

# Sustainabilitas Kebijakan Inisiasi Dividen pada Perusahaan-Perusahaan *Go-Public* di Indonesia

Bambang Sugeng  
Universitas Negeri Malang

**Abstract:** *This research aims at examining the influence of some variables i.e. current performance, after initiation performance, maturity, capital structure, and ownership structure, on sustainability of dividend initiation policy, and also the influence of sustainability of dividend initiation policy itself on its consequence variable i.e. stock performance. This research was conducted to sample firms consisting of 180 going public firms listed at Jakarta Stock Exchange and involving financial data which all belongs to kind of secondary data. Using Structural Equation Model (SEM) for data analysis and hypothesis testing, this research has found significant influence from after initiation performance, the only variable among four antecedent variables being examined, to sustainability of dividend initiation policy, and there is also found significant influence from sustainability of dividend initiation policy to its consequence variable i.e. stock performance. In a whole, findings of this research indicate that while signaling model of dividend is proven to be credible in explaining dividend initiation policy behavior among Indonesian going-public firms, agency cost model is not, particularly pertaining to monitoring rationale proposition (Easterbrook, 1984) and maturity proposition (Grullon, 2001). Finally, the existence of difference between finding of this research and those of ones conducted in advanced market context, basically provides supporting evidence on Frankfurter & Wood's argument stating that dividend policy is contextual in nature.*

**Keywords:** *Inisiasi Dividen, Sustainabilitas Dividen, Signaling Model, Agency Cost Model*

Kebijakan inisiasi dividen (*initiation dividend policy*) merupakan kebijakan yang terkait dengan keputusan manajer perusahaan untuk mengawali atau memulai melakukan pembayaran dividen reguler secara berkala (rutin). Inisiasi dividen merupakan pembayaran dividen pertama yang dilakukan oleh perusahaan setelah berstatus sebagai perusahaan *go-public*, sebagaimana disebutkan pula oleh Bullan, *et al.* (2003:10) "A dividend initiation is defined as the first cash dividend payment that a firm makes since its IPO." IPO (*initial public offering*) merupakan kegiatan penawaran saham perdana oleh perusahaan kepada publik yang sekaligus menandai berubahnya status perusahaan menjadi perusahaan *go-public*.

---

#### Alamat Korespondensi:

Bambang Sugeng, Jurusan Akuntansi–Fakultas Ekonomi  
Universitas Negeri Malang (HP: 081805018428)

Sharma (2001:3) menyatakan inisiasi dividen merupakan indikasi pertama yang bersifat publik tentang kesediaan manajer perusahaan untuk mendistribusikan kelebihan kas kepada para pemegang saham dibanding menginvestasikannya ke dalam proyek-proyek baru. Dhaliwal, *et al.* (2003:18) mengisyaratkan bahwa dengan melakukan inisiasi dividen reguler, manajer ingin menunjukkan komitmennya kepada pemegang saham untuk selanjutnya, secara konsisten melakukan pendistribusian kas dalam bentuk dividen reguler untuk waktu yang tak terbatas ke depan.

Bagi investor inisiasi dividen sangat penting artinya, karena dividen pertama (*initial dividend*) memberikan indikasi awal dan sekaligus ekspektasi awal terhadap perkembangan kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Atas dasar ini inisiasi dividen merupakan pemandu awal bagi investor yang menuntun keputusan mereka untuk melakukan investasi atau tidak terhadap perusahaan tertentu. Inisiasi dividen sekaligus juga memberikan harapan bagi investor

bahwa dividen yang diinisiasi oleh perusahaan bersifat *sustainable*/konsisten pada periode-periode selanjutnya.

Sehubungan dengan hal tersebut, kebijakan inisiasi dividen merupakan salah satu kebijakan strategik di bidang keuangan perusahaan yang sangat krusial, baik dari perspektif manajer maupun investor, walaupun diakui bahwa perhatian dari kalangan akademisi maupun peneliti terhadap permasalahan inisiasi dividen masih sangat terbatas. Studi-studi empiris tentang kebijakan inisiasi dividen tersebut diakui masih relatif sangat sedikit dan itupun masih terbatas pada setting pasar modal yang sudah maju terutama di Amerika (Caffrey & Hamil, 2000:536).

Sebagai salah satu kebijakan yang bersifat strategik, kebijakan inisiasi dividen merupakan poin penting yang menandai babak baru dalam perjalanan finansial perusahaan yang berimplikasi jangka panjang ke depan. Sekali perusahaan memutuskan untuk memulai membayarkan atau menginisiasi dividen periodik (reguler), maka ia dituntut mampu menjaga sustainabilitas (*sustainability*) atau konsistensi pembayaran dividen periodik yang sudah diawalinya tersebut. Sustainabilitas berarti terbayarnya dividen secara konsisten atau dipertahankannya *dividend payout* yang sudah ditetapkan sebelumnya agar terhindar dari penurunan atau bahkan penghentian pembayaran dividen dalam periode-periode berikutnya (Makna dari istilah *sustainabilitas* dan *konsistensi* dalam penelitian ini adalah sama).

Sebaliknya, inkonsistensi dalam pembayaran dividen reguler bisa merusak reputasi manajer di mata pemegang saham maupun calon investor. Sebagaimana disebutkan dalam Phillipatos & Sihler (1997: 211), Lintner (1986) menemukan bukti bahwa manajer berusaha menghindari penurunan atau penghentian pembayaran dividen (*dividend cut*) yang mengarah kepada inkonsistensi dividen karena para manajer menganggap hal tersebut bisa merusak reputasinya di mata pemegang saham. Sedangkan John & Williams (1995) menghasilkan temuan bahwa perusahaan membangun reputasinya melalui pembayaran dividen yang berulang/konsisten. Bagi investor dividen yang *sustainable*/konsisten merupakan kepentingan utamanya karena mereka memerlukan kepastian pendapatan atas investasinya ke dalam saham yang dimiliki.

Berdasarkan data yang ada sebagaimana terangkum dalam tabel berikut, diperoleh fakta yang menunjukkan kondisi objektif dari sustainabilitas kebijakan inisiasi dividen di lingkungan perusahaan *go-public* di Indonesia (sustainabilitas diukur menggunakan tingkat pertumbuhan dividen selama tiga tahun setelah inisiasi dividen dilakukan).

Tabel 1 menunjukkan bahwa sebagian besar yaitu, 111 dari 208 atau kurang lebih 53% dari perusahaan *go-public* di BEJ yang melakukan inisiasi dividen dalam rentang waktu yang dicakup dalam tabel tersebut, menunjukkan pertumbuhan dividen negatif pasca inisiasi dividen. Hal ini membuktikan

**Tabel 1. Pertumbuhan Dividen Pasca Inisiasi Dividen pada Perusahaan-perusahaan *Go-Public* di BEJ**

Periode Inisiasi	N	Jml. Perush. Berdas. Pertumbuhan dividen		Prosentase Pertumbuhan Negative
		Positif	Negatif	
1990	64	26	38	59
1991	54	26	28	52
1992	16	8	8	50
1993	16	9	7	44
1994	23	14	9	39
1995	21	9	12	57
1996	4	1	3	75
1999	6	2	4	67
2000	4	2	2	50
<b>Total</b>	<b>208</b>	<b>97</b>	<b>111</b>	<b>53</b>

Data diambil dan diolah dari Indonesian Stock Market Database (ISMD) - BEJ.

Periode 1997-1998 diabaikan karena periode ini merupakan periode krisis ekonomi.

bahwa sebagian besar dari mereka tidak mampu mempertahankan dividen payout pertama (initial dividend payout) yang telah ditetapkan sebelumnya. Dengan kata lain dividen pertama mereka tidak *sustainable* dan sekaligus menunjukkan bahwa kebijakan inisiasi dividen yang diambil oleh perusahaan pasca IPO tidak sepenuhnya kredibel. Kondisi ini jika tidak disikapi secara cermat terutama oleh investor akan menyedatkan keputusan investasi mereka khususnya pada saat menghadapi penawaran saham perdana melalui IPO yang dilakukan oleh perusahaan yang memutuskan *go-public*.

Penelitian ini dimaksudkan untuk menguji secara simultan variabel-variabel yang diduga mempengaruhi variabel sustainability kebijakan inisiasi dividen (*sustainability of dividend initiation policy*) yang terdiri dari variabel-variabel *current performance*, *after initiation performance*, *maturity*, *capital structure*, and *ownership structure*, dan sekaligus menguji variabel yang diduga menjadi konsekuensi dari variabel *sustainability of dividend initiation policy*, yaitu variabel *stock performance* di lingkungan perusahaan-perusahaan *go-public* di Indonesia.

## METODE

Populasi (*accessible population*) dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan *go-public* yang tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ), yang berjumlah kurang lebih 354 perusahaan (*Indonesian Capital Market Directory*, 2005). Adapun pengambilan sampel dalam penelitian ini dilakukan dengan teknik *purposive sampling* yang merupakan salah satu teknik *non random sampling*. Dengan teknik ini terlebih dahulu peneliti menetapkan beberapa kriteria agar perusahaan dalam populasi bisa diambil sebagai sampel penelitian.

Kriteria *pertama*, adalah perusahaan yang diambil sebagai sampel penelitian adalah perusahaan-perusahaan yang melakukan inisiasi dividen dalam rentang tahun 1990–2001, namun tidak termasuk mereka yang melakukan inisiasi dividen pada tahun 1995 s/d 1998, karena data dari periode ini terkait dengan periode terjadinya krisis ekonomi yang sangat tajam, yang dianggap oleh para ahli telah mengakibatkan kinerja perusahaan menjadi tidak normal. Penetapan rentang waktu ini terkait dengan

kebutuhan data tertentu, sebagai contoh, data dividen reguler untuk periode tiga tahun pasca inisiasi dividen yang diperlukan untuk menentukan tingkat sustainability inisiasi dividen. Untuk perusahaan yang melakukan inisiasi dividen pada tahun 2001 (tahun terakhir dalam rentang periode sampel) maka untuk data dividen reguler dalam periode tiga tahun pasca inisiasi dividen, diperoleh dalam rentang 2001–2004. Pada saat pengumpulan data dilakukan, data tahun 2004 merupakan data terkini yang tersedia secara publik terutama yang disediakan oleh BEJ. Kriteria *kedua*, adalah perusahaan yang akan dipilih harus memiliki data laporan keuangan secara konsisten selama periode yang diteliti. Kriteria ini diperlukan karena dalam praktiknya tidak semua perusahaan *go-public* menyajikan data laporan keuangannya secara konsisten tiap periode, sebagaimana diperlukan dalam penelitian ini. Atas dasar beberapa kriteria di atas diperoleh sampel sebanyak 180 perusahaan. Data yang diperlukan seluruhnya merupakan data sekunder berupa data laporan keuangan dan data pasar yang diperoleh dari beberapa dokumen terutama dokumen *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) dan *Indonesian Stock Market Database* (ISMD). Adapun jabaran variabel penelitian ke dalam indikator-indikatornya disajikan pada Tabel 2.

## HASIL

Berdasarkan pengujian terhadap model pengukuran sebagai salah satu komponen dari model analisis *Structural Equation Model* (SEM) diperoleh hasil bahwa semua indikator yang digunakan untuk mengukur variabel konstruk adalah signifikan kecuali indikator *capital expenditure* dan *investment opportunity* yang digunakan untuk mengukur variabel konstruk *maturity*. Atas dasar ini maka kedua indikator tersebut dikeluarkan dari model dan variabel *maturity* hanya diukur menggunakan indikator *firm size*. Di sisi lain, pengujian terhadap model struktural yang merepresentasikan hubungan kausal antar variabel konstruk yang diuji diperoleh hasil bahwa di antara keempat variabel anteseden yang diuji hanya variabel *after initiation performance* saja yang memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel *sustainability of dividend initiation policy*. Di samping itu, variabel *sustainability of dividend initiation policy* terbukti juga berpengaruh signifikan terhadap variabel

Tabel 2. Jabaran Variabel Penelitian

Variabel	Indikator (label)	Data
1. Current Performance	Return on Assets-Current (ROAC)	ROA on initiation
	Operating Return on Sales-current (ORSC)	Operating profit on initiation
2. After Initiation performance	Sales Growth (SG)	Sales revenue after initiation
	Return on Assets-Future (ROAF)	ROA after initiation
	Operating Return on Sales-Future (ORSF)	Operating profit after initiation
		Total sales after initiation
3. Maturity	Capital Expenditure (CE)	Capital expenditure
	Investment Opportunities (IO)	Book value of assets
		Book value of debts
4. Capital Structure		Market Value of equity
	Firm Size (FS)	Net total assets
	Leverage (LEV)	Leverage ratio
	Debt to Equity (DE)	Debt to equity ratio
5. Ownership Structure	Collateralizable Assets (CA)	Net total fixed assets
	Insider Ownership (IH)	Portion of management's ownership
	Institutional Ownership (INSTH)	Portion of institutional ownership
6. Sustainability of Initiation Dividend policy	Ownership Dispersion (DISP)	Number of outsiders' ownership
	Sustainability of Initial Dividend Payout (SUSDP)	Dividend payout ratio after initiation
	Sustainability of Initial Dividend Yield (SUSDY)	Dividend yield after initiation
7. Stock Performance	Sustainability of Initial Dividend per Share (SUSDPS)	Dividend per share after initiation
	Return (RETURN)	Average Daily return
	Risk (RISK)	Average Daily Systematic (beta) risk

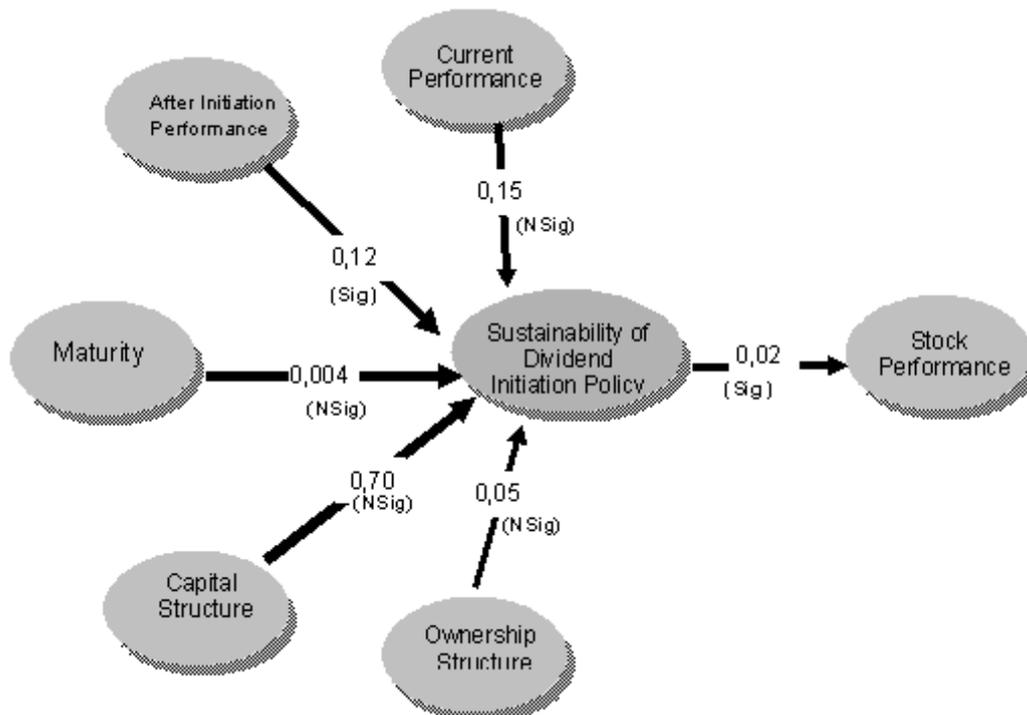
konsekuensinya, yaitu *stock performance*. Selengkapnya hasil pengujian terhadap model struktural tersebut disajikan pada Gambar 1.

## PEMBAHASAN

### Pengaruh *Current Performance* terhadap *Sustainability of Dividend Initiation Policy*

Variabel *Current Performance* merupakan variabel kinerja perusahaan sebagaimana diukur menggunakan indikator-indikator profitabilitas dalam periode berjalan atau periode ditetapkan kebijakan

inisiasi dividen (*Dividend Initiation Policy*). Hasil analisis telah menolak hipotesis tentang hubungan kedua variabel tersebut yang berarti bahwa tidak ada pengaruh signifikan dari variabel *current performance* terhadap *sustainability of dividend initiation policy*. Temuan ini menunjukkan tentang tidak adanya bukti bahwa perusahaan dengan kinerja yang lebih kuat dalam periode berjalan akan memiliki kemampuan yang lebih tinggi dalam mempertahankan besarnya dividen pertama (*initial dividend*) dalam periode-periode berikutnya dibanding perusahaan



**Gambar 1. Hasil Analisis Data Penelitian**

dengan kinerja yang lebih lemah sebagaimana diprediksi dalam *signaling model/theory*.

Temuan ini mengindikasikan bahwa kinerja perusahaan pada periode ditetapkan inisiasi dividen tidak bisa dijadikan sebagai indikator awal tentang kemampuan perusahaan mempertahankan dividen pertama dalam periode-periode selanjutnya. Temuan ini konsisten dengan penelitian terdahulu pada konteks yang sama yang menyatakan bahwa kebijakan inisiasi dividen di lingkungan perusahaan-perusahaan *go-public* di Indonesia tidak secara kredibel merepresentasikan kinerja perusahaan dalam periode berjalan (Sugeng, 2005). Mereka yang membayar dividen pertama lebih tinggi tidak serta merta memiliki kinerja pada periode berjalan yang lebih baik dibanding mereka yang membayarkan dividen pertama dengan *payout* yang lebih rendah. Temuan sebelumnya ini secara umum mengindikasikan tentang tidak adanya konsistensi dari perusahaan dalam penetapan kebijakan inisiasi dividennya berdasarkan kinerja perusahaan pada periode berjalan. Hal ini bertolak belakang dengan *signaling theory* yang pada dasarnya menyatakan bahwa besarnya dividen memberikan sinyal tentang kinerja perusahaan dan hal ini berarti kebijakan inisiasi dividen tidak kredibel merepresentasikan kinerja perusahaan periode berjalan.

Kebijakan inisiasi dividen yang tidak kredibel dari perspektif *signaling theory* tersebut bermakna bahwa perusahaan dengan kinerja yang lebih kuat tidak serta merta membayar dividen pertama yang lebih tinggi dibanding mereka dengan kinerja yang lebih lemah. Sebagian perusahaan dengan kinerja yang lemah berusaha membayar dividen pertama yang tinggi sebagaimana yang dibayarkan oleh perusahaan-perusahaan dengan kinerja yang lebih kuat. Walaupun tanpa didukung oleh basis kinerja yang memadai, manajer dari sebagian perusahaan sengaja memutuskan untuk menginisiasi dividennya dengan *payout* tertentu sebagai upaya melakukan tindakan yang sama (*mimicking*) dengan yang dilakukan oleh perusahaan yang memiliki basis kinerja yang lebih kuat.

Perilaku demikian telah diindikasikan dalam Sharma (2001) yang ia sebut sebagai perilaku *window dressing* yang secara khusus diartikan sebagai upaya manajer untuk menetapkan dividennya dengan meniru kebijakan dividen perusahaan lain yang lebih baik. Adapun tujuannya adalah untuk memperoleh kesan/penilaian dari pasar yang sama dengan yang diperoleh perusahaan-perusahaan dengan basis kinerja yang lebih baik. Tindakan demikian, dilakukan oleh manajer sebagai bagian dari upaya *positioning* saham perusahaan yang pada dasarnya baru memasuki

pasar. Bukti yang mengarah kepada kemungkinan adanya perilaku *window dressing* tersebut antara lain sebagaimana disebutkan pada bagian pendahuluan bahwa hampir seluruh atau 95% perusahaan *go-public* di Indonesia terbukti melakukan inisiasi dividen pada tahun pertama pasca IPO mereka. Sementara diyakini bahwa tidak semua perusahaan siap menginisiasi dividennya pada periode tersebut. Bukti ini mengindikasikan bahwa sebagian perusahaan terkesan memaksakan diri melakukan inisiasi dividen seperti yang dilakukan oleh perusahaan lain yang memang memiliki kesiapan untuk melakukannya.

Kemungkinan lain adalah para manajer terutama dari kelompok perusahaan dengan kinerja yang lemah (*inferior*) lebih bertumpu kepada ekspektasi kinerja perusahaan di masa mendatang (*after initiation performance*) yang *optimistic* daripada berbasis kepada kinerja perusahaan pada periode berjalan. Perilaku ini mengakibatkan dividen pertama bersifat terlalu besar dibayarkan (*overpaid*) relatif terhadap kinerja perusahaan dalam periode berjalan dan pada gilirannya kebijakan demikian menjadikan dividen pertama cenderung tidak mampu dipertahankan dalam periode-periode berikutnya atau tidak *sustainable*.

Kiranya beberapa pokok pikiran eksplanatif di atas diduga menyebabkan tidak adanya pengaruh signifikan dari variabel *current performance* terhadap variabel *sustainability of dividend initiation policy* sebagaimana dihipotesiskan sebelumnya. Temuan ini inkonsisten dengan argumen dari Sharma (2001) bahwa *current performance* perusahaan merupakan faktor yang memberikan kontribusi lebih penting kepada keputusan manajer menginisiasi dividen dibanding faktor harapannya terhadap prospek perusahaan. Di samping itu, temuan tersebut tidak sejalan dengan model Lintner (1956) dan temuan dari Baker, *et al.* (2001) dalam kasus kebijakan dividen reguler yang menyatakan bahwa dividen dipengaruhi oleh kinerja perusahaan pada periode berjalan.

Temuan dari pengujian hipotesis pertama ini beserta implikasinya merepresentasikan adanya sebagian keunikan dari perilaku kebijakan inisiasi dividen di lingkungan perusahaan-perusahaan *go-public* di Indonesia dibanding dengan mereka yang ada di dalam konteks pasar yang sudah maju dimana temuan-temuan sebelumnya dihasilkan dan darimana kerangka teori tentang kebijakan dividen dibangun.

## Pengaruh *After Initiation Performance* terhadap *Sustainability of Dividend*

### *Initiation Policy*

*After initiation performance* merupakan kinerja perusahaan sebagaimana diukur menggunakan indikator-indikator profitabilitas, dalam periode-periode setelah *inisiasi dividend* dan merepresentasikan prospek kinerja perusahaan. Hasil pengujian telah membuktikan adanya pengaruh signifikan dari variabel *prospective performance* terhadap *sustainability of dividend initiation policy*. Walaupun hasil pengujian terhadap hipotesis pertama yang menghubungkan *current performance* dengan *sustainability of dividend initiation policy* menghasilkan kesimpulan yang bertolak belakang dengan eksplanasi *signaling theory*, namun pengujian terhadap hipotesis kedua ini justru konsisten dengan prediksi *signaling model* yang menyatakan bahwa kebijakan dividen memberikan sinyal tentang prospek kinerja perusahaan.

Temuan ini menunjukkan tentang adanya bukti kuat bahwa perusahaan dengan prospek kinerja yang lebih baik dalam periode-periode pasca inisiasi dividen memiliki kemampuan yang lebih tinggi dalam mempertahankan dividen pertamanya dibanding perusahaan dengan prospek kinerja yang lebih lemah dalam periode-periode tersebut, dan sebaliknya. Selain itu, temuan tersebut konsisten dengan isyarat dari eksplanasi *signaling model* yang menunjukkan bahwa kenaikan dividen atau perusahaan yang mampu membayar dividen relatif lebih besar mengindikasikan mereka memiliki prospek kinerja yang lebih baik dibanding perusahaan yang sebaliknya. Argumen teoritik ini mengimplikasikan bahwa perusahaan dengan dividen pertama yang lebih tinggi diharapkan memiliki prospek kinerja yang lebih baik dan karenanya diharapkan memiliki peluang kemampuan yang lebih besar untuk bisa mempertahankan *payout* yang ditetapkan sebagai dividen pertama, dibanding perusahaan yang sebaliknya.

Temuan ini mengimplikasikan bahwa perusahaan yang memiliki prospek kinerja perusahaan yang baik cenderung mampu mempertahankan konsistensi dividennya, sebaliknya perusahaan dengan prospek kinerja yang lemah sangat rentan terhadap inkonsistensi pembayaran dividen. Secara umum bisa

dikatakan bahwa pada periode-periode pasca inisiasi dividen perusahaan lebih konsisten memformulasikan kebijakan dividennya berdasarkan pertimbangan kinerja perusahaan. Namun, hal ini tidak terlepas dari konsistensi dari sebagian besar perusahaan yang ketika menetapkan kebijakan inisiasi dividennya secara konsekuen mendasarkan pertimbangannya pada prospek kinerja perusahaan ke depan.

Jika perusahaan tidak konsisten mempertimbangkan kinerja perusahaan di masa yang akan datang dalam formulasi kebijakan dividen, maka perusahaan akan dihadapkan kepada risiko yaitu, ketidakmampuan perusahaan mempertahankan *dividend payout* sebelumnya karena menurunnya kinerja/ profitabilitas perusahaan di masa mendatang (Lintner, 1956). Penurunan dividen atau dividen yang tidak *sustainable* akan menghasilkan *negative information content* yang dianggap bisa merusak reputasi manajer di pasar atau di mata investor.

Adanya pengaruh dengan koefisien positif signifikan dari variabel *after initiation performance* terhadap variabel *sustainability of dividend initiation policy* sangat berarti terutama bagi investor dalam rangka melakukan prediksi terhadap konsistensi perusahaan dalam membayarkan dividen regulernya berdasarkan prospek kinerja perusahaan ke depan.

### **Pengaruh *Maturity* terhadap *Sustainability of Dividend Initiation Policy***

*Maturity* merupakan tingkat kedewasaan perusahaan yang merupakan salah satu tahapan dalam siklus hidup perusahaan. Semakin dewasa perusahaan umumnya ditandai dengan semakin kecilnya pengeluaran modal (*capital expenditure*), peluang investasi (*investment opportunity*), dan sebaliknya perusahaan yang masih berada pada tahap pertumbuhan yaitu tahapan sebelum tahap kedewasaan ditandai dengan besarnya peluang investasi dan pengeluaran modal dalam rangka merealisasikan peluang investasi yang dimiliki. Variabel *maturity* dalam penelitian ini adalah tingkat kedewasaan perusahaan pada periode inisiasi dividen. Hipotesis ketiga yang diuji dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa variabel *maturity* berpengaruh negatif terhadap *sustainability of dividend initiation policy* dideduksi dari *maturity proposition* yang dikemukakan oleh Grullon, *et al.* (2002) sebagai eksplanasi alternatif

terhadap *signaling model*. Rasional yang mendasari hipotesis tersebut adalah bahwa perusahaan yang telah dewasa cenderung membayar dividen pertama yang lebih tinggi, di sisi lain perusahaan yang dewasa cenderung menghadapi penurunan kinerja sehingga memperbesar kemungkinan kelompok perusahaan tersebut tidak mampu mempertahankan sustainabilitas pembayaran dividennya.

Berdasarkan hasil analisis, hipotesis ketiga ini ditolak sehingga tidak ada bukti kuat bahwa variabel *maturity* berpengaruh terhadap *sustainability of dividend initiation policy* dan sekaligus juga mengindikasikan bahwa perusahaan dengan tingkat kedewasaan yang masih rendah pada saat menginisiasi dividennya tidak serta merta menunjukkan kemampuan yang lebih tinggi dalam mempertahankan kebijakan inisiasi dividennya dibanding perusahaan dengan tingkat kedewasaan yang tinggi. Perusahaan yang sudah dewasa biasanya dalam jangka waktu tertentu memiliki trend kinerja yang bersifat konstan (*level off*) sehingga arus kas yang dihasilkan juga relatif stabil dibanding perusahaan yang masih dalam fase pertumbuhan. Oleh karena itu, bagi sebagian perusahaan yang memiliki karakteristik ini sangat memungkinkan mereka mampu mempertahankan besarnya dividen pertamanya sampai dengan periode di mana mereka menghadapi fase penurunan (*declining*) yang ditandai dengan menurunnya arus kas yang dihasilkan.

Sebaliknya kelompok perusahaan dengan tingkat kedewasaan yang rendah atau masih berada pada fase pertumbuhan yang diharapkan memiliki kemampuan yang lebih besar dalam mempertahankan kebijakan inisiasi dividennya, dimungkinkan masih mengkonsentrasikan arus kas yang dihasilkan untuk membiayai peluang-peluang investasinya khususnya dalam periode-periode yang diteliti. Hal ini menyebabkan kelompok perusahaan ini pada umumnya gagal mempertahankan kebijakan inisiasi dividennya. Fenomena demikian, tampaknya agak kuat sebagaimana dibuktikan dengan dihasilkannya koefisien positif dari variabel *maturity* walaupun tidak signifikan dan sekaligus diduga telah memberikan kontribusi terhadap tidak adanya bukti yang kuat tentang hubungan sistematis antara variabel *maturity* dengan variabel *sustainability of dividend initiation policy* sebagaimana dihipotesiskan.

Secara keseluruhan hasil pengujian hipotesis ketiga ini mengindikasikan bahwa dalam konteks perusahaan *go-public* di Indonesia, *maturity proposition* tidak bisa memberikan sarana prediksi yang akurat terhadap perilaku perusahaan terkait dengan sustainabilitas kebijakan inisiasi dividennya.

### **Pengaruh *Capital Structure* terhadap *Dividend Initiation Policy***

*Capital Structure* merupakan variabel yang merepresentasikan berapa besar porsi modal perusahaan yang dipenuhi dari sumber utang. Hipotesis yang menghubungkan kedua variabel tersebut yang menyatakan adanya pengaruh negatif dari *capital structure* terhadap *sustainability of dividend initiation policy* ini dikembangkan berdasarkan eksplanasi dari *agency cost model*, khususnya yang diargumentasikan dalam proposisi *monitoring mechanism* dari Easterbrook (1984), Rozeff (1992), Taranto (2002), dan Noronha (1996) yang juga didukung oleh temuan dari Baker, *et al.* (2001), Sharma (2001), dan Jain, *et al.* (2003).

Argumen tersebut secara ringkas menyatakan semakin besar ketergantungan perusahaan terhadap dana eksternal seperti *long-term debt* semakin intensif pengawasan oleh penyedia dana eksternal tersebut (kreditur) terhadap kinerja manajemen sehingga memperkecil potensi *agency problem* antara manajemen dengan pemegang saham. Dengan semakin kecilnya *agency problem* tersebut maka ketergantungan perusahaan kepada dividen sebagai sarana monitoring menjadi semakin kecil.

Argumen lain yang mengarah kepada hubungan negatif kedua variabel adalah bahwa pembayaran dividen yang tinggi akan memperbesar beban tetap perusahaan sehingga menyebabkan utang lebih berisiko dan karenanya akan menurunkan nilai dari utang tersebut (Taranto, 2002 dan Noronha, 1996). Untuk melindungi dirinya kreditur akan membuat perjanjian utang (*debt covenant*) yang berisi pembatasan-pembatasan terhadap manajemen termasuk pembatasan kebijakan atas dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Perilaku monitoring sebagaimana diargumentasikan di atas pada gilirannya akan memperkecil sustainabilitas dividen.

Pengujian terhadap hipotesis di atas menghasilkan bukti tentang tidak adanya pengaruh signifikan dari

*capital structure* terhadap *sustainability of dividend initiation policy*. Temuan ini menunjukkan tidak adanya bukti yang cukup bahwa perusahaan dengan porsi utang yang lebih besar dalam struktur modal mereka akan memiliki kemampuan yang lebih kecil dalam mempertahankan kebijakan inisiasi dividennya dibanding perusahaan yang sebaliknya. Dengan demikian, prediksi yang didasarkan atas logika teori yang dikemukakan dalam pengembangan hipotesis terutama dari Easterbrook (1984), Rozeff (1992), Taranto (2002), dan Noronha (1996) di atas adalah tidak terbukti.

Tidak terbuktinya hubungan sistematis antara kedua variabel di atas mengindikasikan bahwa kebijakan dividen di lingkungan perusahaan *go-public* di Indonesia tidak mengikuti pola *monitoring mechanism of dividend*, sehingga kebijakan dividen tidak terkait dengan kepentingan pihak kreditor. Hal ini dimungkinkan terkait dengan perilaku para kreditor yang lebih mengutamakan aspek agunan berupa harta tetap perusahaan yang disebut dengan *collateralizable assets* daripada bentuk-bentuk pengawasan/monitoring dalam rangka mengamankan dana yang ditanamkan ke dalam perusahaan. Mollah, *et al.* (2000) berargumen bahwa perusahaan dengan *collateralizable assets* yang tinggi memiliki *agency problem* yang kecil antara manajemen dengan pihak kreditor, karena dengan *collateralizable assets* yang tinggi mereka lebih terjamin dan tidak perlu pembatasan yang lebih ketat terhadap kebijakan dividen perusahaan. Ada kesan bahwa agunan terutama berupa harta benda tak bergerak merupakan segalanya dari kreditor dalam melindungi dirinya dari risiko. Hal ini sepiantas memang terkesan rasional dari perspektif kreditor karena cara tersebut dianggap paling praktis, murah, dan aman.

Dengan adanya gejala perilaku kreditor seperti di atas, yang pada intinya menunjukkan bahwa ketika kreditor sudah memperoleh jaminan berupa *collateralizable asset* dalam bentuk *fixed assets*, maka ia menganggap tidak perlu lagi secara intensif melakukan pembatasan-pembatasan dalam rangka monitoring perilaku manajemen, maka besarnya dana utang dalam struktur modal perusahaan tidak menyebabkan adanya pembatasan terhadap dividen sebagaimana diprediksi oleh teori dari *agency cost model*. Penjelasan ini memberikan klarifikasi tentang tidak adanya

pola hubungan yang sistematis antara kebijakan dividen perusahaan, termasuk di dalamnya kebijakan yang terkait dengan sustainabilitas kebijakan inisiasi dividen, dengan struktur modal perusahaan, sebagaimana dibuktikan dalam penelitian ini.

### **Pengaruh *Ownership Structure* terhadap *Sustainability of Dividend Initiation Policy***

*Ownership structure* merupakan struktur kepemilikan saham perusahaan yang dilihat dari *indikator insider's holding (managerial holding)*, *institutional holding*, dan *dispersion of outsider's holding*. Hipotesis tentang hubungan kedua variabel ini menyatakan bahwa variabel *ownership structure* berpengaruh negatif terhadap *sustainability of dividend initiation policy*. Hipotesis ini dikembangkan berdasarkan logika teori dari *agency cost model* (Jehnsen & Meckling, 1976), khususnya yang berasal dari argumen *monitoring mechanism* dari Easterbrook (1984) dan bukti empiris yang dihasilkan oleh Rozeff (1992), Jehnsen, *et al.* (1992), Alli, *et al.* (1993), dan Mollah, *et al.* (2000). Argumen *monitoring mechanism* menyatakan bahwa efektivitas dividen sebagai sarana monitoring bergantung kepada sarana-sarana monitoring lainnya seperti struktur kepemilikan. Perusahaan dengan *insider's holding* dan *institutional holding* yang tinggi memiliki kemampuan untuk menekan *agency problem* sehingga ketergantungan perusahaan kepada dividen sebagai sarana monitoring dalam rangka memperkecil *agency problem* menjadi semakin kecil.

Hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa tidak ada pengaruh signifikan dari *ownership structure* terhadap *dividend initiation policy*. Bukti ini memberikan indikasi bahwa perusahaan dengan struktur kepemilikan dengan porsi *insider's holding* dan *institutional holding* yang lebih tinggi tidak terbukti secara meyakinkan berdampak kepada lebih kecilnya kemampuan perusahaan dalam mempertahankan kebijakan inisiasi dividennya, sesuai dengan argumen dari *agency cost model*, dan sebaliknya. Dimungkinkan temuan ini terkait dengan karakteristik unik dari struktur kepemilikan dari perusahaan-perusahaan publik di Indonesia.

Karakteristik unik tersebut terutama terkait dengan dua hal. *Pertama*, *outsider's holding* sebagian besar didominasi oleh *institutional holding* yang

dalam kenyataannya terdiri dari perusahaan-perusahaan *holding company* yang saling berafiliasi bahkan para pemegang saham dari perusahaan-perusahaan *holding company* tersebut masih memiliki hubungan keluarga bahkan dengan pihak manajemen perusahaan (Sudarma, 2004). Berdasarkan data yang diolah sendiri oleh peneliti menunjukkan rata-rata kepemilikan saham perusahaan oleh pihak luar (*outsiders*) yaitu oleh lembaga (*institutional holding*) adalah 57,63% dan perusahaan dengan porsi *institutional holding* tertinggi mencapai 96,67%. Porsi kepemilikan saham oleh pihak luar dari unsur publik relatif sangat kecil, yaitu rata-rata hanya 20% sehingga unsur kepemilikan publik ini praktis dianggap tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan manajemen.

Dengan struktur kepemilikan oleh pihak luar perusahaan yang demikian, menunjukkan bahwa mayoritas kepemilikan luar didominasi oleh pihak-pihak yang tidak independen (berafiliasi satu sama lain). Akibat dari fenomena ini, institusi (perusahaan/ lembaga) pemegang saham yang merefleksikan pemegang saham luar, tidak memiliki arti yang signifikan, dalam arti walaupun mereka sangat dominan namun karena mereka tidak independen satu sama lain termasuk dengan manajemen, maka pada hakikatnya mereka *satu*. Keadaan ini menyebabkan potensi *agency problem* antara pihak manajemen dengan pemegang saham menjadi tidak signifikan sehingga mekanisme monitoring sebagaimana diargumentasikan oleh Easterbrook (1984) tidak berjalan sebagaimana mestinya, yang pada gilirannya menyebabkan struktur kepemilikan, dari sisi *agency cost model*, tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Atas dasar arumen tersebut maka upaya manajemen untuk mempertahankan kebijakan inisiasi dividen menjadi tidak penting dengan struktur kepemilikan seperti digambarkan di atas. Fenomena ini termasuk salah satu keunikan dari perilaku perusahaan-perusahaan *go-public* di Indonesia terkait dengan kebijakan dividennya.

### **Pengaruh *Sustainability of Dividend Initiation Policy* terhadap *Stock Performance***

Variabel *Stock Performance* yang dimaksudkan di sini adalah kinerja saham perusahaan dalam jangka panjang yang diukur menggunakan indikator *return* dan *systematic risk*. Hipotesis yang diuji terkait

dengan variabel tersebut menyatakan bahwa *sustainability of dividend initiation policy* berpengaruh positif terhadap *stock performance*. Hipotesis ini dikembangkan berdasarkan argumen *signaling model*. Berdasarkan model ini diprediksikan bahwa manajer akan bersedia membayar dividen pertama lebih tinggi jika mereka meyakini prospek kinerja perusahaan ke depan lebih baik dengan peluang pertumbuhan yang lebih tinggi dibanding perusahaan dengan dividen pertama yang lebih rendah. Hal ini dimaksudkan oleh manajer bahwa dengan prospek kinerja yang baik diharapkan perusahaan mampu mempertahankan pembayaran dividennya ke depan.

Jika perusahaan tidak konsisten mempertimbangkan prospek kinerja ke depan, perusahaan akan dihadapkan kepada risiko ketidakmampuan mempertahankan *dividend payout* sebelumnya karena menurunnya kinerja/ profitabilitas perusahaan di masa mendatang (Lintner, 1956). Penurunan dividen atau dividen yang tidak *sustainable* akan menghasilkan *negative information content* yang dianggap bisa merusak reputasi manajer di mata investor. Pentingnya *sustainability* atau konsistensi dividen ini selain digambarkan dalam *smoothing theory of dividend* dari Lintner (1956), juga diargumentasikan oleh Schall & Haley (1980), di dalam konteks *signaling effect* mereka menyatakan sebagai berikut.

*A cut in dividend implies poor earning expectations and a dividend increase implies management's optimism about earning. On the other hand, a company with an erratic dividend policy is, in effect, not providing such information, thereby increasing the risk of the shares. Stable (sustainable) dividends that are based on long-run earning power of the company therefor reduce riskiness and consequently increase the value of the shares to investors.*

Atas dasar ini pasar akan memberikan apresiasi terhadap saham perusahaan yang mampu menjaga *sustainability* dividennya sehingga akan berdampak kepada naiknya *return* saham tersebut.

Hasil pengujian menunjukkan bahwa hipotesis yang menyatakan terdapat pengaruh positif signifikan dari variabel *sustainability of dividend initiation policy* terhadap *stock performance* ini terbukti kebenarannya. Temuan ini membuktikan bahwa pasar dalam jangka panjang cukup memberikan respon yang

konsisten terhadap kebijakan perusahaan yang mampu menjaga *sustainability* dividen pertamanya. Perusahaan dengan tingkat *sustainability* dividen pertama yang tinggi akan memberi dampak kepada kinerja saham perusahaan yang lebih positif dibanding perusahaan dengan tingkat *sustainability* dividen yang lebih rendah. Dengan terbuktinya kebenaran hipotesis tersebut maka seluruh argumen teoritik yang mendasari perumusan hipotesis tersebut sebagaimana disebutkan di atas bisa diterima secara empiris.

## KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

Penelitian ini telah membuktikan bahwa semua hubungan antar variabel dalam model yang dikembangkan berdasarkan *agency cost model/ theory* terbukti tidak signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa penjelasan dari perspektif argumen-argumen dalam *agency cost model* terhadap model *sustainability of dividend initiation policy* di Indonesia tidak cukup relevan. Dari sisi struktur modal (*capital structure*), perilaku para kreditur yang diduga lebih bersandar kepada *collateralizable assets* (agunan berupa kekayaan) dalam mengamankan dananya yang ditanamkan ke dalam perusahaan dibanding melakukan upaya *monitoring* terhadap manajemen, dimungkinkan menjadi *contributing factor* terhadap ketiadaan hubungan yang signifikan antara variabel *capital structure* dengan variabel *sustainability of dividend initiation policy*. Demikian pula, dari sisi struktur kepemilikan (*ownership structure*), yang umumnya dikuasai oleh *institutional holder* dalam bentuk *family holding companies* di mana tim manajemen perusahaan juga berada di dalamnya, diduga menjadi penyebab ketiadaan hubungan signifikan antara variabel *ownership structure* dengan *sustainability of dividend initiation policy* sebagaimana yang diprediksikan oleh teori yang ada. Kedua hal tersebut merepresentasikan keunikan dari konteks pasar modal di Indonesia yang mewarnai perilaku unik dari para manajer perusahaan dalam pengambilan kebijakan dividennya.

Sebaliknya, argumen-argumen teoritik dari perspektif *signaling model* dianggap cukup relevan menjelaskan perilaku *sustainability of dividend initiation policy* di perusahaan-perusahaan *go-public*

di Indonesia. Hubungan positif signifikan antara variabel-variabel *signaling model* khususnya variabel *after initiation performance* dan variabel *stock performance* dengan variabel *sustainability of dividend initiation policy*.

Atas dasar temuan tersebut disimpulkan bahwa teori-teori fundamental tentang kebijakan dividen perusahaan yang selama ini banyak dibangun berdasarkan konteks pasar yang sudah maju (*advanced market*, seperti di Amerika) terbukti tidak sepenuhnya berlaku dalam menjelaskan perilaku para manajer perusahaan-perusahaan *go-public* di Indonesia dalam menetapkan kebijakan dividennya. Perbedaan yang cukup fundamental di antara dua konteks pasar, *advanced market* dan *emerging market*, seperti di Indonesia diduga memberikan kontribusi terhadap kesimpulan temuan penelitian ini.

Adanya inkonsistensi dari temuan-temuan empirik yang menguji model-model teoritik kebijakan dividen, sebagaimana juga dilakukan dalam penelitian ini, hendaknya tidak disikapi sebagai suatu kontroversi sebagaimana mengemuka dalam literatur-literatur manajemen keuangan yang ada. Inkonsistensi temuan yang ada sebenarnya lebih banyak disebabkan oleh adanya perbedaan atribut-atribut pembentuk konteks (*setting*) di mana penelitian tersebut dilakukan, seperti yang juga dibuktikan dalam penelitian ini. Inkonsistensi temuan sebaiknya disikapi sebagai perbendaharaan yang memperkaya khasana eksplanasi dari perilaku kebijakan dividen yang lebih banyak dipengaruhi oleh unsur konteks. Sebagaimana diargumentasikan oleh Frankfurter & Wood (1997), bahwa tidak ada satu model kebijakan dividen yang berlaku untuk semua konteks.

## Saran

Yang perlu diajukan adalah perlu dicoba untuk melakukan penelitian dikotomis (komparatif) terhadap permasalahan yang sama guna memperoleh gambaran lebih global tentang permasalahan tersebut. Penelitian yang dimaksud misalnya dengan melakukan komparasi kinerja perusahaan antara periode-periode sebelum dan periode-periode sesudah inisiasi dividen; komparasi kinerja antara perusahaan-perusahaan yang membayar dividen pertama tinggi dan perusahaan-perusahaan yang membayar dividen pertama lebih rendah. Ke depan juga perlu dicoba

(jika data yang tersedia sudah memungkinkan) untuk mengkomparasikan kinerja perusahaan antara perusahaan-perusahaan yang melakukan inisiasi dividen pada tahun pertama pasca IPO (*Initial Public Offering*) dengan perusahaan-perusahaan yang melakukan inisiasi dividen bukan pada tahun pertama pasca IPO.

## DAFTAR RUJUKAN

- Alli, Aigbe, dan Jeff Madura. 1996. Dividend Policy and Corporate Performance, *Journal of Business Finance and Accounting* 23, 1267–1287.
- Baker, H. Kent; E. Theodore Veit, dan Gary E. Powell. 2001. Factors Influencing Dividend Policy Decisions of Nasdaq Firms, *The Financial Review* 38: 19–38.
- Baker, H. Kent; Gary E. Powel, dan Theodore Veit. 2002. Revisiting the Dividend. Puzzle. Do All of the Pieces Now Fit? *Review of Financial Economics* 11:241–261.
- Caffrey, dan P. Hamill. 2000. Dividend Announcements Effects in Initial Public Offerings, *Applied Financial Economics* 10, (5): 533–542.
- Dhaliwal, Dan; Oliver Zhen Li, dan Robert Trezevant. 2003. Test of the Influence of a Firm's Post-IPO Age on the Decisions to Initiate a Cash Dividend, *Journal of Economics and Literature* 20, Summer: 55–87.
- Easterbrook, F. 1984. Two Agency Cost Explanations of Dividend, *American Economic Review*, 74:650–659.
- Frankfurter, George, M., dan Bob G. Wood. 1994. Dividend Policy Theories and Their Empirical Tests, *Journal of Financial Education* 23:16–32.
- Grullon, G., Rony, M., dan Bhaskaran, S. 2002. Dividend Change as a Sign of Firm Maturity, *Journal of Business* 73: 387–424.
- Jain, Bharat, A., Chander, S., dan Violet, T. 2003. Determinants of Dividend Initiation by IPO Issuing Firm, *Journal of Banking and Finance* 23:1–31.
- Jehsen, Michael C. 1986. Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *AEA Papers and Proceedings* 2, May (76):323–335.
- Lintner, J. 1956. Optimal Dividend and Corporate Growth under Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 78:49–95.
- Miller, Merton, H., dan Franco, M. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *Journal of Business* 34, October: 392–414.
- Mollah, A. Sabur, Kevin, K., dan Helen, S. 2000. The Influence of Agency Cost on Dividend Policy in Emerging

- Market: Evidence from the Dhaka Stock Exchange, *The Financial Review*, November: 523–547.
- Noronha, Gregory, M., Dilip, K. Shome, dan George, E.M. 1996. The Monitoring Rationale for Dividends and the Interaction of Capital structure and Dividend Decisions, *Journal of Banking and Finance* 20:439–454.
- Rozeff, M. 1992. *How Companies Set Their Dividend Payout Ratio*. Di Dalam Stern, J.M. dan Chew, D.H. *The Revolution in Corporate Finance*. Blackwell Publishers. Oxford.
- Schall, L.D., dan Charles W.H. 1980. *Introduction to Financial Management*, Fifth Edition. McGraw-Hill Book Compaby. New York.
- Sharma, S. 2001. Do Dividend Initiation Signal Prosperity? *Journal of Finance* 51:1–36.
- Sudarma, Made. 2004. *Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Faktor Intern dan Faktor Ekstern terhadap Struktur Modal dan Nilai Perusahaan*. Disertasi tidak dipublikasikan. Program Pasca Sarjana–Universitas Brawijaya. Malang.
- Taranto, M.A. 2002. Capital Structure and Market Reaction to Dividend Initiation, *Journal of Financial Economics* 5: 187–192.