

EFEK INFORMASI ASIMETRI TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN

Hadri Kusuma

Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia

E-mail: hkusuma@fe.uii.ac.id

Abstract

This research examines the influence of asymmetric information on dividend policy using an alternative explanation of pecking order theory for a sample of manufacturing firms listed on the Jakarta Stock Exchange between 2000 and 2004. The result of the tests indicates that dividends are negatively related to the level of asymmetric information. This finding is consistent with the theory of pecking order but does not provide a support for the signaling theory.

Keywords: *asymmetric information, dividend, signaling theory, pecking order theory*

PENDAHULUAN

Investor dan publik pada umumnya mengetahui sedikit bagaimana suatu perusahaan menetapkan kebijakan dividennya walaupun sudah begitu banyak penelitian mengenai hal ini. Dalam literatur manajemen keuangan, teori agensi bisa digunakan untuk menjelaskan *dividend puzzle* tersebut. Menurut teori agensi, jika laba (*profit*) tidak dibagikan kepada pemegang saham, laba tersebut mungkin akan dialokasikan pada proyek-proyek yang kurang menguntungkan (*unprofitable projects*) sehingga menguntungkan manajemen perusahaan atau mungkin digunakan untuk keperluan personal. Dengan kata lain pemegang saham lebih menyukai dividen dari pada laba yang ditahan (*retained earnings*). Akan tetapi menurut Lintner (1956), perusahaan-perusahaan secara umum mengikuti proses yang adaptif dalam kebijaksanaan dividennya. Pihak perusahaan cenderung tidak menurunkan jumlah dividen yang dibayarkan. Bahkan mereka cenderung masih mendistribusikan dividen seperti pada periode-periode sebelumnya walaupun perusahaan tersebut mengalami penurunan laba

bersih. Di samping itu pihak perusahaan cenderung meningkatkan dividen bila yakin terjadi peningkatan yang permanen atas laba bersihnya. Hasil-hasil penelitian sebelumnya juga mendukung kebijakan dividen stabil seperti temuan Lintner tersebut misalnya Lasfer (1996); Denter dan Warther (1998) dan Aivazian *et al.* (2001).

Sejumlah literature empiris keuangan juga menunjukkan bahwa harga saham merespon pengumuman perubahan dividen (*unexpected dividend changes*). Secara umum hasil penelitian tersebut menunjukkan rata-rata harga saham akan bereaksi positif (negatif) atas pengumuman kenaikan (penurunan) dividen. Bhattacharya (1979) dan Miller dan Rock (1985) misalnya mengembangkan model-model yang memiliki muatan informasi mengenai prospek laba perusahaan masa mendatang. Hasil penelitian mereka menunjukkan dividen yang tinggi berasosiasi dengan dengan laba sekarang dan masa datang yang tinggi pula. Ini berarti terdapat hubungan yang positif antara harga saham dengan arah perubahan dividen. Model mereka juga memprediksikan bahwa besarnya respon harga saham

merupakan fungsi positif dari besarnya perubahan dividen. Hasil penelitian dan model ini didukung juga oleh hasil penelitian yang dilakukan oleh Aharony dan Swamy (1980) dan Asquith dan Mullins (1983). Akan tetapi bukti yang diberikan oleh DeAngelo *et al.* (1996) dan Benartzi *et al.* 1997 menunjukkan bahwa perubahan dividen sekarang tidak bisa digunakan untuk memprediksi laba (*earnings*) masa mendatang.

Paper ini melaporkan hasil penelitian mengenai kebijakan dividen dengan menggunakan penjelas atau faktor alternatif, yaitu asimetri informasi. Penjelasan alternatif tersebut didasarkan pada teori *pecking order* (Myers, 1984; Myers dan Majluf, 1984). Teori ini memiliki implikasi terhadap kebijaksanaan dividen yang sering diabaikan dalam literatur kebijakan dividen. Menurut Myers dan Majluf, bila terjadi asimetri informasi antara perusahaan dengan para investor luar, pihak perusahaan mungkin akan melakukan *underinvestment* dengan menggunakan *slack* (memupuk cadangan keuntungan sebesar-besarnya). Myers dan Majluf juga mengatakan bahwa suatu perusahaan dapat memperbanyak *slack* melalui melalui retensi (*retention*) sehingga dividen menjadi lebih rendah. Oleh karena itu kebijakan dividen dapat digunakan untuk mengendalikan masalah *underinvestment* sebagai akibat asimetri informasi.

Penelitian ini memfokuskan pengujian efek informasi asimetri terhadap perubahan dividen. Pendekatan ini memberikan bukti langsung dalam mengkaji hubungan antara asimetri informasi dengan perubahan dividen. Pendekatan ini berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang menggunakan reaksi harga saham terhadap pengumuman perubahan dividen dalam menjelaskan fenomena dividen dan karenanya tidak memberikan bukti langsung mengenai hubungan antara perubahan dividen dengan faktor-faktor penjelasnya.

Berikutnya penulis membahas dua teori yang mendasari efek dari asimetri informasi pada kebijakan dividen dan menghasilkan hipotesa teruji yang terkait. Penulis juga mengidentifikasi beberapa variabel kontrol yang dipakai dalam mengestimasi model empiris. Kemudian penulis mengusulkan suatu model empiris sederhana dari kebijakan dividen yang diikuti dengan diskusi atas metodologi dan ukuran yang digunakan untuk variabel terikat. Bagian akhir membahas hasil pengujian dan implikasinya serta diakhiri dengan simpulan dan saran penelitian lanjutan.

KAJIAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Asimetri Informasi dan Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen (*dividend policy*) sampai saat ini masih merupakan teka-teki (*puzzle*) yang diperdebatkan. Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan untuk membagikan laba atau menahannya untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan. Sebagai contoh, kebijakan dividen yang stabil menyebabkan adanya keharusan bagi perusahaan untuk menyediakan sejumlah dana guna membayar jumlah dividen yang tetap tersebut. Rasio pembayaran dividen menentukan jumlah laba dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Apabila laba perusahaan yang ditahan dalam jumlah besar, berarti laba yang akan dibayarkan sebagai dividen menjadi lebih kecil.

Dalam literatur manajemen keuangan, dua teori yang sering digunakan untuk menjelaskan fenomena mengapa perusahaan membagikan dividen. Dua teori tersebut (*pecking order dan signaling theory*) digunakan sebagai kerangka teori keterkaitan asimetri informasi dengan kebijakan dividen. *Pecking order theory* merupakan salah satu teori yang mendasari pembiayaan perusahaan. Myers (1984) ber-

pendapat bahwa keputusan pendanaan berdasarkan *pecking order theory* mengikuti urutan pendanaan sebagai berikut: 1) kebijakan dividen bersifat konstan (*sticky*), 2) lebih baik dana internal dibandingkan eksternal, 3) bila menggunakan dana eksternal pilih surat berharga bebas risiko, 4) diperlukan banyak dana eksternal maka memilih urutan surat berharga dari *risk free debt*, *risky debt*, *convertible security*, saham preferen, *common stock*.

Menurut Myers (1984), adanya kecenderungan suatu perusahaan untuk memilih sumber pendanaan yang berdasarkan pada *pecking order theory*. Walaupun dengan menggunakan metodologi yang berbeda, keberadaan teori *pecking order* di Indonesia pernah diuji sebelumnya oleh Sartono (2000). Sartono mengkaji alasan perusahaan meningkatkan dana baru: apakah akan cenderung mempertahankan *target capital struktur* atau cenderung menggunakan hirarki pendanaan. Dari penelitiannya, Sartono menyimpulkan perusahaan-perusahaan go publik di Indonesia cenderung mengikuti hirarki pendanaan atau *pecking order theory*. Studi lain dilakukan oleh Pangeran (2000) juga menunjukkan bahwa pemilihan penawaran sekuritas di Indonesia konsisten dengan filosofi teori *pecking order*.

Lebih lanjut menurut Myers dan Majluf (1984) pihak perusahaan mungkin akan melakukan kebijakan *underinvestment* bila terjadi asimetri informasi antara pihak manajemen dengan pihak investor eksternal. Kebijakan ini diambil karena adanya kekhawatiran persepsi negatif berupa penurunan nilai bila perusahaan mengeluarkan surat berharga baru (*new issues of capital*) sebagai sumber pembiayaan. Kerangka teori Myers dan Majluf ini mengimplikasikan bahwa semakin tinggi tingkat informasi asimetri, semakin tinggi kemungkinan perusahaan melakukan *underinvestment*. Myers dan Majluf menyarankan, pihak perusahaan dapat mengurangi

underinvestment dengan meningkatkan jumlah *slack* melalui retensi (*retention*) sehingga dividen menjadi lebih rendah. Dengan demikian, semakin tinggi tingkat asimetri informasi maka semakin rendah dividen dalam mengendalikan *underinvestment*. Dengan kata lain teori *pecking order* memprediksikan semakin tinggi tingkat informasi asimetri, semakin rendah kemungkinan membagikan dividen.

Sebagian besar teori yang menjelaskan hubungan informasi asimetri informasi dengan kebijakan dividen menggunakan pendekatan teori *signaling*. Menurut teori *signaling*, pembayaran dividen merupakan sinyal bagi investor luar mengenai prospek perusahaan masa datang. Ini berarti bahwa dividen mempunyai hubungan positif dengan reaksi harga saham. Menurut Asquith dan Mullins (1983), adanya pengaruh positif kebijakan pembayaran dividen terhadap harga saham disebabkan adanya mekanisme yang dapat mengkomunikasikan informasi manajemen mengenai kinerja perusahaan saat ini dan masa datang. Bahkan Miller dan Rock (1985) menyatakan bahwa adanya informasi asimetri antara investor dan manajemen karena perubahan pembayaran dividen akan berdampak pada reaksi harga saham di pasar. Miller dan Rock (1982) juga mengemukakan bahwa dividen yang tidak diantisipasi memberikan sinyal perubahan *earnings* dan *cash flows* perusahaan masa datang. Perusahaan membayar dividen untuk menyampaikan informasi kepada investor dengan biaya yang lebih murah dan kredibel.

Ross (1977) menyatakan bahwa dua asumsi yang mendasari dividen sebagai sinyal. Pertama manajemen perusahaan merasa enggan untuk merubah kebijakan dividennya. Karena itu, apabila terjadi kenaikan pembagian dividen yang dilakukan oleh manajemen, investor luar akan menganggap sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek dimasa

datang. Kedua, kedalaman informasi yang dimiliki investor dan manajemen berbeda. Manajemen biasanya memiliki informasi yang lebih mendalam tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya. Fenomena ini bisa terjadi karena adanya *information asymmetry* antara manajer dan investor.

Sejalan dengan pemikiran Ross (1977) tersebut, Miller dan Rock (1985) mengembangkan suatu model mengenai hubungan antara informasi asimetri dengan tingkat laba sekarang (*current earning*) dan tingkat investasi perusahaan (*level of investment*). Menurut Miller dan Rock (1985), karena *earnings* diasumsikan berkorelasi dari waktu ke waktu, investor luar bisa memprediksikan *earnings* masa datang bila laba sekarang diketahui. Karena tingkat investasi sulit dicermati (*unobservable*), pihak perusahaan mempunyai insentif membayar dividen yang lebih besar untuk memberikan sinyal *earnings* yang lebih tinggi dengan mengurangi investasi. Dalam keadaan ekuilibrium, suatu perusahaan dengan *current earnings* yang lebih tinggi membayar dividen yang cukup tinggi untuk membedakannya dengan perusahaan yang mendapatkan *current earnings* yang lebih rendah. Kondisi ini juga menunjukkan tingkat pembayaran dividen juga lebih tinggi dengan keberadaan informasi asimetri bila dibandingkan dengan keadaan informasi penuh. Argumen di atas mengindikasikan bahwa kelompok perusahaan dengan tingkat asimetri informasi yang tinggi akan membayar dividen yang lebih tinggi pula untuk memberikan sinyal tingkat *earnings* yang sama seperti perusahaan dengan tingkat asimetri yang lebih rendah. Secara singkat *ceteris paribus*, teori signaling memprediksikan semakin tinggi tingkat informasi asimetri, semakin tinggi juga kemungkinan pembagian dividen.

Dalam penelitian ini, tingkat informasi asimetri antara pihak perusahaan dengan investor luar diukur dengan *bid-ask*

spread. Penelitian-penelitian sebelumnya banyak yang menggunakan *spread* perusahaan sebagai *proxy* informasi asimetri, diantaranya Leuz dan Verrecchia (2000), Healy *et al.* (1999), dan Deshmukh (2005).

Variabel Kontrol yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen

Walaupun fokus utama dalam penelitian ini adalah pengujian hubungan informasi asimetri dengan kebijakan dividen, beberapa variabel lain juga berperan dalam menentukan besarnya pembayaran dividen perusahaan. Bagian berikut mengidentifikasi beberapa faktor dari penelitian-penelitian sebelumnya yang dipertimbangkan pada kebijakan dividen.

Biaya Keagenan

Berbagai konflik kepentingan dalam perusahaan banyak disebabkan karena masalah keagenan. Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak di mana satu atau lebih orang (*principal*) memerintah orang lain (*agent*) untuk melakukan suatu jasa atas nama prinsipal serta memberikan wewenang kepada agen untuk membuat keputusan yang terbaik bagi prinsipal.

Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) berpendapat bahwa dividen dapat digunakan sebagai mekanisme untuk mengurangi mekanisme biaya keagenan bagi kepemilikan luar (*external equity*). Menurut Easterbrook (1982), biaya agen dapat terjadi dari pemantauan manajer dan aversi risiko manajerial (*managerial risk aversion*). Permasalahan yang berhubungan dengan pemantauan dan risiko aversi akan berkurang jika para manajer sering berkomunikasi dengan pihak *external capital market* untuk mendapatkan sumber pendanaan. Logikanya, manajer yang sering diawasi pihak pasar modal kemungkinan besar akan bertindak mengikuti kepentingan semua pihak (*claimants*) untuk memperleah harga terbaik ketika mengeluarkan surat berharga.

Komunikasi dengan pihak pasar modal kemungkinan bisa terjadi bila perusahaan membayar dividen yang lebih tinggi dan menghadapi kebutuhan dana untuk investasi. Rozeff (1982) juga memperkirakan peranan pemantauan dividen dan melihat pembayaran dividen sebagai alat pengikat yang digunakan untuk mengurangi biaya agen.

Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) mengindikasikan bahwa nilai dividen dalam mengendalikan biaya keagenan akan lebih rendah bila terdapat beberapa mekanisme kontrol seperti kepemilikan saham oleh pihak internal perusahaan. Dengan kata lain bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial menjadikan biaya keagenan seharusnya lebih rendah. Oleh karena itu besarnya pembayaran dividen berbanding terbalik dengan kepemilikan internal. Dalam penelitian ini bagian ekuitas yang dimiliki oleh para manajer dan direksi perusahaan (INSOWN) digunakan sebagai proksi biaya keagenan.

Kesempatan Bertumbuh

Besarnya investasi yang diperlukan perusahaan merupakan fungsi terbalik kesempatan bertumbuh bila perusahaan tergantung dengan pendanaan eksternal. Karenanya menurut Myers dan Majluf (1984), para manajer perusahaan kemungkinan melakukan *underinvestment* semakin tinggi bila perusahaan memiliki kesempatan tumbuh. Kemungkinan *underinvestment* bisa dikurangi dengan meningkatkan jumlah *slack* yang tersedia. Suatu perusahaan akan menurunkan jumlah dividennya untuk mengakumulasikan *slack* keuangan sehingga mengurangi kemungkinan *underinvestment*. Higin (1972) menyarankan bahwa jumlah dividen seharusnya dibatasi untuk mendanai keperluan bukan investasi bila biaya transaksi mengeluarkan ekuitas baru tinggi. Argumen Myers dan Majluf, dan Higin tersebut berimplikasi tingkat dividen seharusnya berkorelasi terbalik dengan per-

tumbuhan perusahaan. Penelitian ini menggunakan rasio nilai pasar aktiva terhadap nilai buku (MTOB) sebagai proxy pertumbuhan perusahaan seperti yang dilakukan diantaranya oleh Smith dan Watts (1992), Opler dan Titman (1993) dan D'Mello dan Ferris (2000). Oleh karena itu, semakin tinggi nilai MTOB, semakin rendah pembayaran dividen.

Cash Flow

Menurut Deshmukh (2005), teori residual berargumen bahwa dengan kesempatan investasi tertentu, suatu perusahaan dengan aliran kas yang tinggi akan membayar dividen lebih tinggi. Teori signaling mengisyaratkan maka perusahaan dengan laba (*earnings*) yang tinggi akan membayar dividen yang lebih tinggi jika faktor-faktor lain tidak berubah. Teori *pecking order* juga menyatakan bahwa dengan kebutuhan investasi tertentu, aliran kas yang lebih tinggi akan dikonversikan dalam bentuk dividen yang tinggi pada bila kebutuhan untuk *slack* menurun. Logika ini sejalan dengan Benartzi *et al.* (1997) yang menemukan hubungan positif antara dividen dengan *contemporaneous earnings*. Oleh karena itu, rasio pembagian dividen seharusnya fungsi positif aliran kas (CFTOB). Dalam penelitian ini, rasio aliran kas dari operasi terhadap nilai buku aktiva digunakan sebagai proxy aliran kas seperti yang dilakukan oleh Opler dan Titman (1993).

Leverage Keuangan

Pembayaran dividen juga merupakan salah satu sumber konflik antara pemegang saham dan pemberi pinjaman dan dapat menimbulkan biaya keagenan hutang (Smith dan Warner, 1979; dan Kalay, 1982). Adanya restriksi dividen dalam perjanjian hutang mendorong terjadinya konflik tersebut. Menurut Kalay (1982), adanya pembatasan dividen yang dijumpai dalam perjanjian

hutang dimaksudkan untuk mengontrol biaya keagenan hutang yang timbul dari pembayaran dividen yang mungkin didanai dari penerbitan hutang baru dan atau dari investasi yang terlebih dahulu (*foregoing investment*). Sebagai salah satu konsekuensi pembatasan tersebut, pihak perusahaan terikat dengan perjanjian tersebut. Bila perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan, jumlah investasi minimal perusahaan kemungkinan besar dikonversi kedalam dividen yang rendah.

Hasil penelitian DeAngelo dan DeAngelo (1990) menunjukkan bahwa perusahaan mengurangi jumlah dividen yang dibayarkan ketika sedang mengalami kesulitan keuangan. Hasil penelitian mereka juga menunjukkan adanya pengurangan dividen walaupun tidak terikat dengan perjanjian hutang. Menurut Deskmukh (2005) para manajer memotong dividen ketika sedang menghadapi kesulitan keuangan untuk menghindari kemungkinan tidak membayar (*omitting*) di masa datang. Biaya yang terjadi akan sangat mahal bila perusahaan meniadakan pembagian dividen (*omission*). Karena para manajer lebih suka mengurangi dividen dibandingkan dengan keputusan pembagian dividen, perusahaan dengan tingkat kesulitan keuangan yang tinggi akan membagi dividen yang lebih rendah untuk menjaga kebijakan dividen yang stabil. Penelitian ini menggunakan *financial leverage* (FinLev) sebagai proksi yang sering digunakan dalam literature keuangan untuk menunjukkan apakah suatu perusahaan sedang mengalami kesulitan keuangan. Oleh karena itu, semakin tinggi FINLEV suatu perusahaan, pembayaran dividen juga semakin rendah.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan manufaktur di Indonesia. Industri manufaktur dipilih

karena hasil penelitian akan lebih relevan dan kuat apabila dilakukan pada jenis atau kelompok yang sama (*homogeneous*). Sampel yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2000-2004. Perusahaan yang menjadi sampel apabila memenuhi kriteria berupa: terdaftar di BEJ tahun 2000 s/d 2004 secara berturut-turut dan memiliki data-data yang dibutuhkan untuk pengukuran variabel. Data yang digunakan tersebut meliputi data laporan keuangan publikasi tahunan (*annual report*) yang terdapat dalam ICMD (*Indonesian Capital Market Directory*) dan publikasi lainnya.

Model Pengujian

Persamaan regresi Tobit yang dilakukan dalam pengujian hipotesa adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} Y_i^* &= \beta' X + \varepsilon_i \\ Y_i &= Y_i^*, \text{ Jika } Y_i^* > 0 \\ Y_i &= 0, \text{ Jika } Y_i^* \leq 0 \end{aligned}$$

Di mana:

Y_i^* = tingkat dividen optimum untuk perusahaan i

Y_i = ukuran variabel terikat (dari tingkat dividen optimum)

X = vektor dari variabel penjelasan

ε_i = satuan gangguan

Vektor variabel bebas X terdiri dari variabel informasi asimetri dan beberapa variabel kontrol yang dijelaskan sebelumnya. Model pada persamaan tersebut merupakan model *event history* yang menghasikan kemungkinan pembayaran dividen suatu perusahaan. Parameter slope (β) menggambarkan dampak marginal variabel bebas terhadap kemungkinan perusahaan yang akan membayar dividen. Persamaan di atas juga tidak berisi faktor-faktor yang belum teridentifikasi (*random disturbance*). Kebijakan dividen optimal

ditentukan oleh karakteristik khusus perusahaan yang digambarkan dalam vektor variabel bebas, X . Keputusan untuk tidak membagikan dividen terjadi karena menganggap tingkat dividen optimal adalah nol. Karenanya perusahaan yang tidak membayarkan seharusnya tidak diabaikan dalam setiap analisa kebijakan dividen perusahaan.

Model analisis tidak menggunakan OLS (*Ordinary Least Square*) tetapi regresi tersensor atau model *Tobit* yang diterapkan baik pada perusahaan yang membagikan dividen maupun yang tidak (Maddala, 1983; dan Amemiya, 1973). Data disensor karena nilai-nilai variabel terikat dan bebas dapat diamati (*observable*) untuk perusahaan yang memberi dividen, sementara hanya nilai variabel bebas yang diketahui pada perusahaan yang tidak memberikan dividen. Variabel terikat bagi perusahaan yang tidak membagikan dividen disensor pada nilai nol karena tingkat tingkat dividen optimal adalah nol. Penggunaan OLS akan menghasilkan bias, ketidak konsistenan dan estimasi yang tidak efisien yang mendasari parameter walaupun sampel berisi perusahaan yang tidak memberi dividen. Dipihak lain, kecenderungan estimasi maksimum model *Tobit* menghasilkan konsistensi dan estimasi yang efisien.

Variabel Terikat

Variabel dependen pada persamaan di atas adalah tingkat dividen optimum perusahaan manufaktur. Tingkat dividen optimum diukur dengan menggunakan dividen konvensional (*dividend yield*, DIVYLD) yang setara dengan rasio dividen per lembar saham dibandingkan dengan harga pasar per lembarnya. Variabel DIVYLD bernilai nol (0) untuk perusahaan yang tidak membagikan dividen, dan besarnya *dividend yield* itu sendiri bila perusahaan membagikan dividen.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta pada tahun 2000-2004. Pada periode tersebut, perusahaan manufaktur yang *go public* sebanyak 154 perusahaan untuk masing-masing tahun. Akan tetapi jumlah perusahaan yang datanya dapat digunakan untuk pengujian hipotesa sebanyak 216 perusahaan: 69 perusahaan membayar dividen dan 147 perusahaan tidak membagikan dividen. Statistik deskriptif mengenai karakter sampel yang digunakan tampak pada Tabel 1.

Tabel 1: Statistik Deskriptif

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
DIVYLD	0,000	56,000	1,560	4,9750
SPREAD	0,519	82,352	11,681	14,1366
INSOWN	0,010	31,820	4,177	6,1406
MTOB	0,004	11,268	0,680	1,4225
CFTOB	-0,310	0,481	0,049	0,0936
FINLEV	0,002	0,997	0,535	0,2869

Pengujian Hipotesa

Untuk membuktikan hipotesis, maka pengujian koefisien regresi dilakukan secara parsial untuk mengetahui apakah variabel tersebut mempunyai hubungan positif atau negatif. Dengan bantuan program software statistik Eviews hasil regresi model *Tobit* ditampilkan pada Tabel 2.

Hipotesis utama dalam penelitian ini menurut teori *pecking order* yaitu semakin tinggi tingkat informasi asimetri, semakin rendah kemungkinan membagikan dividen. Tetapi menurut teori *signaling*, asimetri informasi berhubungan lurus dengan pembayaran dividen. Hasil regresi Tobit pada Tabel 2 menunjukkan nilai koefisien untuk variabel asimetri informasi (*Spread*) sebesar -0.188982 dengan p-value 0.0000. Hasil tersebut menunjukkan arah koefisien negatif yang sesuai dengan harapan teori *pecking order*. Oleh karena itu, perusahaan dengan tingkat asimetri informasi yang semakin tinggi, akan membayarkan dividen yang semakin rendah. Temuan ini konsisten dengan *pecking order theory*, tetapi berlawanan dengan *signaling theory* yang ditemukan oleh Deshmukh (2005) dan Deshmukh (2003).

Smith dan Watts (1992), dan Gaver dan Gaver (1993) menemukan hubungan positif antara *dividend yield* dan ukuran perusahaan. Mereka menggunakan ukuran perusahaan sebagai proksi informasi asimetri. Semakin besar ukuran perusahaan akan semakin kecil informasi asimetri.

Dengan demikian hasil penelitian ini juga berlawanan dengan temuan Smith dan Watts (1992), dan Gaver dan Gaver (1993) walaupun mendukung *pecking order theory*.

Setelah mengendalikan efek dari asimetri informasi, hasil dari model Tobit pada Tabel 2 mengindikasikan bahwa kebijakan dividen juga terkait dengan variabel kepemilikan dalam (INSOWN). Hasil pada Tabel 2 menunjukkan bahwa nilai koefisien variabel biaya agensi hak kepemilikan/eksternal (INSOWN) sebesar -0.628114 dan p-value sebesar 0.0000. Arah koefisien negatif sesuai dengan harapan dan karenanya biaya agensi mempunyai hubungan negatif dengan kebijakan dividen. Temuan ini memberikan dukungan terhadap peran pengawasan (*monitoring*) atas dividen dalam mengurangi biaya agensi atas modal. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Deshmukh (2005). Menurut Deshmukh variabel kepemilikan orang dalam tidak mengandung tambahan informasi ketika tingkat asimetri informasi terkontrol dengan jelas. Akan tetapi, hasil penelitian ini secara jelas menunjukkan pemegang saham internal mengontrol biaya keagenan. Seperti dikatakan Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984), besarnya dividen dalam mengendalikan biaya keagenan kemungkinan besar lebih rendah bila ada mekanisme kontrol seperti kepemilikan internal.

Tabel 2: Hasil Regresi Tobit Kebijakan Dividen dan Informasi Asimetri

Variabel	Tanda diharapkan	Koefisien	Std. Error	Nilai t	Prob.
SPREAD	- +	-0.188982	0.018200	-10.38346	0.0000
INSOWN	-	-0.628114	0.009046	-69.43706	0.0000
MTOB	-	-2.245916	0.088238	-25.45282	0.0000
CFTOB	+	3.682079	2.696488	1.365509	0.1721
FINLEV	-	-6.422892	0.496919	-12.92544	0.0000

Besarnya laba yang akan dibagikan sebagai dividen terkait dengan besarnya dana yang dibutuhkan perusahaan dan kebijakan manajer perusahaan mengenai sumber dana yang akan digunakan. Salah satu alternatif pemenuhan kebutuhan dana berasal dari intern dan penahanan laba yang di peroleh perusahaan. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan membutuhkan dana yang lebih besar, sehingga kebijakan dividen yang diambil perusahaan mungkin akan terpengaruh. Smith dan Watts (1992) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan akan mempengaruhi sejumlah kebijakan dividen yang dibuat perusahaan seperti kebijakan pendanaan, dividen dan kompensasi. Hasil hipotesis ketiga pada penelitian ini mendukung pernyataan Smith dan Watt di atas. Nilai koefisien variabel kesempatan bertumbuh (MTOB) sebesar -2.245916 dan signifikan pada $\alpha = 5\%$. Koefisien negatif pada variabel kesempatan bertumbuh (MTOB) sejalan dengan prediksi *pecking order theory*: perusahaan dengan tingkat kesempatan bertumbuh yang rendah membayar dividen lebih tinggi, begitu juga sebaliknya.

Hipotesis mengenai hubungan aliran kas dan biaya agensi dengan kebijakan dividen tidak didukung. *Cash flow* diharapkan berhubungan positif dengan kebijakan dividen. Data pada pada Tabel 2 menunjukkan nilai koefisien variabel *cash flow* (CFTOB) sebesar 3.682079, tetapi tidak signifikan. Arah koefisien CFTOB memang sejalan konsisten dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan kebutuhan investasi tertentu, semakin tinggi aliran kasnya maka semakin tinggi pula pembayaran dividennya. Sementara itu biaya agensi atas tekanan hutang dan keuangan diharapkan berhubungan positif dengan kebijakan dividen. Hasil pada Tabel 2 menunjukkan arah hubungan justru negatif dan signifikan. Nilai koefisien variabel biaya agensi (FINLEV)

sebesar -6.422892 dengan p-value sebesar 0.0000. Dengan demikian perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEJ cenderung mengurangi jumlah dividen yang dibayarkan ketika sedang mengalami kesulitan keuangan. Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan DeAngelo dan DeAngelo (1990).

SIMPULAN DAN SARAN

Isu kebijakan dividen merupakan fenomena yang masih kontroversial dalam literatur keuangan. Dua pendekatan yang telah dilakukan pada penelitian-penelitian sebelumnya digunakan untuk menjelaskan fenomena keterkaitan kebijakn dividen dengan informasi asimetri: teori *signaling* dan *pecking order*. Teori *signaling* memprediksikan perusahaan memiliki insentif membayar dividen untuk memberikan sinyal kepada pasar mengenai prospek perusahaan sehingga memudahkan menggalang dana masa datang. Akan tetapi teori *pecking order* berargumen bahwa perusahaan kemungkinan besar justru tidak akan membayar dividen. Kelompok perusahaan yang menjadi sampel memberikan dasar yang kuat untuk menguji teori yang dominan dan menjelaskan kebijakan dividen.

Data penelitian selama tahun 2000-2004 pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta menunjukkan hasil bahwa asimetri informasi berbanding terbalik dengan pembagian dividen. Dengan kata lain, perusahaan dengan informasi asimetri yang kecil membagikan dividen yang lebih besar. Dengan demikian memasukan baru variabel berupa informasi asimetri dalam model kebijakan dividen mendukung teori *pecking order* walaupun tidak konsisten dengan teori *signaling*. Variabel-variabel lain dalam literature keuangan juga cenderung mendukung *pecking order theory*. Kebijakan dividen tidak terkait dengan aliran kas perusahaan,

tetapi berhubungan secara negatif dengan kesempatan bertumbuh, biaya keagenan dan leverage keuangan.

Untuk penelitian-penelitian selanjutnya, penelitian ini masih bisa dikembangkan dengan misalnya menggunakan *proxy* asimetri informasi yang berbeda. Logaritma nilai pasar aktiva, logaritma nilai buku aktiva, logaritma jumlah analis dan rasio biaya riset dan pengemangan terhadap nilai buku aktiva juga banyak digunakan sebagai pengukur asimetri informasi. Begitu juga dengan rentang waktu pengamatan, penelitian selanjutnya bisa mengamati periode yang lebih panjang dari periode pengamatan 2000-2004. Penelitian selanjutnya juga dapat memasukkan efek jenis industri dalam model asimetri informasi dan kebijakan dividen.

REFERENSI

- Sartono, A. (2001). "Kepemilikan Orang Dalam (Insider Ownership) Utang dan Kebijakan Dividen: Pengujian Empirik Teori Keagenan (Agency Theory)". *Jurnal Siasat Bisnis*. No. 6 Vol. 6, pp. 107-119.
- Aharony, J. and Swamy. I. (1980). "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder Returns: An Empirical Analysis". *Journal of Finance*. 35, pp. 1-12.
- Aivazian, V., Booth, L. and Cleary, S. (2001). *Dividend Policy in Developing Countries*, Paper Presented at the Eighth Annual Conference, Multinational Finance Conference. Italy, pp. 1- 42.
- Amemiya, T. (1973). "Regression analysis when the dependent variable is truncated normal". *Econometrica* 41, pp. 997-1016.
- Asquith, P. and Mullins, D. (1983). "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth". *Journal of Business*. 56, pp. 77-96.
- Benartzi, S., Michaely, R. and Thaler, R. (1997). "Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?" *Journal of Finance*. 52, pp. 1007-1034.
- Bhattacharya, S. (1979). "Imperfect information, dividend policy, and the bird in the hand fallacy". *Bell Journal of Economics and Management Science*. 10, pp. 259-270.
- Black, F. (1976). "The Dividend Puzzle". *Journal of Portfolio Management*. 2, pp. 5-8.
- D'Mello, R. and S.P. Ferris. (2000). "The information effects of analyst activity at the announcement of new equity issues". *Financial Management*. Spring, pp. 78-95.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. and D. Skinner. (1996). "Reversal of Fortune: Dividend Policy and the Disappearance of Sustained Earnings Growth". *Journal of Financial Economics*. 40, pp. 341-371.
- Denis, D. J., Denis, D. K. and Sarin, A. (1994). "The information content of dividend changes: Cash flow signaling, overinvestment, and dividend clienteles". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 29, pp. 567-587.
- Denter, K. and Warther, V. (1998). "Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from A Comparison of the Dividend Policies of Japanese and US Firms". *Journal of Finance* 53, pp. 879-904.

- Deshkmukh, S. (2003). "Dividend Initiation and Asymmetric Information: A Hazard Model". *The Financial Review* 38, 2003, pp. 351-368.
- Deshmukh, S. (2005). "The Effect of Asymmetric Information on Dividend Policy". *Quarterly Journal of Business and Economics*. Winter, pp. 107-127.
- Easterbrook, F. (1984). "Two agency-cost explanations of dividends". *American Economic Review* 74, pp. 650-659.
- Gaver, J. J. and Gaver, K. M. (1993). "Additional Evidence on The Association between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies". *Journal of Accounting and Economics*. pp. 125-160.
- Healy, P. M. and Palepu, K. G. (1988). "Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions". *Journal of Financial Economics* 21, pp. 149-175.
- Healy, P. M., Hutton, A. P. and Palepu, K. G. (1999). "Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure". *Contemporary Accounting Research* 16, pp. 485-520.
- Helwege, J. and Liang, N. (1996). "Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms". *Journal of Financial Economics* 40, pp. 429-458.
- Higgins, R. (1972). "The Corporate Dividends-Savings Decision". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 7, pp. 1527-1541.
- Kalay, A. (1982). "Stockholder-Bonholder Conflict and Dividend Constraint". *Journal of Financial Economics* 10:211-233.
- Lasfer, M. (1996). "Taxes and Dividends: The UK Evidence". *Journal of Banking and Finance* 20, pp. 455-472.
- Leuz, C., and Verrecchia, R. E. (2000). "The Economic Consequences of Increased Disclosure". *Journal of Accounting Research* 38, pp. 91-124.
- Lintner, J. (1956). "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes". *American Economic Review* 46, pp. 97-133.
- Maddala, G. (1983). *Limited-dependent and qualitative variables in econometrics*, *Econometric Society Monographs*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Miller, M. H. and Rock. K. (1985). "Dividend policy under asymmetric information". *Journal of Finance* 40, pp. 1031-1051.
- Myers, S. C. and Majluf, N. (1984). "Stock Issues and Investment Policy when Firms Have information that Investors do not Have". *Journal of Financial Economics* 13, pp. 187-221.
- Myers, S. C. (1984). "The Capital structure puzzle". *Journal of Finance* 39, pp. 575-592.
- Opler, T., and Titman, S. (1993). "The determinants of leveraged buyout activity: Free cash flow vs. financial distress costs". *Journal of Finance* 48, pp. 1985-1999.
- Ross, S. A. (1977). "The Determination of Financial Structure: The Incentive-

- Signaling Approach”. *Bell Journal of Economics*, 23-40.
- Rozeff, M. (1982). “Growth, beta, and agency costs as determinants of dividend payout ratios”. *Journal of Financial Research* 5, pp. 249–259.
- Smith, C. W. and Watts, R. L. (1992). “The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies”. *Journal of Financial Economics* 32, pp. 263–292.