sumber yaitu return saham dan dividen dari perusahaan. Return saham didapatkan dari perubahan harga saham atau *capital gain*. Dividen merupakan pembagian laba perusahaan kepada para pemegang saham berdasarkan banyaknya saham yang dimiliki oleh investor. Para manajer dapat membagikan dividen kepada pemegang saham dalam dividen tunai (*cash dividend*) maupun dalam bentuk dividen saham (*stock dividend*). Dividen kas merupakan pembagian dividen yang paling sering dipergunakan oleh manajer dan dividen saham merupakan laba perusahaan yang ditambahkan ke dalam modal saham yang dimiliki oleh pemegang saham.

Bagi para akademisi maupun manajer keuangan, isu sentral dalam kebijakan dividen terletak pada penentuan besarnya *dividend payout ratio* atau prosentase laba yang seharusnya dibagikan dalam bentuk dividen. Isu ini masih menjadi perdebatan baik pada tataran teoritis maupun empiris. Pada tataran empiris, isu sentral dalam penentuan *dividend payout* berkaitan dengan determinan atau faktor-faktor yang harus dipertimbangkan oleh para manajer ketika membuat kebijakan dividen. John Lintner (1956) dari Harvard University merupakan *financial economist* pertama yang meletakkan

kerangka atau model yang menjelaskan mengenai determinan kebijakan dividen. Bertolak dari hasil surveinya terhadap perusahaan publik di Amerika Serikat dan dengan mewawancarai para manajer keuangan yang mewakili masing-masing industri, Lintner menyimpulkan bahwa determinan kebijakan dividen yang terpenting adalah *past dividends* (besarnya dividen yang dibayarkan tahun sebelumnya) dan *current earning* (laba yang dihasilkan tahun ini). Dengan memperhatikan *past dividend* dan *current earning*, para manajer kemudian menetapkan *target dividend payout* yang dapat digunakan sebagai *benchmark* dan selanjutnya melakukan penyesuaian secara periodik untuk mencapai target tersebut.

Model kebijakan dividen yang dikembangkan oleh Lintner (1956) ini mempunyai ciri-ciri berikut. Pertama, kebijakan dividen bersifat *sticky* atau stabil. Manajer tidak akan dengan mudah meningkatkan *dividend payout* meskipun terjadi peningkatan laba yang signifikan sebab mereka juga harus mempertimbangkan kemungkinan bahwa laba di masa mendatang (*future earning*) mungkin saja tidak akan meningkat secara signifikan atau bahkan mengalami penurunan. Sebaliknya, manajer tidak akan dengan mudah menurunkan *dividend payout* meskipun terjadi penurunan laba karena hal itu dapat memberi signal negatif bagi pasar. Kedua, kebijakan dividen selalu dikaitkan dengan *long-term sustainable earnings*. Kemampun perusahaan untuk menghasilkan laba secara *sustainable* dalam jangka panjang merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan untuk menjaga stabilitas dan kontinuitas

pembagian dividen dalam jangka panjang. Ketiga, stabilitas dan kontinuitas pembayaran dividen mensyaratkan pembagian dividen hanya dilakukan oleh perusahaan-perusahaan yang sudah pada tahap kedewasaan (*mature*). Perusahaan-perusahaan yang baru berkembang akan kesulitan untuk mempertahankan stabilitas dan kontinuitas pembayaran dividen karena laba yang dihasilkan masih rendah dan resiko *future earning* yang relatif besar. Keempat, untuk mencapai *target dividend payout ratio* atau rasio dividen yang optimal maka penyesuaian-penyesuaian (*adjustments*) harus dilakukan secara “*smooth*”. *Smoothing dividend policy* ini dilakukan untuk mempertahankan stabilitas dan kontinuitas pembayaran dividen. Peningkatan atau penurunan *dividend payout* yang terlalu besar dapat mengganggu stabilitas karena resiko yang berkaitan dengan *future earnings*.

Di Indonesia, Baker dan Powel (2012) telah melakukan survei untuk mengetahui opini para manajer keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia mengenai determinan kebijakan dividen. Dengan menggunakan data dari 163 perusahaan dan mewawancarai 52 manajer, mereka menemukan bahwa stabilitas laba dan level dari *current earning* and *expected future earning* merupakan determinan utama yang digunakan oleh para manajer dalam menentukan kebijakan dividen. Di samping itu, mereka juga menemukan bahwa model kebijakan dividen yang diterapkan oleh para manajer di Indonesia secara umum tidak berbeda dengan model yang diterapkan oleh para manajer di Amerika Serikat dan Canada.

Dengan demikian tampaknya *smoothing dividend policy* yang dikembangkan oleh Lintner (1956) masih tetap dipraktekkan hingga saat ini meski dengan sedikit variasi. Karena itu Benartzi, dkk. (1997:1032) menyimpulkan bahwa “...*Lintner’s model of dividends remains the best description of the dividend setting process available*”.

Namun model empiris yang dikembangkan oleh Lintner (1956) itu secara teoritis mendapat sanggahan dari Modigliani dan Miller (1961). Menurut mereka, dengan asumsi *perfect market*, nilai perusahaan tidak ditentukan oleh bagaimana perusahaan membagikan laba kepada pemegang saham tetapi ditentukan oleh bagaimana perusahaan menghasilkan laba. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba hanya dipengaruhi oleh keputusan investasi (*asset in place*) dan peluang investasi (*investment opportunity*) yang dimiliki perusahaan, bukan ditentukan oleh kebijakan dividen maupun struktur modal. Implikasi dari teori ini adalah bahwa kebijakan dividen sesungguhnya tidak relevan sehingga teori ini kemudian sering disebut sebagai *irrelevance theory of dividend*.

Meskipun *irrelevance theory of dividend* tampaknya *reasonable* secara teoritis namun teori ini sulit dipraktekkan karena dalam realitas asumsi *perfect market* tidak akan pernah dijumpai. *Imperfect market* adalah realitas yang dihadapi oleh perusahaan karena adanya pajak, *asymmetry information*, ancaman terjadinya kebangkrutan, dan sebagainya. Karena itu, dalam realitas, sebagaimana dibuktikan oleh Ang dan Ciccone (2009) misalnya,

para manajer secara sadar membuat kebijakan dividen dengan sangat hati-hati karena mereka berkeyakinan bahwa kebijakan tersebut mempunyai efek yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Akibatnya muncul berbagai macam *relevance-theory of dividend* yang berusaha menjelaskan mengapa kebijakan dividen merupakan kebijakan yang relevan untuk dipertimbangkan oleh para manajer maupun investor. Teori-teori tersebut antara lain adalah *the bird in the hand*, *tax preference*, *signaling effect*, *clienteles effect*, dan *agency theory of dividend*. Bahkan belakangan ini muncul dua teori yang lebih mutakhir yaitu *life cycle theory of dividend* dan *catering theory of dividend*. Namun teori-teori tersebut seringkali bertentangan satu dengan yang lainnya sehingga rekomendasi yang ditawarkan pun saling bertentangan. Akibat munculnya teori-teori yang saling bertentangan ini maka Black (1976) mengatakan bahwa teori-teori dividen sesungguhnya masih merupakan sebuah puzzle yang belum terpecahkan, bahkan “*The harder we look at the dividends picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just do not fit together* (hal.8).”

Di tengah perdebatan teoritis yang masih terus berlangsung, Fama dan French (2001) menemukan sebuah fenomena menarik yang memberikan gambaran mengenai kecenderungan perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat dalam membayar dividen. Pada tahun 1973 terdapat 52,8% perusahaan yang membayar dividen. Proporsi tersebut kemudian meningkat menjadi 66,5% pada tahun 1978. Tetapi setelah itu muncul kecenderungan baru yaitu semakin sedikit

perusahaan yang membayar dividen. Pada tahun 1987 hanya 30,3% perusahaan yang membayar dividen. Bahkan pada tahun 1999, perusahaan yang membayar dividen turun menjadi 20,8% saja. Mengapa meuncul fenomena *dissappearing of dividends* ini?

Menurut Fama dan French (2001) terdapat 3 faktor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen yaitu *profitability*, *investment opportunity* dan *firm size*. Perusahaan yang membayar dividen adalah perusahaan besar dengan profitabilitas yang tinggi tetapi tidak memiliki peluang investasi. Sebaliknya perusahaan yang tidak membayar dividen adalah perusahaan kecil dengan profitabilitas rendah tetapi mempunyai peluang investasi yang tinggi. Karakteristik perusahaan yang terakhir inilah yang mendominasi perusahaan publik di AS sehingga jumlah perusahaan yang membagikan dividen pun semakin sedikit.

Temuan Fama dan French (2001) di atas tampaknya sejalan dengan *life cycle theory of dividend* yang dikemukakan oleh Muller (1972). Teori ini pada hakikatnya mengatakan bahwa kebijakan dividen seharusnya mengikuti pola *firm life cycle*. Pembayaran dividen seharusnya diinisiasi oleh perusahaan-perusahaan yang telah mencapai tahap kedewasaan (*mature*). Perusahaan yang berada pada tahap ini adalah perusahaan yang telah berkembang menjadi besar dan memiliki laba yang besar tetapi peluang investasinya sudah sangat terbatas. Akibatnya perusahaan seperti ini mempunyai *free cash flow* yang berlimpah. Melimpahnya *free cash flow* dapat menimbulkan *agency conflict*. Menurut Muller (1972), untuk

menghindari *agency conflict* maka *free cash flow* seharusnya dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.

Situasi yang berlawanan justru dialami oleh perusahaan kecil yang masih berada pada tahap awal (pertumbuhan) dalam siklus hidup perusahaan. Perusahaan kecil pada umumnya tidak mempunyai profit yang tinggi tetapi memiliki peluang investasi yang besar. Akibatnya perusahaan kecil tidak akan membayar dividen dan lebih suka menahan laba agar dapat digunakan sebagai salah satu sumber dana paling murah untuk merealisasikan peluang investasi yang masih terbuka lebar.

DeAngelo, dkk. (2006) kemudian melakukan elaborasi yang lebih komprehensif terhadap temuan Fama dan French (2001). Menurut DeAngelo, dkk. (2006), di samping *size*, *profitability*, dan *investment opportunity*, terdapat satu variabel lagi yang merupakan determinan *life cycle* yaitu *earned/contributed capital mix*. *Earned/contributed capital mix* adalah proporsi laba ditahan dibandingkan dengan total ekuitas (RE/TE) atau total asset (RE/TA). Rasio ini menunjukkan sampai sejauh mana tingkat ketergantungan perusahaan terhadap sumber dana internal (*retained earning*) dan sumber dana eksternal (*equity*). Perusahaan dengan rasio RE/TE (RE/TA) yang rendah adalah perusahaan yang berada pada tahap *capital infusion*, yaitu perusahaan yang masih sangat membutuhkan suntikan atau tambahan dana. Karena itu perusahaan yang masih berada pada tahap *capital infusion* cenderung tidak akan membayar dividen. Sebaliknya perusahaan dengan rasio RE/TE (RE/TA) yang

tinggi adalah perusahaan yang sudah berada pada tahap kedewasaan (*mature*) karena memiliki akumulasi laba yang tinggi sehingga perusahaan seperti ini menjadi lebih mandiri secara finansial (*self-financing*). Akibatnya perusahaan seperti ini akan cenderung membayar dividen.

Selanjutnya dengan menggunakan data perusahaan publik di Amerika Serikat yang termasuk dalam kategori *traded industrial* selama periode 1973-2002, DeAngelo, dkk. (2006) menemukan bahwa *earned/contributed capital mix* merupakan determinan yang paling penting dalam menentukan kebijakan dividen. Dengan demikian temuan mereka mendukung *life cycle theory of dividend*. Major dan Angback (2017) kemudian menggunakan model yang dikembangkan oleh DeAngelo, dkk. (2006) untuk menguji pola kebijakan dividen perusahaan-perusahaan di Swedia dengan sampel sebanyak 327 perusahaan selama periode 2004-2012. Hasil penelitian mereka secara umum terbukti mendukung *life cycle theory of dividend*.

Penelitian ini merupakan replikasi dari model yang dikembangkan oleh DeAngelo, dkk. (2006) dan Major dan Angback (2017). Secara lebih spesifik penelitian ini akan dilakukan pada industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk menguji apakah para manajer keuangan mengaplikasikan *life cycle theory of dividend* ketika mereka membuat kebijakan dividen. Penelitian ini menjadi semakin *urgent* dan relevan karena perbedaan kondisi ekonomi maupun budaya perusahaan Indonesia dengan

kondisi ekonomi dan budaya perusahaan di negara-negara mungkin saja dapat mempengaruhi pola kebijakan dividen yang berbeda.

1.2 Rumusan Masalah

Perumusan masalah yang diajukan berdasarkan latar belakang tersebut di atas adalah:

- Apakah determinan *life cycle theory of dividends* dapat menentukan kebijakan dividen di Indonesia?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian adalah sebagai berikut:

- Untuk mengetahui determinan *life cycle theory of dividends* dalam menentukan kebijakan dividen di Indonesia.

1.4 Manfaat Penelitian

1. Manfaat Akademik

Penelitian ini bermanfaat dalam memberi informasi atau pengetahuan untuk penelitian yang berkaitan dengan *Firm Life Cycle Theory of Dividends* terhadap kebijakan dividen di Indonesia.

2. Manfaat Praktik

Dengan mengetahui dan memahami *firm life cycle theory of dividends* terhadap kebijakan dividen di Indonesia, diharapkan dari penelitian ini dapat menjelaskan tentang

keputusan para manajer dalam menentukan kebijakan pembayaran dividen di Indonesia dilihat dari *firm life cycle theory of dividends*.

1.5 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan ini terdiri dari 5 bab, yaitu:

BAB 1 PENDAHULUAN

Bab ini menjelaskan latar belakang, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika penulisan.

BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini menjelaskan penelitian terdahulu, landasan teori yang berisi konsep teoritis yang relevan dengan perumusan masalah, pengembangan hipotesis, dan model analisis.

BAB 3 METODE PENELITIAN

Bab ini menguraikan tentang desain penelitian, identifikasi variabel dan definisi operasional, jenis data dan sumber data, alat dan metode pengumpulan data, populasi, sampel dan teknik pengambilan sampel, dan teknik analisis data.

BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini menjelaskan tentang karakteristik obyek penelitian, deskripsi data, analisis data, dan pembahasan dari setiap analisis yang dilakukan.

BAB 5 SIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Bab ini memaparkan simpulan dari hasil penelitian yang menjawab seluruh rumusan masalah atau menjawab hipotesis penelitian, keterbatasan penelitian dan saran yang berguna bagi banyak pihak.