

## **KEBIJAKAN DIVIDEN DALAM PERSPEKTIF *CATERING THEORY***

Priscilla Leony Rustan \*  
Fransiskus Eduardus Daromes †  
Lukman ‡  
Kunradus Kampo §

### ***ABSTRACT***

*This research investigates the role of dividend premium and share repurchases in influencing the companies' dividend policy. The theory used in this research is the catering theory. This research uses secondary data obtained by using the observation method. The data source in this research is the annual reports of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) from 2017 to 2019. The sample was selected using the purposive sampling method, totaling 98 companies. This research uses a double linear regression test analysis using SPSS version 20 software. This research indicates that dividend premium positively and significantly affects dividend policy. Share repurchases have a negative and significant impact on dividend policy.*

**Keywords:** *Dividend Policy, Dividend Premium, Share Repurchases*

## **1. PENDAHULUAN**

Setiap investor yang berinvestasi tentu mengharapkan pengembalian (*return*) atau keuntungan dari investasi yang sudah dilakukannya. Dalam berinvestasi, investor juga sangat berhati-hati dan mempertimbangkan seberapa besar hasil yang mereka dapatkan. Salah satu hasil yang diharapkan oleh investor adalah pembagian dividen.

Pemegang saham menerima laba dari perusahaan berupa dividen. Keputusan manajemen dalam membagikan dividen tercermin dari kebijakan dividen. Baik bagi investor yang menerima maupun perusahaan yang membagikan dividen, kebijakan pembayaran dividen tersebut memiliki dampak yang sangat besar.

---

\* Universitas Atma Jaya Makassar,

† Universitas Atma Jaya Makassar, [fedaromes@gmail.com](mailto:fedaromes@gmail.com) (correspondence author)

‡ Universitas Atma Jaya Makassar,

§ Universitas Atma Jaya Makassar,

Kebijakan dividen perusahaan ditentukan oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Dividen yang dibagikan ditentukan oleh para pemegang saham (Suffah, 2016). Berdasarkan RUPS, terdapat dua kelompok investor. Ada beberapa investor yang memilih membagikan hasil dividen yang tinggi, ada pula yang memilih untuk membagikan hasil dividen yang rendah atau tidak membagikan dividen (Black & Scholes, 1974). Jumlah atau tingkat dividen yang nantinya dibagikan oleh perusahaan sesuai dengan kebijakan yang dibuat oleh perusahaan masing-masing (Ekayanti & Haryetti, 2012).

Perusahaan akan membagikan dividen saat investor menempatkan harga saham lebih tinggi pada perusahaan yang membayarkan dividen. Namun, terdapat sejumlah perusahaan yang tidak menghendaki pembagian dividen yang tinggi kepada pemegang saham karena perusahaan beranggapan jika semakin tinggi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham akan membuat laba ditahan rendah (Anita & Yulianto, 2016). Manajemen mengalami kendala saat memutuskan keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan apakah nantinya dibagikan dalam bentuk dividen atau menahan keuntungan tersebut untuk membayar utang atau digunakan untuk investasi dalam aset operasi (Brigham & Houston, 2001). Oleh sebab itu, keputusan pembagian dividen harus dipertimbangkan sebaik mungkin karena keputusan tersebut akan memengaruhi kebijakan perusahaan pada masa akan datang.

Baker dan Wurgler (2004) mengemukakan teori kebijakan dividen yang dikenal dengan istilah *catering theory*. *Catering theory* mengemukakan bahwa kebijakan dividen didukung oleh permintaan investor akan dividen. *Catering theory* menyatakan bahwa perusahaan akan membagikan dividen ketika investor menempatkan harga saham lebih tinggi pada perusahaan yang membagikan dividen. Fokus *catering theory* adalah manajemen perusahaan harus memenuhi permintaan investor dan membagikan dividen agar dapat mendorong peningkatan harga saham perusahaan (Baker & Wurgler, 2004).

Satu hal yang dipertimbangkan oleh manajemen adalah permintaan investor akan dividen (*catering incentives*). *Catering incentives* ini merupakan dorongan

berupa permintaan dividen dari investor kepada manajemen. Menurut Baker dan Wurgler (2004), *dividend premium* merupakan salah satu cara yang dapat digunakan dalam mengevaluasi kecenderungan permintaan investor terhadap dividen. *Dividend premium* memengaruhi kebijakan dividen karena perusahaan akan membagikan dividen jika terdapat permintaan dari investor (*catering incentives*). Prediksi utama dari *catering theory* adalah pembagian dividen dipengaruhi oleh *dividend premium*.

Selain pembagian dividen, salah satu alternatif pendistribusian kas yang dilakukan oleh perusahaan adalah *share repurchases*. *Share repurchases* yang terjadi di Indonesia mengalami pertumbuhan. Banyak perusahaan telah menjalankan kebijakan tersebut (Susanti & Erlanda, 2018). *Share repurchases* mengurangi jumlah lembar saham yang beredar karena perusahaan melakukan pembelian kembali sahamnya. Perusahaan yang melakukan *share repurchases* biasanya memiliki pendapatan operasional yang lebih besar dan lebih stabil. Perusahaan melaksanakan *share repurchases* sebagai salah satu upaya menghindari kenaikan dividen perusahaan.

Dengan adanya *share repurchases*, harga saham akan meningkat karena jumlah lembar saham yang beredar semakin berkurang dan permintaan atas saham tersebut akan semakin meningkat. *Share repurchases* merupakan bagian dari keseluruhan kebijakan dividen perusahaan. Pembagian dividen dan *share repurchases* dapat meningkatkan tingkat pengembalian saham suatu perusahaan.

## 2. TINJAUAN LITERATUR

### *Catering Theory*

Teori tentang dividen yang dikenal sebagai *catering theory* dikemukakan oleh Baker dan Wurgler (2004). *Catering theory* berfokus pada permintaan investor. *Catering theory* menjelaskan bahwa perusahaan akan memenuhi permintaan investor dan membayar dividen saat investor menempatkan harga saham lebih

tinggi pada perusahaan yang membayarkan dividen dibandingkan dengan perusahaan yang tidak membayar dividen. Hal ini dilakukan untuk memaksimalkan nilai pasar ekuitas (Baker & Wurgler, 2004).

Menurut Baker dan Wurgler (2004), investor sebaiknya bersedia untuk membayar premi untuk dividen tunai karena investor lebih menyukai dividen tunai. Adanya anggapan (kepercayaan) bahwa perusahaan memiliki risiko yang rendah ketika perusahaan tersebut membayar dividen dan adanya kemungkinan bahwa investor ingin menghindari risiko yang tinggi membuat pembagian dividen menjadi hal yang utama. *Catering theory* menekankan bahwa kebijakan dividen perusahaan didorong oleh permintaan investor akan dividen dan manajemen perusahaan akan membayar dividen saat *dividend premium* tinggi. Jadi, manajemen perusahaan secara oportunistik akan mengubah kebijakan pembayaran dividen saat sentimen pasar mendukung pembayaran dividen.

### ***Clientele Effect Theory***

Perusahaan yang masih dalam tahap berkembang cenderung membagikan dividen lebih rendah sehingga akan menarik klien yang menginginkan kenaikan nilai saham. Adapun perusahaan yang dalam tahap matang atau mapan membagikan dividen lebih tinggi untuk menarik klien yang membutuhkan pendapatan segera dalam bentuk dividen (Al-Malkawi, 2007). Perusahaan yang membayar sejumlah besar pendapatannya sebagai dividen menarik pelanggan yang lebih menyukai dividen tinggi.

Konsep *clientele effect theory* memberi pandangan bahwa setiap pemegang saham mempunyai pandangan atau preferensi berbeda-beda. Menurut *clientele effect theory* terdapat dua kelompok investor, yaitu kelompok investor yang menginginkan pembagian dividen dan kelompok investor yang memilih tidak dilakukannya pembagian dividen.

*Clientele effect theory* mengungkapkan bahwa perusahaan mungkin akan membayarkan dividen untuk merespon permintaan investor yang menginginkan pembayaran dividen (Graham & Kumar, 2006). *Clientele effect* dapat mengubah kebijakan dividen perusahaan karena setiap investor menginginkan tingkat

dividen yang berbeda. *Clientele effect theory* menjelaskan bahwa dalam setiap perusahaan terdapat berbagai jenis investor.

### ***Dividend Premium***

*Dividend premium* merupakan selisih antara *log* rata-rata *market to book ratio* perusahaan yang membagikan dividen dan perusahaan yang tidak membagikan dividen (Baker & Wurgler, 2004). *Dividend premium* sangat penting dalam memengaruhi kebijakan dividen karena perusahaan akan membagikan dividen jika terdapat permintaan dari investor (*catering incentives*). Menurut Harahap (2002), penilaian investor terhadap suatu perusahaan dapat dilihat dari *market to book ratio*; semakin tinggi *market to book ratio* maka penilaian investor terhadap nilai buku perusahaan juga semakin baik dan nantinya investor menjadi lebih tertarik untuk meletakkan harga saham pada perusahaan tersebut.

Kenaikan *dividend premium* mencerminkan probabilitas perusahaan dalam membayar dividen semakin tinggi. Semakin tinggi *dividend premium* maka permintaan investor atas dividen cenderung semakin tinggi. Sebaliknya, semakin rendah *dividend premium* maka permintaan investor atas dividen juga cenderung semakin rendah. Manajemen perusahaan bersedia untuk membagikan dividen karena adanya dorongan dari investor.

### ***Share Repurchases***

*Share repurchases* merupakan salah satu bagian dari distribusi kas kepada pemegang saham. *Share repurchases* merupakan transaksi yang dilakukan perusahaan dengan membeli kembali sahamnya di pasar terbuka sesuai dengan harga yang berlaku sama seperti investor lain yang mungkin juga membeli saham tersebut (Brigham & Houston, 2004). Saham yang dibeli kembali disebut juga *treasury stock*. Dalam melakukan *share repurchases*, perusahaan harus mengikuti

aturan dari Otoritas Jasa Keuangan sebagaimana diatur dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 30 / POJK.04/2017.

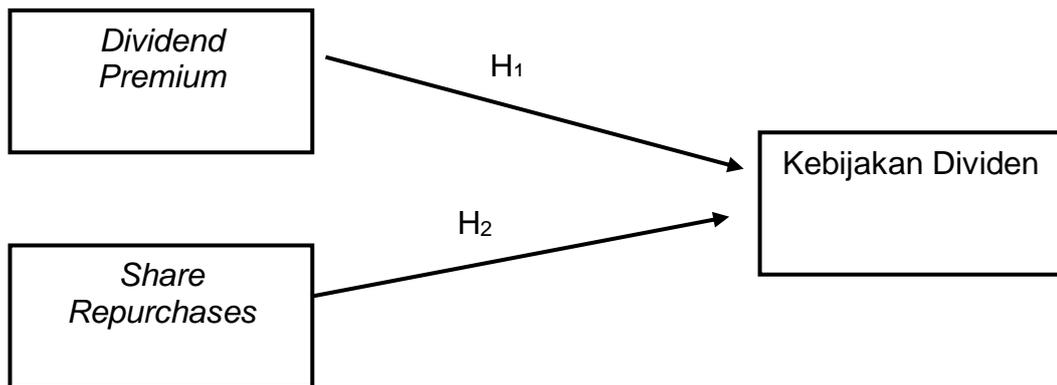
Apabila perusahaan memiliki kelebihan kas, perusahaan cenderung akan melakukan *share repurchases* dibandingkan dengan meningkatkan pembagian dividen. Perusahaan lebih memilih *share repurchases* daripada meningkatkan jumlah dividen yang belum tentu dapat dipertahankan pada masa yang akan datang (Mufidah, 2013). *Share repurchases* dilakukan perusahaan sebagai salah satu alternatif pembagian kas tanpa melakukan pembagian dividen. Hal ini dilakukan perusahaan sebab terdapat kelompok investor yang tidak menginginkan pembagian dividen.

### **Kebijakan Dividen**

Pemegang saham menerima laba dari perusahaan berupa dividen. Perusahaan membagikan dividen sebagai imbal balik kepada pemegang saham. Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang berhubungan dengan manajemen perusahaan. Dividen yang diperoleh oleh pemegang saham disesuaikan dengan lembar saham yang dimiliki oleh masing-masing pemegang saham.

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang diambil perusahaan terkait laba perusahaan apakah nantinya dibagi dalam bentuk dividen pada pemegang saham atau menahan keuntungan tersebut untuk membiayai investasi pada masa akan datang (Sartono, 2001). Jumlah dividen yang nantinya dibagikan oleh perusahaan tergantung pada kebijakan yang dibuat oleh masing-masing perusahaan (Ekayanti & Haryetti, 2012). Dividen yang dibagikan perusahaan merupakan hasil keputusan dalam RUPS.

Dengan menerapkan kebijakan dividen yang menguntungkan investor, investor akan tertarik untuk menanamkan modalnya pada perusahaan karena setiap investor yang berinvestasi tentu mengharapkan pengembalian (*return*) atau keuntungan dari investasi yang sudah dilakukannya. Kebijakan dividen dapat menandakan atau menggambarkan prospek perusahaan. Peningkatan dividen membuktikan bahwa prospek perusahaan baik.



**Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoretis**

Berdasarkan kerangka pemikiran teoretis di atas, hipotesis penelitian ini adalah

H<sub>1</sub>: *Dividend premium* mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

H<sub>2</sub>: *Share repurchases* mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

### 3. METODE PENELITIAN

#### Populasi dan Sampel

Populasi merupakan jumlah keseluruhan kelompok individu, kejadian-kejadian yang menarik perhatian peneliti untuk diteliti. Populasi dalam penelitian ini merupakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2017--2019, dan telah *Initial Public Offering* (IPO) sejak tahun 2016. Data yang diperlukan adalah laporan tahunan yang diterbitkan perusahaan tahun 2017--2019.

#### Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data observasi, yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2017--2019. Sumber data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh secara tidak

langsung melalui media perantara yang diperoleh dan dicatat oleh pihak lain. Dalam penelitian ini, sumber data berasal dari Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)).

### Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

#### *Dividend Premium*

*Dividend premium* merupakan selisih antara *log* rata-rata *market to book ratio* perusahaan yang membayar dividen dan perusahaan yang tidak membayar dividen (Baker & Wurgler, 2004). *Dividend premium* sangat penting dalam memengaruhi kebijakan dividen karena perusahaan akan membagikan dividen jika terdapat permintaan dari investor (*catering incentives*). *Dividend premium* berbanding lurus dengan tingkat pembagian dividen oleh perusahaan. *Dividend premium* dan *market to book ratio* perusahaan diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$MTB_{i,t} = \frac{\text{Market price per share of common stock}_{i,t}}{\text{Book value per share of common stock}_{i,t}}$$

$$DivPrem_t - 1 = \log (\overline{MTB}_{t-1 \text{ payer}}) - \log (\overline{MTB}_{t-1 \text{ non payer}})$$

Keterangan:

$MTB_{i,t}$	: <i>Market to book ratio</i> perusahaan i pada periode t.
<i>Market price per share of common stock</i> <sub>i,t</sub>	: Harga pasar per lembar saham pada periode t.
<i>Book value per share of common stock</i> <sub>i,t</sub>	: Nilai buku per lembar saham pada periode t.
$DivPrem_t$	: <i>Dividend premium</i> pada periode t.
$\overline{MTB}_{t \text{ payer}}$	: Rata-rata <i>market to book ratio</i> perusahaan yang membayar dividen pada periode t.
$\overline{MTB}_{t \text{ non payer}}$	: Rata-rata <i>market to book ratio</i> perusahaan yang tidak membayar dividen pada periode t.

### ***Share Repurchases***

*Share repurchases* merupakan salah satu bagian dari distribusi kas kepada pemegang saham, selain pembagian dividen. *Share repurchases* merupakan transaksi yang dilakukan perusahaan dengan cara membeli kembali sahamnya di pasar terbuka sesuai dengan harga yang berlaku sama seperti investor lain yang mungkin juga membeli saham tersebut (Brigham & Houston, 2004). Dengan adanya *share repurchases* yang dilakukan perusahaan, saham yang beredar di pasar menjadi berkurang. Kemudian, setelah melakukan *share repurchases*, ada kemungkinan harga saham cenderung naik atau meningkat. Pada penelitian ini, *share repurchases* yang dilakukan oleh perusahaan diukur dengan menggunakan *dummy*, yaitu dengan melihat ada tidaknya *share repurchases* dalam perusahaan. Jika terdapat *share repurchases*, dinilai 1, tetapi jika tidak terdapat *share repurchases*, dinilai 0 (Moin *et al.*, 2020).

### **Kebijakan Dividen**

Dividen berasal dari laba perusahaan yang dibagikan oleh manajemen kepada investor. Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang berhubungan dengan manajemen perusahaan. Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang diambil perusahaan terkait dengan laba perusahaan apakah nantinya keuntungan tersebut dibagi dalam bentuk dividen kepada pemegang saham atau sebagai laba ditahan untuk membiayai investasi pada masa mendatang, seperti investasi aset operasi (Sartono, 2001). Keputusan manajemen dalam membagikan dividen tercermin dari kebijakan dividen.

Keputusan manajemen akan memengaruhi kebijakan perusahaan pada masa yang akan datang. Besar kecil dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan tergantung pada kebijakan yang dibuat oleh masing-masing perusahaan (Ekayanti & Haryetti, 2012). Kebijakan dividen perusahaan diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}} \times 100\%$$

Keterangan:

DPR : Rasio pembayaran dividen

EPS : Laba per lembar saham

DPS : Dividen per lembar saham

### Metode Analisis

Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi berganda, yaitu studi mengenai ketergantungan variabel dependen (terikat) dengan satu atau lebih variabel independen (bebas) untuk memprediksi rata-rata populasi atau nilai-nilai variabel dependen berdasarkan nilai variabel yang diketahui (Ghozali, 2012, p. 95). Uji regresi dalam penelitian ini adalah uji regresi berganda, yaitu pengujian regresi yang menggunakan lebih dari satu indikator variabel independen. Adapun rumus regresi yang sesuai model dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + e$$

Keterangan:

Y : Kebijakan Dividen

A : Konstanta

$\beta$  : Koefisien

X1 : *Dividend Premium*

X2 : *Share Repurchases*

e : *Error*

## 4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji F digunakan untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh secara bersama-sama (simultan) variabel-variabel independen terhadap variabel dependen dan juga untuk mengetahui kemampuan model regresi yang digunakan untuk memprediksi variabel dependen.

**Tabel 1**  
**Hasil Uji Simultan (Uji F)**

Variabel Independen	Variabel Dependen	F	Sig.
<i>Dividend Premium</i> <i>Share Repurchases</i>	Kebijakan Dividen	71,635	0,000

Sumber: Hasil Pengolahan Data (2021)

Berdasarkan hasil uji F yang terdapat pada Tabel 1, pengaruh *dividend premium* ( $X_1$ ) dan *share repurchases* ( $X_2$ ) memiliki nilai signifikansi sebesar  $0,000 < 0,05$ . Hal ini mengindikasikan bahwa terdapat pengaruh *dividend premium* dan *share repurchases* secara bersama-sama atau simultan terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian, model penelitian telah dibangun dengan baik.

### Hasil Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Pengujian koefisien determinasi dilakukan untuk mengukur kemampuan model dalam menerangkan atau menjelaskan variasi variabel dependen. Koefisien determinasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *R Square*.

**Tabel 2**  
**Hasil Pengujian Koefisien Determinasi ( $R^2$ )**

Struktur Model	<i>R Square</i>	<i>Adjusted R Square</i>
1	0,330	0,325

Sumber: Hasil Pengolahan Data (2021)

Berdasarkan output SPSS pada Tabel 2, diketahui bahwa nilai *Adjusted R Square* diperoleh sebesar 0,325 yang menunjukkan bahwa pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh model

penelitian ini sebesar 32,5% dan sisanya 67,5% dijelaskan oleh variabel lain di luar model ini.

### Hasil Uji Analisis Regresi Berganda

Analisis regresi adalah analisis yang menunjukkan ketergantungan variabel dependen (terikat) dengan satu atau lebih variabel independen (bebas). Hal ini bertujuan memprediksi nilai-nilai variabel dependen berdasarkan nilai independen.

**Tabel 3**  
**Analisis Regresi Berganda**

Model	<i>Unstandardized Coefficients</i>	
	B	<i>Std. Error</i>
<i>(Constant)</i>	-0,223	0,62
<i>Dividend Premium</i>	1,226	0,122
<i>Share Repurchases</i>	-0,211	0,044

Sumber: Hasil Pengolahan Data (2021)

Berdasarkan Tabel 3, disusun persamaan regresi yang sesuai dengan penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$y = -0,223 + 1,226X_1 - 0,211X_2 + 0,62$$

Keterangan:

Y : Kebijakan Dividen

A : Konstanta

$\beta$  : Koefisien

X<sub>1</sub> : *Dividend Premium*

X<sub>2</sub> : *Share Repurchases*

e : *Error*

Perhitungan *error*:

$$e = \sqrt{(1 - R^2)} = \sqrt{1 - 0,325} = 0,821$$

Dari persamaan regresi yang telah disusun di atas, dihasilkan sebagai berikut:

1. Nilai konstanta dalam model regresi ini sebesar -0,223. Nilai ini menunjukkan bahwa jika variabel-variabel independen dalam penelitian ini bernilai 0, kebijakan dividen sebesar -0,223. Nilai konstanta bernilai negatif, artinya jika *dividend premium* dan *share repurchases* dianggap tidak ada atau sama dengan nol, kebijakan dividen akan semakin berkurang.
2. Nilai koefisien *dividend premium* ( $X_1$ ) dalam model regresi ini sebesar 1,226. Hal ini menunjukkan bahwa setiap kenaikan 1 satuan variabel *dividend premium* akan meningkatkan kebijakan dividen sebesar 1,226 dengan asumsi variabel independen lainnya bersifat tetap.
3. *Share repurchases* ( $X_2$ ) memiliki nilai koefisien dalam model regresi ini ialah sebesar -0,211. Hal ini menunjukkan bahwa setiap kenaikan 1 satuan variabel *share repurchases* akan menurunkan kebijakan dividen sebesar 0,211.

#### Hasil Uji Parsial (Uji t)

Uji t digunakan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen secara parsial berpengaruh atau tidak pada variabel dependen dalam regresi. Jika hasil perhitungan menunjukkan nilai probabilitas  $< 0.05$  berarti terdapat pengaruh secara parsial yang signifikan antara variabel independen dan variabel dependen.

**Tabel 4**  
**Hasil Uji t**

Variabel	<i>Unstandardized</i> <i>Beta</i>	Sig	Keterangan
<i>Dividend Premium</i>	1,266	0,00000	Signifikan
<i>Share Repurchases</i>	-0,211	0,000002	Signifikan

Sumber: Hasil Pengolahan Data (2021)

Hasil uji parsial dari persamaan variabel yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut.

1. *Dividend premium* memiliki pengaruh sebesar 1,266 dan signifikansi sebesar  $0,000000 < 0,05$ . Hal ini berarti *dividend premium* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Oleh karena itu,  $H_1$  yang menyatakan bahwa *dividend premium* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen diterima.
2. *Share repurchases* memiliki pengaruh sebesar -0,211 dan signifikansi sebesar  $0,000002 < 0,05$ . Hal ini berarti *share repurchases* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Oleh karena itu,  $H_2$  yang menyatakan *share repurchases* memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen diterima.

## **Pembahasan**

### **Pengaruh *Dividend Premium* terhadap Kebijakan Dividen**

*Dividend premium* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa *dividend premium* cenderung meningkatkan tingkat pembagian dividen perusahaan. Dengan demikian, semakin tinggi *dividend premium* oleh investor maka dividen yang dibagikan oleh perusahaan juga semakin besar.

*Dividend premium* mencerminkan peluang perusahaan dalam membagikan dividen jika terdapat permintaan investor atas dividen. *Dividend premium* yang positif menandakan bahwa jumlah perusahaan pembayar dividen lebih besar dibandingkan dengan jumlah perusahaan yang tidak membayar dividen. Selain itu, rata-rata *market to book* perusahaan yang membagikan dividen lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang tidak membagikan dividen. Dengan demikian, dapat diartikan bahwa investor memberi harga yang lebih tinggi kepada perusahaan yang membagikan dividen.

Pemberian harga yang lebih tinggi oleh investor ini menandakan bahwa terdapat permintaan investor agar perusahaan membagikan dividen. Investor lebih memilih dividen daripada diinvestasikan kembali karena adanya risiko. Risiko tersebut dapat berupa gagalnya investasi yang dilakukan perusahaan, kendala pada

operasi perusahaan, hingga hal yang berkaitan dengan kondisi perekonomian negara. Jadi, ketika terjadi RUPS, investor cenderung lebih memilih agar perusahaan membagikan dividen. Ketika permintaan tersebut telah terpenuhi, investor memberikan apresiasinya kepada perusahaan. Apresiasi ini berupa kenaikan harga saham, yang diakibatkan oleh investor yang mau memberi harga lebih tinggi bagi saham perusahaan yang membagikan dividen tersebut. Dividen yang dibagikan perusahaan merupakan hasil persetujuan dalam RUPS.

Permintaan investor akan dividen menandakan investor memiliki minat terhadap dividen tunai. Perusahaan mau memenuhi keinginan investor agar perusahaan tersebut memiliki harga saham yang lebih tinggi. Hal ini dibuktikan dengan rata-rata *market to book* perusahaan yang membagikan dividen lebih tinggi dibandingkan dengan yang tidak membagikan dividen. Dengan demikian, pemenuhan permintaan investor oleh perusahaan memberi manfaat bagi masing-masing pihak.

Penelitian ini konsisten dengan *catering theory* yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan didorong oleh permintaan investor akan dividen. Perusahaan akan memenuhi permintaan investor dan membagikan dividen saat investor menempatkan harga saham lebih tinggi pada perusahaan yang membayarkan dividen dibandingkan dengan perusahaan yang tidak membayar dividen. *Catering theory* berfokus pada permintaan investor akan dividen yang dipengaruhi oleh sentimen pasar. *Dividend premium* dalam menggambarkan permintaan dan minat investor akan dividen menunjukkan bahwa *dividend premium* berpengaruh pada kebijakan dividen perusahaan. *Dividend premium* yang positif membuat peluang perusahaan dalam membagikan dividen menjadi lebih tinggi karena investor telah menempatkan harga saham lebih tinggi pada perusahaan yang membagikan dividen dibandingkan dengan perusahaan yang tidak membagikan dividen. Penelitian ini konsisten dengan konsep *clientele effect theory* bahwa perusahaan mau membayarkan dividen kepada kelompok investor

yang pertama karena untuk merespon permintaan investor atau *catering* atas pembayaran dividen (Graham & Kumar, 2006).

Hasil penelitian ini konsisten dan sejalan dengan Tangjitprom (2013) yang menemukan bahwa *dividend premium* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Perusahaan mau membagikan dividen saat terjadi permintaan oleh investor di pasar. Kemudian, penelitian ini juga konsisten dan sejalan dengan Rochmah & Ardianto (2020) yang menemukan bahwa *dividend premium* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Akan tetapi, hasil penelitian ini tidak konsisten dan tidak sejalan dengan Fatmawati dan Ahmad (2017) yang menemukan bahwa *dividend premium* tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, dan *catering theory* tidak berpengaruh signifikan pada keputusan pembayaran dividen.

### **Pengaruh *Share Repurchases* terhadap Kebijakan Dividen**

*Share repurchases* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa *share repurchases* cenderung menurunkan tingkat pembagian dividen perusahaan. Semakin tinggi tingkat *share repurchases* yang dilakukan oleh perusahaan, maka dividen yang dibagikan juga semakin kecil ataupun tidak ada.

Perusahaan dapat mendistribusikan kas kepada investor melalui pembagian dividen dan atau *share repurchases*. Ketika melakukan *share repurchases*, perusahaan cenderung memiliki *dividend payout ratio* yang rendah. *Share repurchases* dilakukan saat perusahaan beranggapan bahwa saham mereka *undervalued*. Saham dinilai *undervalued* ketika nilai pasar saham perusahaan yang diperdagangkan di pasar modal lebih rendah daripada nilai wajarnya.

Satu hal yang dilakukan oleh perusahaan dalam mengatasi harga saham yang *undervalued* adalah *share repurchases* terhadap saham yang beredar tersebut. *Share repurchases* atau pembelian kembali yang dilakukan oleh perusahaan membuat lembar saham yang beredar di pasar berkurang. Ketika terjadi penurunan lembar saham yang diperdagangkan di pasar modal, akan terjadi peningkatan harga saham perusahaan yang masih beredar dan dipegang oleh

pemegang saham. *Share repurchases* juga dilakukan perusahaan sebagai salah satu alternatif pembagian kas tanpa melakukan pembagian dividen. Hal ini dilakukan perusahaan karena terdapat kelompok investor yang tidak menginginkan pembagian dividen.

Selain itu, dengan mengurangi jumlah lembar saham yang beredar, *earning per share* (EPS) perusahaan meningkat; peningkatan EPS akan mengakibatkan rasio pembayaran dividen menurun. *Share repurchases* juga meningkatkan rasio keuangan utama perusahaan. Jadi, perusahaan yang melakukan *share repurchases* cenderung menurunkan dividen atau tidak membagikan dividen (Li & Zhao, 2008).

Penelitian ini konsisten dengan *clientele effect theory* bahwa terdapat dua kelompok investor, yaitu kelompok yang lebih memilih perusahaan tidak membagikan dividen dan juga kelompok yang cenderung menginginkan pembagian dividen dalam jumlah yang rendah. Kelompok investor yang memilih perusahaan tidak membagikan dividen mendukung pelaksanaan *share repurchases*. Hal ini disebabkan perusahaan menggunakan *share repurchases* sebagai alternatif pembagian dividen kepada investor dalam mendistribusikan kasnya. Dengan adanya permintaan dari kelompok investor tersebut untuk melakukan *share repurchases*, perusahaan telah memenuhi permintaan investor tersebut sehingga *catering theory* juga terpenuhi.

Hasil penelitian ini konsisten dan sejalan dengan penelitian Li & Zhao (2008) yang menemukan bahwa *share repurchases* mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Kemudian, penelitian ini juga konsisten dan sejalan dengan Jiang *et al.* (2013) yang menyatakan bahwa *repurchase premium* secara negatif mempengaruhi pilihan untuk membayar dividen.

## 5. SIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini dilakukan untuk menginvestigasi tingkat pembagian dividen perusahaan jika terdapat permintaan investor akan dividen. Berdasarkan pengujian dan analisis data yang telah dilakukan, simpulan yang dapat ditarik dari penelitian ini adalah sebagai berikut.

Pertama, *dividend premium* memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar pengaruh *dividend premium*, perusahaan cenderung akan meningkatkan tingkat pembagian dividen. Hal ini disebabkan investor telah memberikan penilaian yang relatif tinggi kepada perusahaan yang membagikan dividen, maka peluang perusahaan dalam membagikan dividen menjadi lebih besar.

Kedua, *share repurchases* memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi *share repurchases* yang dilakukan perusahaan, perusahaan cenderung menurunkan tingkat pembagian dividen. Hal ini disebabkan *share repurchases* merupakan alternatif atau pengganti dari pembagian dividen.

Implikasi teoretis penelitian ini menguatkan *catering theory* yang dikemukakan oleh Baker dan Wurgler (2004) yang menjelaskan bahwa pentingnya dorongan serta permintaan investor akan dividen dapat membuat peluang perusahaan membagikan dividen menjadi lebih besar. Perusahaan akan memenuhi permintaan investor dan membayar dividen saat investor menempatkan harga saham lebih tinggi pada perusahaan yang membayarkan dividen dibandingkan dengan perusahaan yang tidak membayar dividen. *Catering theory* menggunakan *catering incentives* yang diukur dengan *dividend premium* sebagai tanda yang memengaruhi perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen.

Implikasi praktis dalam penelitian ini adalah penelitian ini diharapkan mampu memberikan pertimbangan bagi perusahaan dalam melakukan *share repurchases* dan menetapkan kebijakan dividen. Perusahaan harus menetapkan kebijakan dividen dengan baik agar nantinya mampu mengambil keputusan yang paling menguntungkan bagi pihak internal dan pihak eksternal perusahaan.

Penelitian ini juga diharapkan dapat menjadi bahan pertimbangan bagi para pengguna laporan tahunan perusahaan, terutama investor, dalam melakukan analisis lebih akurat terhadap suatu perusahaan. Informasi mengenai *dividend premium* dan *share repurchases* diharapkan dapat dimanfaatkan oleh investor sebagai bahan pertimbangan untuk berinvestasi. Investor dapat memperoleh informasi tersebut sebagai salah satu pertimbangan dalam pengambilan keputusan sebelum berinvestasi pada perusahaan agar memperoleh keuntungan yang maksimal.

Penelitian ini diharapkan dapat memberi manfaat bagi regulator, yaitu Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai bahan referensi untuk mengevaluasi dan meningkatkan efektivitas kebijakan-kebijakan yang telah berlaku mengenai *share repurchases*. Selain itu, penelitian ini dapat menjadi referensi dalam membuat kebijakan baru pada masa akan datang.

Penelitian ini memiliki keterbatasan-keterbatasan yang dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi peneliti berikutnya agar mendapatkan hasil yang lebih baik lagi. Keterbatasan dalam penelitian ini adalah hanya satu jenis sektor yang dijadikan sampel dalam penelitian ini, yaitu perusahaan manufaktur; pengukuran kebijakan dividen hanya menggunakan satu jenis alat ukur, yaitu *dividend payout ratio*; hanya menggunakan *dummy* sebagai alat ukur *share repurchases*.

Untuk mengembangkan penelitian berdasarkan keterbatasan penelitian ini, peneliti berikutnya disarankan untuk mengamati sektor lain yang masih jarang diteliti agar dapat dijadikan perbandingan dengan penelitian ini. Selain itu, peneliti selanjutnya sebaiknya mempertimbangkan pengukuran kebijakan dividen dengan menggunakan alat ukur lain, seperti *dividend yield*. Peneliti yang akan datang sebaiknya juga mempertimbangkan pengukuran *share repurchases* dengan alat ukur yang lain.

**DAFTAR RUJUKAN**

- Al-Malkawi et al. (2010). Dividend policy: A Review of theories and empirical evidence. *International Bulletin of Business Administration* , 1451-243X.
- Aharoni, G et al. (2011). The payout policy of australian firms: Dividends, repurchases, and soft substitution. *SSRN Electronic Journal*.
- Abdulkadir et al. (2014). Penelitian implication of catering theory of dividend: evidence from financial firms listed on the Nigerian Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 211–215.
- Al-Malkawi, H. (2007). Determinants of corporate dividend policy in Jordan: An application of the Tobit Model. *Journal of Applied Accounting Research*, 44-70.
- Anita, A., & Yulianto, A. (2016). Pengaruh kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. *Management Analysis Journal*, 5(1), 17–23.
- Anouar. (2012). The Impact of catering theory and financial firms characteristic on dividend decision: The case of french market. *Groupe de Recherche en Management*.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *Journal of Finance*, 59(3), 1125–1165.
- Black, F., & Scholes, M. (1974). The Effects of dividend yield and dividend policy on common stock prices and return. *Journal of Financial Economics*, 1-22.
- Brigham, & Houston. (2004). *Fundamentals of financial management, 10th*.
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2001). *Manajemen keuangan*. Edisi Kedelapan. Buku 2. Jakarta: Erlangga.
- Ekayanti, A. R., & Haryetti. (2012). Pengaruh profitabilitas, investment opportunity set dan pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI. *Jurnal Ekonomi*.
- Fatmawati, & Ahmad, R. (2017). Teori catering dan karakteristik keuangan dalam keputusan dividen perusahaan BUMN di Indonesia. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan*, 1(3), 325–341.
- Ferris et al. (2009). Catering effects in corporate dividend policy: The international evidence. *Journal of Banking and Finance*.
- Ghozali, I. (2012). *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS*. Yogyakarta: Universitas Diponegoro.
- Graham, J. R., & Kumar, A. (2006). Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors. *The Journal of Finance*, 1305-1336.

- Handary, R., A., Lukviarman, N., & Febrianto, R. (2006). The correlation of catering incentives to stock return : A test of catering theory of dividend. *National Accounting Symposium IX Padang*.
- Jiang, Z., Kim, K. A., Lie, E., & Yang, S. (2013). Share repurchases, catering, and dividend substitution. *Journal of Corporate Finance*.
- Khoiruddin, M., & Faizati, E. R. (2014). Market reaction to dividend announcement of companies with shares are listed as sharia securites. *Jurnal Dinamika Manajemen*.
- Li, & Lie. (2006). Dividend change and catering intensives. *Journal of Financial Economics*.
- Li, & Zhao. (2008). Asymmetric information and dividend policy. *Financial Management*.
- Moin et al. (2020). In Search of stock repurchases determinants in listed indonesian firms during regulatory changes. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 145-165.
- Ming et al. (2016). Dividend policy and catering theory: Evidence from taiwan stock exchange. *Managerial Finance*, 182–205.
- Mufidah, A. (2013). Buy backs saham sebagai sebuah alternatif kebijakan. *Jurnal Ekonomi Akuntansi dan Manajemen*.
- Nafi'ah. (2011). Strategi dan stabilitas pembayaran dividen. *Jurnal STIE Semarang*, 3(2).
- Neves et al. (2006). Dividends: New evidence on the catering theory. *Documento de Trabajo*.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2017). Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 30 /PJOK.04/2017 tentang Pembelian Kembali Saham yang Dikeluarkan oleh Perusahaan Terbuka.
- Riyanti, D., & Yulianto, A. (2018). Catering theory of dividend in dividend policy: The evidence from Indonesia. *Management Analysis Journal*.
- Rochmah, H. N., & Ardianto. (2020). Catering dividend: Dividend premium and free cash flow on dividend policy. *Cogent Business & Management*.
- Sartono, A. (2001). *Manajemen keuangan teori dan aplikasi*. Yogyakarta: BPF.
- Stephens, C., & Weisbach, M. (1998). Actual share reacquisitions in open market repurchases programs. *Journal of Finance*.
- Suffah, R. (2016). Pengaruh profitabilitas, leverage, ukuran perusahaan dan kebijakan dividen pada nilai perusahaan. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*.

- Susanti, L., & Erlanda. (2018). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi stock repurchase pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2016. *Jurnal Sains Manajemen dan Akuntansi*.
- Tangjitprom. (2013). Dividend premium and dividend payment decision in Thailand. *International Conference on Economics, Business and Management*, 50-54.
- Tsuji. (2010). A test of catering theory of dividend: The case of Japanese electric appliance industry. *Journal of Management Research*, 1–16.
- Wansley, J., Lane, W., & Sarkar, S. (2015). The explanation power of investor opinion divergence in open market repurchases. *Journal of Finance and Accounting*.
- Widanaputra, A. A. (2010). Pengaruh konflik keagenan mengenai kebijakan dividen terhadap konservatisme akuntansi. *Journal Aplikasi Manajemen*, 8, 379-390..
- Simajuntak, B., & Anugerah, L. A. (2019). Pengaruh kecakapan manajerial, penerapan corporate governance, kompensasi bonues, dan leverage terhadap manajemen laba dengan ukuran perusahaan sebagai variabel moderasi (Pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI 2015-2017). *Jurnal Magister Akuntansi Trisakti*, 5(2), 165.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: A ten year perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131–156.
- Zurriah, R., & Sembiring, M. (2020). Leverage terhadap nilai perusahaan melalui praktek manajemen laba rill. *Jurnal Program Studi Akuntansi*, 6(2).