

LABA PERMANEN DAN PERILAKU DIVIDEN: PENGUJIAN KEMBALI MODEL GARETT DAN PRIESTLEY DI BURSA EFEK INDONESIA

Perminas Pangeran

Fakultas Bisnis, Universitas Kristen Duta Wacana
Jalan Dr. Wahidin Sudiro Husodo Nomor 5-25, Yogyakarta, 55224
Email: perminas_pangeran@yahoo.com

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the effect of permanent earnings on current dividend behavior. Following Garret and Priestley's model, Error Correction Model and Kalman Filter employed to analysing dividend behavior of the aggregate stock market. The analyses show that dividends convey information about positive shock to current permanent earnings. Moreover, the analysis also find evidence that information about expected changes in permanent earnings is already captured in lagged stock price change. Meanwhile, the analysis find no evidence to support the notion that dividends signal future permanent earning. Finally, the speed of adjustment of dividends to target dividend is higher than previously study.

Keywords: permanent earnings, dividend behavior, kalman filter

PENDAHULUAN

Proporsi pembayar dividen di Bursa Efek Indonesia terus mengalami penurunan selama periode 1990-2002. Data Pasar Modal Indonesia menunjukkan tahun 1991 proporsi pembayar dividen sebesar 78% dan puncaknya tahun 1995 sebesar 89%. Setelah periode itu, pada periode 1996-2002 proporsi pembayar dividen terus mengalami penurunan, berturut-turut 86%, 80%, 29%, 20%, 40%, 29%, dan 32%. Kecenderungan ini sejalan

dengan hasil penelitian di pasar modal negara maju bahwa adanya indikasi penurunan proporsi pembayar dividen (Fama dan French, 2001; DeAngelo *et al.*, 2004). Namun demikian para peneliti menunjukkan bahwa walaupun jumlah pembayar dividen terus menurun selama periode itu, namun pembayaran dividen agregat selama periode itu juga terus meningkat. Persoalannya adalah mengapa beberapa perusahaan tetap membayar dividen sementara yang lainnya tidak? Penelitian yang ada telah mengajukan berbagai teori penjelasan tentang perilaku dividen ini, seperti teori asimetrik informasi (Bhattacharya, 1979; Miler dan Rock, 1985; dan John dan William, 1984), teori keagenan (Easterbrook, 1984). Hasil penelitian empiris dan penjelasan teoritis yang saling bertentangan mengindikasikan bahwa perilaku dividen ini masih tetap merupakan teka teki (*dividend puzzle*) dan perlu investigasi lebih lanjut.

Sementara itu berbagai model teoritis dan empiris, seperti model Lintner (1959) dan Model Marsh dan Merton (1987) telah diajukan untuk menjelaskan fenomena peningkatan pembayaran dividen secara agregat. Walaupun demikian penjelasan tentang perilaku dividen ini masih belum sampai pada suatu simpulan yang jelas tentang mengapa perusahaan tetap membayar dividen. Hal ini disebabkan karena persoalan kedua model baik Lintner (1959) maupun Model Marsh dan Merton (1987) masih memiliki kelemahan pada model empiris dan pengukurannya.

Berbeda dengan model Lintner (1959) dan model Marsh dan Merton (1987) yang mendasarkan pada *partial adjustment model*, dalam model Garrett dan

Priestley (GP) mendasarkan pada *error correction model*. Model GP ini diklaim dapat mengatasi kelemahan model Lintner yang mengabaikan peran biaya penyesuaian ke arah dividen target. Dalam model GP, gerakan penyesuaian ke arah dividen target akan menurunkan biaya asimetrik informasi dan keagenan. Di samping itu, model GP menambah laba permanen sekarang yang diabaikan pada model Marsh dan Merton yang hanya memasukkan laba permanen yang diukur dengan harga saham berkelembanan (*lagged stock price*). Dasar pemikiran memasukkan baik laba permanen dan harga saham berkelembanan adalah bahwa kejutan atau goncangan atas laba permanen sekarang, yang sudah diketahui para manajer tetapi belum oleh pasar, tidak dapat disampaikan kepada pasar dalam model Marsh dan Merton.

Pengujian terhadap model keperilakuan dividen agregat ini penting untuk beberapa alasan, yaitu 1) setiap analisis tentang dampak keputusan dividen para manajer tergantung pada asumsi model perilaku dividen. Beberapa model perilaku dividen yang berbeda telah digunakan untuk menyimpulkan asimetrik informasi dan konflik keagenan (Dewenter dan Warther, 1998) dan menentukan apakah dividen memainkan peran sinyal informasi laba (Kao dan Wu, 1994); 2) volatilitas tinggi atas harga saham tergantung pada model asumsi perilaku dividen agregat. Di samping itu, model perilaku dividen agregat juga bermanfaat untuk mendeteksi karakteristik pembayaran dividen yang mungkin tidak terungkap pada level perusahaan individual. Lebih lanjut, dalam hal ini Marsh dan Merton (1987) berargumen bahwa perusahaan tidak mungkin membuat keputusan dividen yang independen dari keputusan perusahaan lainnya dalam industri yang sama.

Sama seperti model GP, penelitian ini memperkenalkan kembali model keperilakuan kebijakan dividen. Model ini memperhitungkan perubahan dividen dalam merespon goncangan (*shock*) sekarang terhadap laba permanen dan perubahan harga masa lalu yang memproksi laba permanen sekarang dan yang akan datang. Selain itu, penelitian ini juga memperkenalkan pengukuran laba permanen yang dapat diekstrak dari laba observasi. Model ini mengestimasi runtun laba permanen yang tak terobservasi sebagai suatu ekstraksi sinyal, berdasarkan pendekatan Kalman filter.

Model keperilakuan dividen yang diusulkan Garrett dan Priestley (2000), menjelaskan bahwa para manajer menyesuaikan ke arah tingkat dividen target. Penyesuaian ke arah dividen target dan penyimpangan dari dividen target akan menimbulkan biaya. Model Garrett dan Priestley menghubungkan biaya penyimpangan dividen dari target dividen dengan mengkombinasikan biaya keagenan (Rozeff, 1982) dan asimetrik informasi (Bhattacharya, 1979). Oleh karenanya para manajer berusaha menetapkan tingkat dividen optimal yang meminimumkan biaya ini. Dalam model Garrett dan Priestley gerakan ke arah dividen target akan menurunkan biaya keagenan dan asimetrik informasi.

Penelitian ini bertujuan secara spesifik menguji apakah perubahan dividen memberi sinyal di masa sekarang dan atau masa akan datang yang tercermin pada perubahan laba permanen sekarang dan laba permanen yang akan datang serta goncangan tak terduga sekarang pada laba permanen baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Hasil pengujian model ini diharapkan mampu memberi penjelasan tentang motivasi perusahaan membayar dividen di Indonesia.

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Rozeff (1982) mengajukan model teori keagenan untuk menjelaskan perilaku dividen. Model ini menjelaskan bahwa peningkatan dividen akan menurunkan biaya keagenan ekuitas, tetapi menaikkan biaya pendanaan eksternal. Artinya, dividen tinggi mengurangi biaya keagenan sehingga meningkatkan kinerja dan kekayaan pemegang saham, namun mengurangi kemampuan perusahaan memanfaatkan peluang investasi. Oleh karena itu, perusahaan mencari dana eksternal untuk mendanai investasi yang ada dan yang akan datang. Teori keagenan menjelaskan bahwa perusahaan menetapkan rasio pembayaran dividen yang lebih rendah ketika mereka mengalami pertumbuhan pendapatan yang lebih tinggi. Hal ini barangkali terjadi karena pertumbuhan ini memerlukan pengeluaran investasi yang lebih tinggi. Penjelasan ini mendukung pandangan bahwa kebijakan investasi mempengaruhi kebijakan dividen. Alasannya adalah biaya eksternal mahal. Namun demikian, perusahaan menetapkan rasio pembayaran dividen yang lebih rendah pada saat

perusahaan memiliki koefisien beta yang lebih tinggi. Hal ini dimungkinkan karena beta yang lebih tinggi adalah refleksi adanya *operating leverage* dan *financial leverage* yang lebih tinggi. Bukti ini mendukung pandangan bahwa pembayaran dividen adalah beban kuasi tetap sebagai pengganti beban tetap lainnya. Hal ini terjadi karena perusahaan dengan pembayaran beban tetap yang tinggi menurunkan dividen untuk menghindari biaya pendanaan eksternal.

Sementara itu, perusahaan menetapkan pembayaran dividen yang lebih tinggi pada saat insider memegang porsi ekuitas yang lebih kecil dan/atau pemegang saham eksternal yang lebih besar. Penjelasan ini mendukung pandangan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari paket pengikatan atau monitoring yang optimum dan berfungsi untuk biaya keagenan. Perusahaan dengan investasi yang lebih besar memiliki pembayaran dividen yang lebih rendah.

Teori atau model keagenan mendasarkan pada asumsi bahwa pembayaran dividen kas disertai dengan perolehan dana eksternal untuk mendanai investasi yang ada dan yang akan datang. Hal ini berarti perusahaan mendanai dividen dengan dana baru adalah mahal. Secara ringkas, biaya keagenan dan transaksi berkaitan dengan ekuitas eksternal. Berkaitan dengan biaya keagenan, pemegang saham yang rasional menginginkan manajemen untuk meminimumkan biaya keagenan berkaitan dengan pendanaan sekuritas eksternal. Sementara itu, biaya transaksi mendasarkan pada anggapan bahwa pemegang saham yang rasional menginginkan manajemen untuk meminimumkan biaya transaksi berkaitan dengan pendanaan sekuritas eksternal. Jika biaya keagenan turun karena pembayaran dividen meningkat, dan jika biaya transaksi pendanaan meningkat ketika pembayaran dividen naik, maka minimisasi jumlah kedua biaya ini menghasilkan titik optimum bagi perusahaan. Jika perusahaan memiliki pertumbuhan berprospek tinggi dan hal ini memerlukan dana, "biaya transaksi" akan meningkat sejalan dengan meningkatnya rasio pembayaran dividen. Di sisi lain, jika perusahaan dimiliki sebagian besar oleh pemegang saham eksternal maka "biaya keagenan" meningkat ketika pembayaran dividen menurun.

Lebih lanjut, Dewenter dan Warter (1998) menyatakan bahwa berbagai model dividen telah mengeksplorasi pengaruh konflik keagenan terhadap

perilaku dividen. Teori keagenan memfokus pada insentif yang berbeda bagi para manajer dan pemegang saham dan peran dividen sebagai mekanisme pendisiplinan. Dengan mengurangi *free cash flow*, dividen memaksa para manajer untuk menyerahkan pada disiplin pasar keuangan. Teori ini memprediksi bahwa perubahan dividen seharusnya berhubungan positif dengan *return* saham perusahaan karena level dividen yang lebih tinggi mengurangi kecenderungan para manajer untuk memboroskan kelebihan kas (*free cash*). Selain itu, Easterbrook (1984) juga mengusulkan bahwa pertimbangan biaya keagenan dapat menjelaskan tentang perataan dividen (*dividend smoothing*). Dalam hal ini fungsi pertama dividen adalah untuk mempertahankan perusahaan dalam pasar modal. Dengan demikian, diharapkan adanya korelasi kuat antar laba jangka pendek dan dividen.

Alternatif lain teori penjelasan mengapa perusahaan membayar dividen adalah teori asimetrik informasi. Model pembayaran dividen dikembangkan sebagai respon yang memaksimalkan *value* terhadap asimetrik informasi antara manajer dan pemegang saham. Model ini didasarkan pada pemikiran, bahwa para manajer perusahaan dengan prospek keuangan yang sangat baik tidak dapat menyampaikan informasi dengan tanpa biaya dan dapat dipercaya kepada pemegang saham, karena tindakan tanpa biaya juga dapat ditiru oleh perusahaan yang lemah. Ketika para investor mengerti insentif dari perusahaan lemah untuk meniru perusahaan yang lebih kuat, investor tidak akan percaya terhadap setiap pengumuman publik, semua perusahaan dalam pandangan investor dikelompokkan dalam satu kelas kualitas rata-rata, (Megginson, 1997:379).

Untuk mengatasi kegagalan pasar ini, perusahaan yang kuat memiliki insentif untuk menggunakan sinyal yang mahal, tetapi dapat menghasilkan. Kemahalan ini menghalangi perusahaan lemah untuk meniru perusahaan yang kuat. Pembagian kas adalah mahal bagi perusahaan yang membayar dividen, karena kedua perusahaan (kuat dan lemah) harus menghasilkan kas yang cukup untuk mendukung *dividend payout* yang tinggi secara permanen, dan karena pembayaran kas keluar dapat mencegah pendanaan pada kesempatan investasi NPV positif. Dividen berguna sebagai sinyal yang mahal dari nilai perusahaan dalam pasar yang dicirikan dengan asimetrik

informasi antara manajer dan pemegang saham, namun dividen ini tetap ada karena merupakan cara paling mahal untuk menyampaikan perbedaan kualitas yang terpercaya antara perusahaan dan investor (Megginson, 1997:379).

Dalam dunia yang dicirikan dengan adanya asimetrik informasi, *cash dividend* berguna sebagai pemancar informasi yang dapat dipercaya dari *insider* korporat (*officer* dan direktur) kepada pemegang saham perusahaan. Ketika perusahaan mulai membayar dividen, tindakan ini menyampaikan keyakinan manajemen, bahwa perusahaan sekarang adalah cukup *profitable* untuk mendanai proyek investasinya dan membayar dengan kas. Di samping itu, pembayaran dividen juga menyiratkan bahwa manajemen adalah yakin bahwa laba akan cukup tinggi di masa yang akan datang untuk mendukung tingkat pembayaran yang baru diadopsi. Peningkatan dividen menunjukkan suatu peningkatan yang permanen dalam tingkat profitabilitas yang normal (Megginson, 1997:373). Ada banyak dukungan empiris bagi peran informasi dari pembayaran dividen (Lintner, 1956; Fama and Blitch, 1968; Aharony and Swary, 1980). Megginson (1997: 374) menyimpulkan bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman perubahan dividen dalam cara yang sistematis dan dapat diprediksi yang konsisten dengan hipotesis bahwa dividen menyampaikan informasi yang relevan dalam pasar yang dicirikan dengan asimetrik informasi.

Gagasan bahwa perubahan dalam dividen memiliki kandungan informasi adalah suatu yang sudah lama berlangsung. Model asimetrik informasi menurut Dewenter dan Warter (1998) menunjukkan bahwa manajer mengetahui lebih dari pada para investor tentang prospek perusahaan dan mengungkapkan informasi bagi pasar. Hal ini menyiratkan bahwa pengumuman perubahan dividen seharusnya berhubungan positif terhadap *return* saham dari tingkat dividen yang lebih tinggi memberi sinyal laba yang sekarang atau yang akan datang lebih tinggi. Sejumlah studi melaporkan bahwa *excess return* yang signifikan sekitar pengumuman perubahan dividen, dividen positif (negatif) berkaitan dengan perubahan dividen yang positif (negatif).

Asimetrik informasi juga membantu menjelaskan keengganan manajer untuk mengubah dividen. Lintner (1956) menyatakan bahwa para manajer sangat enggan untuk menurunkan dividen karena takut mengirim sinyal

negatif dan enggan meningkatkan dividen karena takut menurunkan dividen di masa yang akan datang. Penelitian Lintner (1956) tentang kebijakan dividen menekankan bahwa perusahaan hanya meningkatkan dividen apabila manajemen percaya bahwa laba meningkat secara permanen yang berarti peningkatan dividen menyiratkan suatu pergeseran dalam distribusi laba dalam persepsi manajemen. Perubahan dalam dividen menjelaskan bahwa laba adalah tidak mungkin turun. Miller dan Modigliani menyatakan secara eksplisit bahwa dividen dapat menyampaikan informasi tentang arus kas di masa yang akan datang apabila pasar tidak sempurna (Benartzi dkk., 1997).

Perusahaan yang meningkatkan *dividend payout* adalah sinyal bahwa perusahaan memiliki arus kas harapan yang akan datang adalah cukup besar untuk memenuhi pembayaran utang dan dividen tanpa meningkatkan probabilitas kebangkrutan. Nilai perusahaan meningkat karena dividen adalah sebagai sinyal bahwa perusahaan diharapkan memiliki arus kas yang akan datang lebih tinggi secara permanen (Copeland dan Weston, 1992:564).

Efek pengumuman pada kesejahteraan pemegang saham tergantung pada "*earning surprise*". Dengan demikian dapat berharap bahwa perubahan yang tidak terduga dalam *earnings* akan berkorelasi dengan perubahan harga saham. Miller dan Rock menunjukkan bahwa pengumuman laba, dividen, dan pendanaan adalah berkaitan erat. Dengan demikian, *earning surprise* dan *dividend surprise* dapat menyampaikan informasi yang sama. Peningkatan yang tak terduga pada dividen akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Penerbitan tak terduga dari ekuitas dan utang baru akan diinterpretasikan sebagai berita buruk tentang prospek perusahaan.

Garett dan Priestly (2000) mengombinasikan teori keagenan dan asimetrik informasi dalam model keperilakuan dividen. Model keperilakuan dividen yang diusulkan Garrett dan Priestley menjelaskan bahwa para manajer menyesuaikan ke arah tingkat dividen target. Penyesuaian ke arah dividen target dan penyimpangan dari dividen target akan menimbulkan biaya. Modelnya menghubungkan biaya penyimpangan dividen dari target dividen dengan mengombinasikan biaya keagenan (Rozeff, 1982) dan asimetrik informasi (Bhattacharya, 1979). Oleh karenanya para manajer berusaha menetapkan tingkat dividen optimal yang

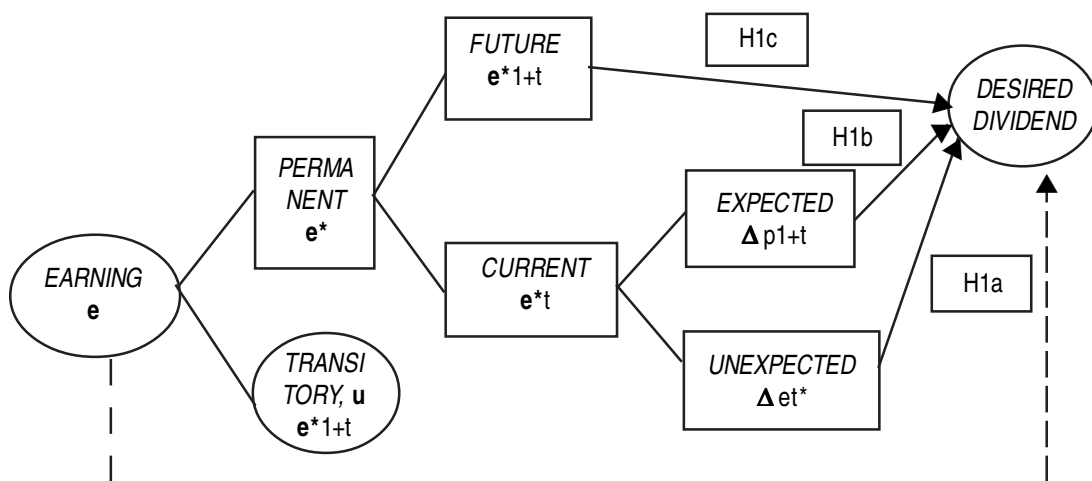
meminimumkan biaya ini. Dalam model Garrett dan Priestley gerakan ke arah dividen target akan menurun biaya keagenan dan asimetrik informasi.

Model teoritis dalam Gambar 1 memandang perubahan dividen sebagai respon para manajer yang optimal untuk meminimumkan biaya penyesuaian terhadap *desired payout ratio*. Dividen memberi sinyal atau informasi tentang laba permanen. Laba permanen ini dibagi dalam dua level, yaitu 1) laba permanen sekarang tak terduga (Δe_t^*) yang memberikan informasi tentang guncangan tak terduga pada laba permanen sekarang; dan 2) laba permanen dengan proksi perubahan harga masa lalu (Δp_{t-1}) yang dapat memberi informasi tentang perubahan laba permanen harapan sekarang dan yang akan datang.

Brickley (1983), Healy dan Palepu (1988), dan Aharony dan Dotan (1994) memberi bukti bahwa peningkatan dividen mengarah kepada peningkatan laba yang akan datang. Berikutnya, Fama dan French (1998a; 1998b) menyatakan bahwa variabel-variabel yang memproksi laba yang diharapkan di masa akan datang adalah relevan untuk menjelaskan pembayaran dividen (*dividend payouts*) sekarang. Kao dan Wu (1994) menemukan bukti marginal tentang dividen sebagai pemberi sinyal (*signaling*) dengan menggunakan model Marsh dan Merton. Hasilnya

menunjukkan bahwa perubahan dividen memberi sinyal signifikan pada laba perusahaan di masa yang akan datang dan hal ini mencerminkan praktik *dividen smoothing*. Hasil penelitian Kao dan Wu membuktikan ada hubungan yang positif antara perubahan yang tak terduga pada dividen dan laba permanen dan hubungan ini nampaknya berkorelasi dengan atribut perusahaan tertentu. Bernheim dan Wanz (1995) juga menemukan bukti dukungan atas penjelasan dividen sebagai sinyal daripada penjelasan keagenan.

Hasil penelitian Garret dan Priestley (2000) menunjukkan bahwa kebijakan dividen memberi informasi tentang guncangan positif pada laba permanen sekarang dan juga menunjukkan bahwa perubahan laba permanen harapan, dipengaruhi oleh perubahan harga berkelambanan, tetapi perubahan dividen tidak memberi sinyal tentang laba permanen yang akan datang. Selain itu, penelitiannya menunjukkan tingginya *speed of adjustment of dividend* terhadap dividen target. Selanjutnya, penelitian Benartzi dkk. (1997) menyatakan bahwa perubahan dividen memberi informasi tentang tingkat laba sekarang dan laba masa lalu. Pernyataan ini menunjukkan bahwa dividen akan merespon baik harga di masa lalu, sesuai dengan model Marsh dan Merton (1987) dan berfungsi sebagai peramalan atas laba



Gambar 1
Model Teoritis Laba Permanen dan Perilaku Dividen

permanen sekarang dan yang akan datang, maupun laba permanen sekarang yang tak terduga. Berdasarkan harapan teoritis dan hasil empiris sebelumnya dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1a: Guncangan tak terduga (*unexpected shock*) pada laba permanen sekarang berpengaruh pada perubahan dividen sekarang.

H1b: Perubahan laba permanen sekarang yang diharapkan berpengaruh pada perubahan dividen sekarang.

H1c: Perubahan laba permanen yang akan datang berpengaruh pada perubahan dividen sekarang.

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang berasal dari berbagai sumber, yaitu 1) *Indonesian Capital Market Directory*; 2) *Indonesian Securities Market Database*; 3) *Jakarta Stock Exchange statistic Monthly*; dan 4) *Jakarta Stock Exchange Statistic Fact Book*. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dengan tipe *judgement sampling*. Kriteria sampel penelitian yang digunakan untuk memilih sampel adalah dengan mendasarkan pada prosedur sebagai berikut, yaitu 1) perusahaan manufaktur dan jasa yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode 1991 sampai dengan 2002; 2) perusahaan yang melakukan pembayaran *cash dividend* selama periode 1991 sampai dengan 2002; dan 3) emiten memiliki data yang lengkap selama periode 1991 sampai dengan 2002.

Model empiris keperilakuan dividen mendasarkan pada *Error Correction Model* (ECM). Menurut Garret dan Priestley (2000) dividen target merupakan suatu fungsi dari laba permanen dan harga masa lalu sehingga $d_t^* = \lambda(p_{1-t}, e_t^*)$, di mana e_t^* merupakan log dari laba permanen. Dengan mengasumsikan bahwa log dividen target adalah fungsi linear dari log atas harga dan log atas laba permanen maka model empiris dapat ditulis sebagai berikut (Garret dan Priestley, 2000):

$$\Delta d_t = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta p_{1-t} + \gamma_2 \Delta e_t^* + \gamma_3 (d_{t-1} - \pi_1 p_{t-2} - \pi_2 e_{t-1}^*) + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\Delta d_t = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta p_{1-t} + \gamma_2 \Delta e_t^* + \gamma_3 ECM_t + \varepsilon \quad (2)$$

Keterangan:

Δp_{1-t} , perubahan harga saham menunjukkan suatu

peramalan perubahan laba permanen harapan, Δe_t^* menunjukkan guncangan (*shock*) sekarang terhadap laba permanen, $(d_{t-1} - \pi_1 p_{t-2} - \pi_2 e_{t-1}^*)$, menunjukkan penyimpangan jangka pendek dari rasio pembayaran dividen target (*target dividend payout ratio*) jangka panjang, dan ε_t adalah *white noise error term*. Tidak seperti model sebelumnya, model Garret dan Priestley ini memandang perubahan dividen sebagai respon yang optimal dari manajer untuk meminimalkan biaya penyesuaian terhadap *desired payout ratio* yang memungkinkan informasi tentang laba permanen dibagi dalam dua level: Δe_t^* memberikan informasi tentang guncangan tak terduga (*unexpected shock*) pada laba permanen sekarang; Δp_{1-t} dapat memberi informasi tentang perubahan laba permanen harapan sekarang dan yang akan datang.

Garret dan Priestley (2000) berpendapat bahwa para manajer mungkin mengubah dividen dalam merespon laba permanen sekarang. Persoalannya adalah model sebelumnya tidak memiliki ukuran guncangan seperti pada laba permanen. Untuk mengatasi persoalan ini, Garret dan Priestley mengusulkan suatu teknik pengukuran laba permanen yang diekstraks dengan menggunakan pendekatan Kalman Filter. Secara teoritis laba perusahaan terdiri dari dua komponen, yaitu permanen (e_t^*) dan *transitory* (u_t).

$$e_t = e_t^* + u_t \quad (3)$$

dimana e_t (log laba aktual) adalah penjumlahan dari log laba permanen dan log laba transitori. Untuk melengkapi model, perlu menentukan persamaan yang menentukan evolusi dari laba permanen yang tidak dapat diobservasi. Spesifikasi umum persamaan menjadi sebagai berikut:

$$e_t^* = e_{t-1}^* + b_{t-1} + v_t \quad (4)$$

$$b_t = b_{t-1} + h_t \quad (5)$$

Persamaan ini menyatakan bahwa laba permanen berkembang sebagai *random walk* dengan *trend* yang berubah. Untuk mengekstrak suatu pengukuran laba permanen, persamaan 3, 4, dan 5 akan diperlakukan sebagai definisi model komponen yang tak terobservasi. Komponen ini diestimasi melalui

pendekatan model *Kalman filter*.

Harga pasar (P_t) dalam tulisan ini menggunakan data IHSG sebagai proksi laba permanen (e_t^*). Secara matematik perhitungan *return* pasar saham relatif $R_t = P_t/P_{t-1}$. *Return* pasar saham relatif digunakan sebagai laba orservasi. Alasannya harga (P_t) sebagai proksi laba permanen sesuai dengan penelitian Marsh dan Merton (1987) yang membuktikan bahwa harga saham merupakan proksi terbaik untuk laba permanen dibandingkan laba akuntansi. Selanjutnya, Kao dan Wu (1994) menjelaskan bahwa secara konseptual laba permanen (e_t^*) adalah apa yang para manajer ketahui tentang prospek yang akan datang dan mencoba menyampaikan sinyal dengan pembagian dividen, d_t . Harga mencerminkan apa yang pasar pelajari melalui dividen dan sumber informasi lainnya tentang laba permanen, e_t^* . Laba permanen tidak dapat diobservasi, oleh karenanya harga pasar, P_t , berguna sebagai proksi yang tepat bagi informasi pribadi para manajer tentang prospek perusahaan (e_t^*). Dalam penelitian selanjutnya laba permanen diberi simbol EPMT.

Dalam penelitian harga diberi simbol P. Indeks harga (P_t) adalah diukur dengan indeks harga saham gabungan (IHSG) di Bursa Efek Jakarta. Penelitian ini menggunakan indeks harga saham gabungan. Harga pasar P_t , berguna sebagai proksi yang tepat bagi informasi pribadi para manajer tentang prospek perusahaan. Dalam penelitian ini, *Disired Dividen* dan Dividen Aktual atau d_t diberi simbol DIV. *Desired Dividen* adalah tingkat dividen yang tidak dapat diobservasi yang para manajer miliki dan untuk memancarkan informasi dalam, jika tidak ada kendala lain. Dividen aktual adalah adalah tingkat dividen observasi yang sesungguhnya perusahaan bayar. Dividen (d_t) agregat didefinisikan sebagai penjumlahan pembayaran dividen kas pada periode bulan tertentu (Marsh dan Merton, 1987) untuk semua perusahaan manufaktur dan jasa yang terdaftar Bursa Efek Jakarta, selama periode 1990 sampai dengan 2002. Secara matematis:

$$\text{Dividen Per Share agregat (DIV) adalah } \sum_{i=1}^N (d_{i,t}/P_{i,t}),$$

dimana, i = perusahaan ke- i sampai dengan perusahaan ke- n pada suatu periode bulan tertentu.

HASIL PENELITIAN

Isu penting tentang hubungan target dividen adalah harus stasioner, jika para manajer memiliki kebijakan penyesuaian ke arah target. Hal ini berarti hubungan target harus merupakan *cointegrating vector* (Garrett dan Priestley, 2000). Berdasarkan itu langkah pertama dalam analisis perilaku dividen seharusnya menguji apakah ada kointegrasi di antara variabel-variabel yang diuji, yaitu Dividen (DIV), Harga (P), dan laba permanen (EPMT).

Analisis data dimulai dengan uji akar dan uji derajat integrasi. Uji akar-akar unit dapat dipandang sebagai uji stasionaritas data. Pengujian akar-akar unit dalam analisis runtun waktu perlu dilakukan untuk memenuhi validitas analisis ECM. Uji tersebut dimaksudkan untuk mengamati apakah koefisien tertentu dari model autoregresif yang ditaksir memiliki nilai satu atau tidak. Uji akar-akar unit yang digunakan dalam penelitian ini, menggunakan uji Dickey Fuller (DF) dan Uji Augmented Dickey Fuller (ADF). Nilai DF dan ADF_{hitung} tersebut dibandingkan dengan nilai DF dan ADF_{tabel}, untuk mengetahui ada tidaknya akar-akar unit. Kriteria pengujian adalah, jika nilai DF (ADF) hitung lebih kecil daripada nilai DF (ADF) tabel, maka data tidak stasioner, sebaliknya jika nilai DF (ADF) hitung lebih besar daripada nilai DF (ADF) tabel maka data stasioner.

Pada dasarnya uji derajat integrasi merupakan perluasan uji akar-akar unit. Apabila ternyata dengan uji akar-akar unit ditemukan bahwa data yang diamati belum stasioner maka perlu dilakukan uji derajat integrasi. Uji ini dilakukan untuk melihat pada derajat atau diferensi keberapa data yang diamati akan stasioner. Untuk uji derajat integrasi, apabila nilai hitung mutlak DF dan ADF lebih kecil daripada nilai kritis mutlak (pada $\alpha = 1\%$), maka variabel tersebut tidak stasioner, sebaliknya jika nilai hitung mutlak DF dan ADF lebih besar daripada nilai kritis mutlak (pada $\alpha=1\%$), maka variabel tersebut stasioner.

Hasil pengujian stasioneritas data, uji akar-akar unit, dan uji derajat integrasi yang dilakukan terhadap semua variabel dalam penelitian ini disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1
Hasil Uji Akar-akar Unit dan Uji Derajat Integrasi Berdasarkan DF dan ADF
Terhadap Variabel DIV, P, EPMT, LDIV, LP, LEPMT

Variabel	Uji Akar-Akar Unit		Uji Derajat Integrasi	
	DF	ADF	DF	ADF
DIV	-8.099461*	-8.122538*	-12.90648*	-12.86513*
P	-2.972408**	-3.051112	-8.937713*	-8.900582*
EPMT	-8.706440*	-8.705356*	-13.36940*	-13.32684*
LDIV	-7.161010*	-7.194909*	-10.39105*	-10.35506*
LP	-2.893362**	-3.033873	-9.006245*	-8.972530*
LEPMT	-7.844380*	-7.912704*	-12.98648*	-12.93829*

*Signifikan pada *critical value*, $\alpha = 1\%$
 **Signifikan pada *critical value*, $\alpha = 5\%$
 ***Signifikan pada *critical value*, $\alpha = 10\%$

Berdasarkan Tabel 1, terlihat bahwa hampir semua variabel stasioner pada ordo nol, I(0) pada nilai kritikal, $\alpha = 1\%$, kecuali variabel harga (P) tidak stasioner pada semua nilai kritikal. Oleh karena itu, variabel harga (P) diuji derajat integrasinya dan ternyata stasioner pada I(1) pada nilai kritikal $\alpha = 1\%$. Setelah terpenuhinya uji stasioneritas data berdasarkan uji akar-akar unit dan uji derajat integrasi, maka langkah selanjutnya adalah melakukan uji kointegrasi. Tujuan utama uji kointegrasi adalah untuk mengkaji apakah residual regresi kointegrasi stasioner atau tidak (Insukindro, 1992:263). Pengujian ini sangat penting apabila ingin dikembangkan suatu model dinamis, khususnya model koreksi kesalahan atau *error correction model* (ECM), yang mencakup variabel-variabel kunci pada regresi kointegrasi terkait. Hal ini dilakukan karena ECM konsisten dengan konsep kointegrasi

(Granger, 1986, Engle dan Granger, 1987, Insukindro, 1992:263).

Untuk melakukan uji kointegrasi ini harus diyakini terlebih dahulu apakah variabel-variabel yang terkait dalam pendekatan ini mempunyai derajat integrasi yang sama atau tidak. Pada umumnya pembahasan mengenai isu terkait lebih memusatkan perhatiannya pada variabel yang berkointegrasi nol [(0)] atau satu [(1)]. Uji statistik yang umumnya digunakan dalam pendekatan ini adalah uji *CRDW* (*Cointegrating Regression Durbin Watson*), DF (*Dickey-Fuller*), dan ADF (*Augment Dickey-Fuller*). Untuk menghitung statistik CRDW, DF, dan ADF ditaksir regresi kointegrasi dengan metode kuadrat terkecil biasa (OLS). Hasil uji kointegrasi berdasarkan metode CRDW, DF, dan ADF disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2
Hasil Uji Kointegrasi
Pada Variabel DIV, LDIV, P, LP, EMPT, LEMPT pada lags interval 1 (1)

Eigenvalue	Likelihood Ratio	5 Percent Critical Value	1 Percent Critical Value	Hypothesized No. of CE(s)
0.415205	218.8944	94.15	103.18	None **
0.385454	156.6611	68.52	76.07	At most 1 **
0.306942	100.1841	47.21	54.46	At most 2 **
0.267619	57.65365	29.68	35.65	At most 3 **
0.126065	21.52500	15.41	20.04	At most 4 **
0.049542	5.894078	3.76	6.65	At most 5 *

*(**) denotes rejection of the hypothesis at 5%(1%) significance level
 L.R. test indicates 6 cointegrating equation(s) at 5% significance level

Hasil uji kointegrasi ini menunjukkan bahwa nilai residu yang didapat ternyata semua variabel terkointegrasi pada ordo satu I (1). Hasil uji kointegrasi ini mengindikasikan bahwa dividen benar-benar menyesuaikan ke arah target jangka panjang. Hasil uji ini menunjukkan bahwa harga maupun laba permanen merupakan variabel penting dalam hubungan jangka panjang.

Analisis berikutnya tentang pemilihan bentuk model empiris. Tujuannya adalah untuk menentukan apakah model empiris dalam bentuk linier tanpa *log* ataukah dalam bentuk *log* linier. Hal ini penting terutama dalam hubungannya dengan tujuan dari penelitian ini. Pendekatan yang digunakan adalah Metode MacKinnon, White dan Davidson (1980), atau lebih dikenal dengan MWD Test untuk menentukan model regresi, tanpa *log* linier ataukah *log*-linier. Model yang akan diuji adalah membandingkan di antara dua model fungsi dividen agregat perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, yaitu antara model linier (6) dan *log* linier (7) berikut ini:

$$DIV = a_0 + a_1 P_t + a_2 EPMT_{t+U} + U_t \quad (6)$$

$$LDIV = b_0 + b_1 LP_t + b_2 LEPMT_{t+V} + V_t \quad (7)$$

Dimana parameter a_1 , a_2 , b_1 dan b_2 , dianggap berpangkat 1, DIV dan LDIV adalah variabel dependen, variabel P_t dan $EPMT_t$ adalah variabel independen, sedangkan U_t dan V_t adalah variabel gangguan (*disturbance error*).

Hasil uji MWD disajikan pada Tabel 3. Berdasarkan hasil uji MDW melalui regresi persamaan (6) dan (7) maka dapat disimpulkan bahwa tidak

ditemukan adanya perbedaan yang berarti antara kedua bentuk fungsi model empiris (linier dan *log* linier), dengan derajat kepercayaan 95% ($\alpha=5\%$). Bentuk fungsi model empiris linier maupun *log* linier adalah independen, karena baik Z1 maupun Z2 tidak signifikan secara statistik sehingga bebas memilih di antara kedua model tersebut.

Langkah berikutnya adalah memilih model empiris terbaik. Untuk memilih manakah di antara beberapa model yang akan dipilih sebagai model terbaik yang akan diestimasi, digunakan seleksi kriteria model dengan membandingkan 4 model sebagai berikut:

$$\text{Model 1, DIV} = a_0 + a_1 P_t + a_2 EPMT_{t+U} \quad (8)$$

$$\text{Model 2, LDIV} = b_0 + b_1 LP_t + b_2 LEPMT_{t+V} \quad (9)$$

$$\text{Model 3, DDIV} = \gamma_0 + \gamma_1 DP_{t-1} + \gamma_2 DEPMT_{t+} + \gamma_3 ECM_t \quad (10)$$

$$\text{Model 4, DLDIV} = \gamma_0 + \gamma_1 DLP_{t-1} + \gamma_2 DLEPMT_{t+} + \gamma_3 ECM_t \quad (11)$$

Rangkuman hasil estimasi dan uji keempat model dengan seleksi kriteria model dan uji diagnostik disajikan pada Tabel 4. Uji diagnostik ini dimaksudkan untuk melakukan pengujian apakah hasil estimasi dari model yang diamati memenuhi asumsi dasar linear klasik ataukah tidak. Apabila asumsi dasar terpenuhi, maka estimator yang diperoleh dari koefisien regresi akan bersifat *best linear unbiased estimator*. Dalam tulisan ini uji diagnostik yang akan dilakukan adalah terdiri dari uji non autokorelasi, uji homoskedastisitas, uji linearitas, dan uji normalitas. Uji non autokorelasi

Tabel 3
Hasil Uji MWD

Variabel Dependen: DIV		Variabel Dependen: LDIV	
Konstanta	-834.0342 (-0.233239)	Konstanta	7.106885 (2.393991)
P	-0.444833 (-0.115402)	LP	-0.075131 (-0.159648)
EPMT	1544.429 (0.878288)	LEPMT	2.529350 (0.878288)
Z1	1824.465 (0.409858)	Z2	-0.000115 (-0.358665)

dilakukan dengan uji Durbin Watson, Uji *Lagrange Multiplier* (LM Test), Uji Breusch-Godfrey (*B-Godfrey test*), ARCH test. Uji heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan beberapa pendekatan di antaranya uji Park, uji Glejser, uji White, dan uji Breusch-Pagan-Godfrey (BPG). Ada beberapa uji untuk dapat mengetahui normal atau tidaknya faktor gangguan, λ, t , antara lain Jarque-Bera test atau J-B test. Uji ini menggunakan hasil estimasi residual dan *chi-square probability distribution*, (Gujarati, 2003:145-144; Thomas, 1997:343-344). Uji linearitas menggunakan Ramsey RESET Test, LM test. Hasil uji diagnostik, dengan uji korelasi serial, dan heteroskedastisitas menunjukkan semua model lolos, sedangkan uji linearitas tidak lolos untuk model 2. Uji normalitas untuk semua model adalah tidak terpenuhi atau tidak lolos.

Selanjutnya, kriteria seleksi mendasarkan pada R^2 , Akaike Info Criterion, (AIC), Final Pred. Error (FPE) dan Schwarz Criterion. Berdasarkan keempat model tersebut setelah dilihat hasil estimasi dan uji dengan seleksi kriteria model pada Tabel 4, terlihat bahwa R^2 tertinggi ada pada model 3 dan diikuti oleh model 4. Model 3 untuk kriteria Akaike Info Criterion, (AIC), Final Pred. Err, (FPE) dan Schwarz criterion memiliki nilai paling besar. Kriteria Akaike Info Criterion, (AIC), Final Pred. Err, (FPE) dan Schwarz criterion yang memiliki nilai paling minimum adalah model 2 dan diikuti oleh model 4. Namun demikian, model 4 memiliki R^2 tertinggi.

Berdasarkan hasil uji kriteria model pada Tabel 4, ternyata yang paling banyak menunjukkan indikasi model yang paling tepat dan unggul adalah model 4, dengan demikian dalam penelitian ini yang dipakai adalah model 4. Oleh karena itu, rangkuman hasil uji hipotesis berdasarkan persamaan model 4 dan koefisien substitusi yang dipilih disajikan dalam Tabel 5:

Berdasarkan hasil estimasi model 4 yang sudah dilakukan dapat dikatakan model ECM sukses dalam mengestimasi faktor-faktor yang mempengaruhi perilaku dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama periode bulanan 1990-2002. Indikasi awal dari kesuksesan penggunaan model ECM ini dapat dilihat dari nilai koefisien *error correction term* dalam model yang ternyata signifikan secara statistik. Nilai ini sekaligus menunjukkan sahnya spesifikasi model yang digunakan dalam penelitian ini. Koefisien *error correction term* adalah -0.682173 (p -

$value = 0,000 < \alpha = 5\%$). Angka ini menunjukkan bahwa proporsi biaya ketidakseimbangan yang disesuaikan dalam perilaku dividen pada periode 1990-2002 sekitar 68,22%. Selanjutnya, nilai $R^2 = 36,21\%$, yang berarti 36,21% dari variasi variabel perilaku dividen mampu dijelaskan oleh variasi himpunan variabel independen. Demikian juga, nilai $F = 23.08778$, signifikan secara statistik. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel harga berkelambanan dan laba permanen mempengaruhi perubahan dividen target.

Berdasarkan model 4, hasil penelitian menunjukkan bahwa koefisien laba permanen adalah positif dan signifikan ($p-value = 0,08 < \alpha = 5\%$). Hal ini berarti, guncangan terhadap laba permanen yang signifikan mengindikasikan bahwa dividen berubah untuk merespon perubahan laba permanen yang tak terduga. Perusahaan tetap mempertahankan proporsi yang besar atas laba permanen sekarang yang tak terduga. Hasil penelitian ini mendukung pernyataan hipotesis H1a bahwa perubahan dividen sekarang dipengaruhi oleh guncangan tak terduga (*unexpected shock*) pada laba permanen sekarang. Selanjutnya, hasil penelitian juga menunjukkan bahwa koefisien atas perubahan harga saham berkelambanan (*lagged stock price*) (DLP_{t-1}) positif = 2.758925 dan signifikan ($p-value = 0,08 < \alpha = 10\%$). Hal ini berarti, perubahan dividen sekarang disebabkan oleh perubahan harga di masa lalu. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis H1b bahwa perubahan dividen sekarang dipengaruhi oleh perubahan laba permanen sekarang yang diharapkan. Berikutnya, koefisien *error correction term* sebesar -0.682173 mencerminkan besarnya *speed of adjustment*. Hasil ini lebih besar daripada hasil yang dilaporkan Garrett dan Priestley (2000) sebesar -0,3914 dan Marsh dan Merton (1987) sebesar -0,085. Hasil ini menyiratkan bahwa perusahaan lebih cepat menyesuaikan untuk mencapai dividen target jangka panjang.

Untuk menguji hipotesis H1c, tentang apakah perubahan harga saham berkelambanan (DLP_{t-1}) mampu menangkap informasi tentang perubahan yang diharapkan pada laba permanen yang akan datang. Dengan mengikuti langkah-langkah yang dilakukan oleh Garrett dan Priestley (2000) maka perlu menetapkan, 1) apakah perubahan laba yang akan datang adalah signifikan jika perubahan harga saham berkelambanan dikeluarkan dari model; dan 2) apakah perubahan laba yang akan datang itu tetap signifikan ketika perubahan

Tabel 4
Perbandingan Empat Model Estimasi ECM

Variabel Independen	Variabel Dependen			
	Model 1 (DIV)	Model 2 (LDIV)	Model 3 (DDIV)	Model 4 (DLDIV)
Konstanta	-1346.367 (0.6875)	7.476490 (0.0080)	1119.356 (0.0009)	0.514774 (0.0003)
P	-532120 (0.5836)			
EPMT	3934.805 (0.2402)			
LP				
LEPMT		-0.117506 (0.7962)		
DP _{t-1}		2.556727 (0.3745)		
DEPMT			12.55212 (0.1675)	
DLP _{t-1}			3560.267 (0.2933)	2.758925 (0.0829)
DLEPMT				8.041346 (0.0087)
ECM			-784159 (0.0000)	-0.682173 (0.0000)
N	156	156	153	126
R-squared, R ²	0.009833	0.005927	0.398418	0.362136
Adj. R-squared, R ²	-0.003282	-0.008800	0.386306	0.346451
F	0.749780	0.402466	32.89349	23.08778
RSS	2.28E+09	271.3591	2.18E+09	224.6777
Akaike Info Cr., (AIC)	15.191.430,05	1,81	14.988.078,83	1,90
Final Pred. Err, (FPE)	15.191.502,09	1,81	14.988.257,45	1,90
Schwarz Cr.	29.236.475,72	3,48	42.673.573,76	5,35
Uji Diagnosis				
1. Korelasi serial				
DW	1.580621	1.387555	1.990750*	1.727517
χ^2 (1)	0.005075*	0.040846*	0.097781*	0.592400*
2. Linearitas				
χ^2 (1)	0.413018*	2.938390	11.24787*	2.562950*
3. Normalitas				
χ^2 (1)	23186.64	10.75258	24981.62	24.65953
4. Heteroskedastisitas				
χ^2 (1)	1.806377*	1.806377*	5.113466*	2.729623*

Keterangan: * lolos dari uji kriteria model

Tabel 5
Rangkuman Hasil Estimasi ECM

Model 4: $DLDIV_t = \gamma_0 + \gamma_1 DLP_{t-1} + \gamma_2 DLEPMT_{t+1} + \gamma_3 ECM_t$
 $DLDIV = 0.514774 + 2.758925 * DLP1 + 8.041346 * DLEPMT - 0.682173 * ECM.$

Hipotesis	Variabel	Prediksi	Koefisien	P-Value	Simpulan
H1a	$DLEPMT_t$	$\gamma_2 > 0$	8.041346	(0.0087)	Didukung
H1b	DLP_{t-1}	$\gamma_1 > 0$	2.758925	(0.0829)	Didukung
	ECM	$\gamma_3 < 0$	-0.682173	(0.0000)	Didukung

Tabel 6
Uji Kausalitas: Granger Causality Tests

$DLDIV_t = f(DLP_{t-1})$ atau $DLP_{t-1} = f(DLDIV_t)$
 $DLDIV_t = f(DLEPMT_{t+1})$ atau $DLEPMT_{t+1} = f(DLDIV_t)$
 $DLDIV_t = f(DLEPMT_{t+1})$ atau $DLEPMT_{t+1} = f(DLDIV_t)$

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Probability
DLP(-1) does not Granger Cause DLDIV	116	4.37634	0.03868
DLDIV does not Granger Cause DLP(-1)	6.25599	0.01381	
DLEPMT does not Granger Cause DLDIV	116	0.02298	0.87979
DLDIV does not Granger Cause DLEPMT	0.87972	0.35028	
DLEPMT+1 does not Granger Cause DLDIV	116	4.90657	0.02876
DLDIV does not Granger Cause DLEPMT+1	3.27173	0.07314	

harga saham berkelembanan dimasukkan dalam model. Jika perubahan laba yang akan datang adalah signifikan ketika perubahan *lagged stock price* dikeluarkan dan tidak signifikan ketika perubahan harga saham berkelembanan dimasukkan maka informasi tentang pertumbuhan laba yang akan datang dapat ditangkap oleh perubahan harga saham berkelembanan.

Pengujian tentang apakah perubahan harga saham berkelembanan (DLP_{t-1}) mampu menangkap informasi tentang perubahan yang diharapkan pada laba permanen yang akan datang, dilakukan dengan dua cara, yaitu 1) pengujian kausalitas, yaitu menggunakan pengujian *Granger Causality Test*. Dalam hal ini perubahan laba yang akan datang adalah zero pada regresi. Hasil uji kausalitas, *granger causality tests* disajikan pada Tabel 6. Berdasarkan Tabel 6, hasil uji dengan lag 1 menunjukkan hubungan kausalitas dua arah antara perubahan dividen dan

perubahan harga saham berkelembanan, sedangkan hubungan kausal antara laba permanen sekarang ($DLEPMT_t$) dan Dividen ($DLDIV_t$) adalah bebas. Hipotesis nol adalah laba permanen yang akan datang, $DLEPMT_{t+1}$ tidak mempengaruhi $DLDIV_t$, ditolak dan sebaliknya diterima pada $\alpha = 5\%$. Temuan ini mengindikasikan bahwa adanya hubungan satu arah laba permanen yang akan datang terhadap dividen sekarang.

2) pendekatan dengan menilai signifikansi dari variabel perubahan laba permanen yang akan datang ($DLEPMT_{t+1}$). Hal ini dilakukan dengan cara menguji apakah $\lambda_1 = 0$, dan dengan mengeluarkan variabel perubahan harga berkelembanan (DLP_{1-t}) dalam regresi:

$$DLDIV_t = \gamma_0 + \gamma_2 DLEPMT_t + \gamma_3 (ECM)_t + \lambda_1 DLEPMT_{t+1} \tag{12}$$

Tabel 7
Ringkasan Hasil Uji Signaling

$$DLDIV_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_2 DLEPMT_{t+1} + \gamma_3 (ECM)_{t+1} + \lambda_1 DLEPMT_{t+1}$$

$$DLDIV_{t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 DLP_{t+1} + \gamma_2 DLEPMT_{t+1} + \gamma_3 (ECM)_{t+1} + \lambda_1 DLEPMT_{t+1}$$

Variabel Independen	Variabel Independen	
	1. Model 4 (DLDIV)	2. Model 4(DLDIV)
Konstanta	0.500567 (0.0004)	0.519086 (0.0002)
DLP _{t+1}	-	1.977020 (0.2777)
DLEPMT _t	5.853727* (0.0233)	7.678566* (0.0130)
ECMD	-0.670410* (0.0000)	-0.685333* (0.0000)
LEPMT _{t+1}	7.267349 (0.1075)	4.512254 (0.3820)
N	126	126
R-squared, R ²	0.359942	0.366169
Adjusted R-squared, R ²	0.344203	0.345216
F	22.86929	17.47569
RSS	225.4504	223.2570
Akaike Info Cr., (AIC)	1.5500	1.5600
Final Prediction Err, (FPE)	1.5500	1.5600
Schwarz Cr.	4.4200	5.8400
Uji Diagnosis		
1. Korelasi serial		
DW	1.688119	1.688119
$\chi^2(1)$	0.743407*	0.578462*
2. Linearitas		
$\chi^2(1)$	2.229626*	2.355973*
3. Normalitas		
$\chi^2(1)$	22.67979	23.43256
4. Heteroskedastisitas		
$\chi^2(1)$	2.977086*	3.764937*

Keterangan: * Lolos dari uji kriteria model

*Signifikan pada *critical value*, $\alpha = 1\%$

**Signifikan pada *critical value*, $\alpha = 5\%$

***Signifikan pada *critical value*, $\alpha = 10\%$

Berikutnya, pendekatan dengan menilai signifikansi dari De^*_{t+1} atau dengan menguji apakah $I_1 = 0$, dan dengan memasukkan variabel harga ($DLP_{1,t}$) dalam regresi:

$$DLDIV_t = g_0 + g_1 DLP_{1,t} + g_2 DLEPMT_{t+1} + g_3 (ECM)_t + I_1 DLEPMT_{t+1} \quad (13)$$

Hasil uji signal dengan mempertimbangkan variabel perubahan harga berkelambanan, $DLP_{1,t}$ dan perubahan laba permanen yang akan datang $DLEPMT_{t+1}$ disajikan pada Tabel 7. Pengujian berdasarkan pada persamaan Model 4 dengan tanpa memasukkan variabel perubahan harga berkelambanan $DLP_{1,t}$ dan dengan memasukkan $\lambda_1 DLEPMT_{t+1}$. Pengujian signifikansi dari laba permanen yang akan datang, $DLEPMT_{t+1}$ dengan menguji apakah $I_1 = 0$ dan dengan mengeluarkan variabel harga berkelambanan, ($DLP_{1,t}$) dalam regresi. Hasil uji signal pada Tabel 7 menunjukkan adanya arah hubungan yang positif kuat antara perubahan dividen sekarang dan laba permanen sekarang ($p\text{-value} = 0,0233 < \alpha = 5\%$). Namun demikian, perubahan laba permanen yang akan datang tidak berpengaruh pada perubahan dividen sekarang ($p\text{-value}, 0.1075 > \alpha = 5\%$).

Analisis berikutnya adalah apakah variabel laba permanen yang akan datang, $DLEPMT_{t+1}$ memiliki signifikansi jika memasukkan variabel perubahan harga berkelambanan, $\Delta p_{1,t}$, seperti yang disarankan peneliti sebelumnya (Marsh dan Merton, 1987; Garrett dan Priestley, 2000). Untuk itu penelitian ini menilai signifikansi dari $DLEPMT_{t+1}$ dengan menguji apakah $\lambda_1 = 0$, dan dengan memasukkan variabel perubahan harga berkelambanan ($DLP_{1,t}$) dalam model regresi. Berdasarkan Tabel 7 hasil dari pengujian hipotesis ini menunjukkan bahwa laba permanen yang akan datang ($DLEPMT_{t+1}$) juga memiliki koefisien yang positif tetapi tidak signifikan ($p\text{-value}, 0.3820 > \alpha = 5\%$). Hasil ini menunjukkan bahwa perubahan dividen sekarang tidak memberi informasi tentang perubahan laba permanen yang akan datang. Hasil ini tidak mendukung hipotesis H1c, yang menyatakan bahwa perubahan dividen sekarang dipengaruhi oleh perubahan laba permanen yang akan datang. Namun demikian, hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan yang positif kuat antara perubahan dividen sekarang dan laba permanen sekarang ($p\text{-value} = 0.0130 < \alpha = 5\%$).

PEMBAHASAN

Hasil analisis koefisien model estimasi *ECM* menunjukkan bahwa perubahan dividen sekarang dipengaruhi oleh guncangan tak terduga (*unexpected shock*) pada laba permanen sekarang. Hasil ini mendukung hipotesis H1a. Hasil ini mengungkapkan adanya hubungan semasa antara dividen dan guncangan terhadap laba permanen. Hasil ini mengindikasikan dividen sekarang mengandung informasi tentang kejutan laba permanen sekarang. Hal ini berarti dividen sekarang dapat dikatakan sinyal. Hasil ini konsisten dengan hasil penelitian Garrett dan Priestley (2000). Demikian juga, hasil analisis regresi membuktikan bahwa perubahan dividen sekarang dipengaruhi oleh perubahan laba permanen sekarang yang diharapkan. Hasil penelitian ini mendukung hipotesis H1b. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan hanya meningkatkan dividen apabila manajemen percaya laba permanen meningkat. Dalam hal ini, dividen sebagai cara untuk mengungkapkan informasi tentang prospek perusahaan kepada para investor. Hasil ini dapat terjadi karena pada saat itu sejumlah besar pemegang saham memiliki horizon investasi jangka pendek dan adanya keinginan manajemen untuk menyampaikan signal informasi yang positif melalui kebijakan dividen. Temuan ini konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya (Garrett dan Priestley, 2000; Benartzi dkk., 1997) yang menyimpulkan perubahan dividen sekarang dipengaruhi oleh perubahan laba permanen sekarang yang diharapkan.

Sementara itu, hasil uji *signaling* menunjukkan bahwa perubahan dividen sekarang tidak dipengaruhi oleh perubahan laba permanen yang akan datang. Hasil ini tidak memberi dukungan pada hipotesis H1c. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa perubahan dividen sekarang tidak memberi informasi tentang perubahan laba permanen yang akan datang melebihi informasi yang disampaikan oleh perubahan harga masa lalu, tetapi memberi informasi tentang laba permanen sekarang. Hasil ini tidak signifikan bisa terjadi karena, pertama, level interaksi antara para manajer dan pemegang saham sangat intens. Contoh pembagian dividen di Indonesia ditentukan hanya berdasarkan RUPS. Kedua, kemungkinan horizon investasi para investor adalah jangka panjang. Para pemegang saham yang memiliki horizon investasi jangka panjang, tidak

tertarik dengan signal dividen jangka pendek karena asimetrik informasi akan terungkap secara lambat laun tanpa peduli atas perubahan kebijakan dividen.

Dalam perspektif Indonesia, hasil uji *signaling* penelitian ini juga tidak memberi dukungan terhadap prediksi model asimetrik informasi bahwa dividen sebagai cara untuk mengungkapkan informasi tentang laba permanen yang akan datang tentang prospek perusahaan kepada para investor. Konsisten dengan teori asimetrik informasi, perubahan dividen seharusnya memberi sinyal tidak hanya pada peningkatan “laba sekarang” tetapi juga “laba yang akan datang”. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian sebelumnya (Garrett dan Priestley, 2000; Benartzi dkk., 1997), yang menyimpulkan perubahan dividen sekarang tidak dipengaruhi oleh perubahan laba permanen yang akan datang. Selain itu, simpulan ini sejalan dengan rangkuman penelitian yang dilakukan oleh Miller, 1987 bahwa laba sekarang dan sebelumnya merupakan variabel penjelas yang lebih baik daripada laba yang akan datang bagi perilaku dividen.

Koefisien dari *error correction term* sebesar -0.682173 mencerminkan besarnya *speed of adjustment*. Hasil ini lebih besar daripada hasil yang dilaporkan dalam penelitian Garrett dan Priestley (2000) sebesar -0,3914 dan Marsh dan Merton (1987) sebesar -0,085. Hasil ini menyiratkan bahwa perusahaan di Indonesia lebih cepat menyesuaikan dividen target jangka panjang. Sejalan dengan pandangan Dewenter dan Warther (1998) bahwa penyesuaian yang lebih cepat terhadap dividen target mengindikasikan rendahnya persoalan keagenan. Dalam hal ini, Dewenter dan Warther (1998) membuktikan bahwa kecepatan penyesuaian yang rendah terhadap target dividen sebagai akibat dari adanya persoalan keagenan. Dengan demikian, tingginya kecepatan penyesuaian ke arah dividen target dalam kebijakan dividen di perusahaan di Indonesia, mengindikasikan kecilnya persoalan keagenan yang terjadi.

SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN SARAN

Simpulan

Berdasarkan model keperilakuan dividen yang diusulkan Garrett dan Priestley (2000), menjelaskan bahwa para manajer menyesuaikan ke arah tingkat dividen

target. Penyesuaian ke arah dividen target dan penyimpangan dari dividen target akan menimbulkan biaya. Model ini memperhitungkan dividen berubah dalam merespon guncangan terhadap laba permanen sekarang, masa lalu, dan laba yang akan datang. Perubahan harga berkelambanan digunakan sebagai proksi bagi laba permanen sekarang dan yang akan datang. Hasil penelitian ini mendukung model empiris tentang perilaku dividen yang mana dividen target adalah suatu fungsi dari harga berkelambanan dan laba permanen, mampu memberi penjelasan yang lebih baik tentang perilaku dividen agregat.

Hasil penelitian ini akhirnya menyimpulkan beberapa simpulan penting, yaitu 1) hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perubahan dividen sekarang dipengaruhi oleh guncangan tak terduga (*unexpected shock*) pada laba permanen sekarang. Hasil ini mengungkapkan adanya hubungan semasa antara dividen dan guncangan (*shock*) terhadap laba permanen. Demikian juga, hasil analisis regresi model *ECM* membuktikan bahwa perubahan dividen sekarang dipengaruhi oleh perubahan laba permanen sekarang yang diharapkan. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan hanya meningkatkan pembayaran dividen bila manajemen percaya laba permanen sekarang mengalami peningkatan; 2) berdasarkan estimasi model *ECM*, dalam pengujian *signalling*, menunjukkan bukti bahwa hasil analisis tidak mendukung dugaan perubahan dividen sekarang dipengaruhi oleh perubahan laba permanen yang akan datang. Namun demikian, dalam model estimasi *ECM* ini perubahan dividen sekarang tetap dipengaruhi perubahan laba permanen sekarang; 3) koefisien *error correction term* mencerminkan besarnya *speed of adjustment*. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa koefisien dari *error correction term* ini lebih besar daripada hasil yang dilaporkan Garrett dan Priestley (2000) dan Marsh dan Merton (1987). Hasil ini menyiratkan bahwa perusahaan di Indonesia lebih cepat menyesuaikan dividen target jangka panjang. Sejalan dengan pandangan Dewenter dan Warther (1998) kebijakan dividen dalam kasus perusahaan Indonesia, terindikasi menunjukkan kecilnya tingkat konflik keagenan yang terjadi.

Keterbatasan dan Saran

Penelitian ini menggunakan periode pengamatan 1991-

2002 sehingga fokus hanya pada masa sebelum dan saat terjadi krisis keuangan di Indonesia. Periode ini mengabaikan kondisi setelah periode krisis keuangan di Indonesia. Oleh karena itu, penelitian ke depan membandingkan perilaku dividen pada periode sebelum dan setelah krisis keuangan Indonesia. Selain itu, sampel yang diteliti meliputi seluruh perusahaan yang membayar cash *dividend*. Penelitian ini tidak membedakan jenis industri perusahaan pembayar dividen. Oleh karena itu penting dalam penelitian berikutnya mempertimbangkan peran jenis industri perusahaan. Alasannya jenis industri perusahaan memiliki ketahanan yang berbeda dalam menghadapi persoalan krisis. Penelitian ini belum membedakan perusahaan pembayar dividen ditinjau dari variabel seperti ukuran perusahaan, *growth opportunities*, dan kemampuan laba perusahaan. Penelitian berikutnya penting untuk mempertimbangkan faktor ini dalam menganalisis perilaku dividen. Hal ini sejalan dengan pendapat DeAngelo, DeAngelo, dan Stulz yang menyatakan bahwa perusahaan dengan kesempatan investasi tinggi tetapi labanya rendah merupakan kandidat ideal untuk melakukan dividen sebagai *signal*. Alasannya perusahaan demikian belum mantap sehingga memiliki kesulitan untuk menyampaikan prospek perusahaan ke depan kepada pasar.

DAFTAR PUSTAKA

- Aharony, J. and Swary, I. 1980. "Quartely Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' returns: An Empirical Analysis". *Journal Of Finance*, 35(1): 1-11.
- Aharony, J., and Dotan, A. 1994. "Regular dividend Announcement and Future Unexpected Earning: An empirical Analysis". *Finacial Review*, 29:125-151
- Bernheim, B.D., and Wantz, A. 1995. "A Tax Based Test Of The Dividend Signaling Hypothosis". *American Economic Review*, 85:532-551.
- Babbs, H.S. and Nowman, B.K. 1999. "Kalman Filter of generalized Vasicek Term Structure Model". *Journal Of Finianial and Quantitative Analysis*, 34(1):115-130.
- Benartzi, S, and Michaely, R. and Thaler, R. 1997. "Do Change in Dividends Signal The Future or the Past". *Journal of Finance*, 52(3): 1007-1034.
- Bhattacharya, S. 1979. "Imperfect Information, Dividend Policy, and The Bird In The Hand Fallacy". *Bell Journal of Economics*, 10:259-270.
- Brickley, J.A. 1983. Shareholder Wealth. "Information Signaling, and The Specially Designated Dividend: An Empirical Study". *Journal of Financial Economics*, 12:187-209.
- Copeland, T.E. dan Weston, J.F. 1988. Dividend Policy: Theory, dalam Copeland, T.E. dan Weston, J.F. *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison Wesley Publishing Company: 544-575.
- Copeland, T.E. dan Weston, J.F. 1988. Dividend Policy: Empirical Evidence and Application, dalam Copeland, T.E. dan Weston, J.F. *Financial Theory and Corporate Policy*. Addison Wesley Publishing Company: 576-613.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Skinner, D.J. 2000. "Special dividend and The Evolution of Dividend Signaling". *Journal of Financial Economics*. 57:309-354.
- DeAngelo, H. DeAngelo, L. dan Stulz, R. 2004. "Are Dividend Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation Of Earning". *Journal of Financial Economics*, 72: 425 – 456.
- Dewenter, K.L. dan Warther, V.A. 1998. "Dividend, Asymmetric Information, and Agency Conflict: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and Us Firms". *Journal of Finance*, 53:879-904.
- Easterbrook, F.H. 1984. "Two Agency Cost Explanations of dividends". *American Economic Review*, 74(4): 650-659.

- Engle, R.F. and Granger, C.W.J., 1991. *Long Run Economic Relationship, Reading in Cointegration*. Oxford University Press.
- Fama, E.F. and Blahnik, H. 1998a. "Dividend Policy: An Empirical Analysis". *Journal of The American Statistical Association*, 63(324): 1132-1161.
- Fama, E. F. and French, K.R. 1998b. "Taxes, Financing Decisions, and Firm Value". *Journal of Finance*, 53(3): 819-843.
- Garret, I., and Priestley, R. 2000. "Dividend Behavior and Dividend Signaling". *Journal Of Financial and Quantitative Analysis*, 35(2):173-189.
- Gujarati, D.N. 2003. *Basic Econometrica*. New York: McGraw-Hill.
- Harasty, H. and Roulet, J. 2000. "Modeling Stock Market Return: An Error Correction Model". *Journal Portfolio Management*: 33-46.
- Healy, P. dan Palepu, K. 1988. "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions". *Journal of Financial Economics*, 21:149-175.
- Harvey, A.C. 1984. *Dynamic Models, the Prediction Error Decomposition and State Space*.
- Hess, P.J., 1983. "Test for Taxes Effect In the Pricing of Financial Assets". *Journal of Businnes*, 56(4): 537-554.
- Insukindro, 1998. "Sindrum R2 Dalam Analisis Regresi Linier Runtun Waktu". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 13(4):1-11.
- Insukindro, 1999. "Pemilihan Model Ekonomi Empirik dengan Pendekatan Koreksi Kesalahan". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 14(1):1-8.
- John, K. and William, J. 1984. "Dividend, Dilution, Taxes: A Signalling Equilibrium". *Journal of Finance*, 40: 1053-1070.
- Kao, C., and Wu, C., 1994. "Test of Dividend Signaling Using the Marsh-Merton Model: A Generalized Friction Approach". *Journal of Business*, 67(1): 45-68.
- Litzenberger, R.H. and Ramaswamy, K. 1979. "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Price". *Journal of Financial Economic*, 7:163-195
- Lintner, J. 1956. "Distribution of Income of Corporation among Dividends, Retained Earning, and Taxes". *American Economic Review*, 61:97-113.
- Marsh, T.A. and Merton, R.C. 1987. "Dividen Behavior For The Aggregate Stock Market". *Journal of Business*, 60(1): 1-40.
- Megginson, W. L. 1997. Dividend Policy, dalam Megginon, W. L., *Corporate Finance Theory*, Addison-Wesley, 353-387.
- Miler, M.H. and Rock, K. 1985. "Dividend Policy Under Asymmetric Information". *Journal of Finance*, 40: 1031-1051.
- Rozeff, M. 1982. "Growth, Beta, and Agency Cost as determinats of Dividend Payout Ratios". *Journal of Financial Research*, 5:249-259.