

Perusahaan	Rata-rata CAR 3 hari setelah pengumuman (%)	Rata-rata CAR 10 hari setelah pengumuman (%)	Rata-rata CAR 15 hari setelah pengumuman (%)	Rata-rata CAR 15 hari setelah pengumuman (%)	Rata-rata CAR 15 hari setelah pengumuman (%)	Rata-rata CAR 15 hari setelah pengumuman (%)
Intanwijaya	22,16	11,13	14,01	9,76	10,82	7,95
Duta Pertiwi	0,91	-1,16	-10,08	20,55	17,14	24,3
Arwana	-6,32	2,46	-54,31	-103,61	-205,78	8,04
Ekadharna	-0,47	-1,54	-3,47	-19,3	-19,25	-15,52
Pelayaran Tempuran	5,51	6,03	8,26	14,58	14,02	11,49
Tigaraksa Satria	-4,06	2,9	-28,55	-57,1	-114,2	-228,4
Bank Mega	0,43	2,69	-0,98	-4,78	3,44	8,77
Bank Pan Indonesia	-1,34	-1,95	-12,93	-22,16	-22,8	-20,31
Panin Sekuritas	-31,31	-12,57	7,78	1,06	-2,93	-1,29
Asuransi Bintang	-6,32	2,46	-22,74	-1,84	-54,95	-43,21
Maskapai Reasuransi	-10,03	-13,04	-2,1	-4,1	-0,62	-0,77
<b>Rata-rata</b>	<b>-2,8</b>	<b>-0,24</b>	<b>-6,84</b>	<b>-17,67</b>	<b>-34,1</b>	<b>-22,6</b>

Sumber : olahan penulis, 2008

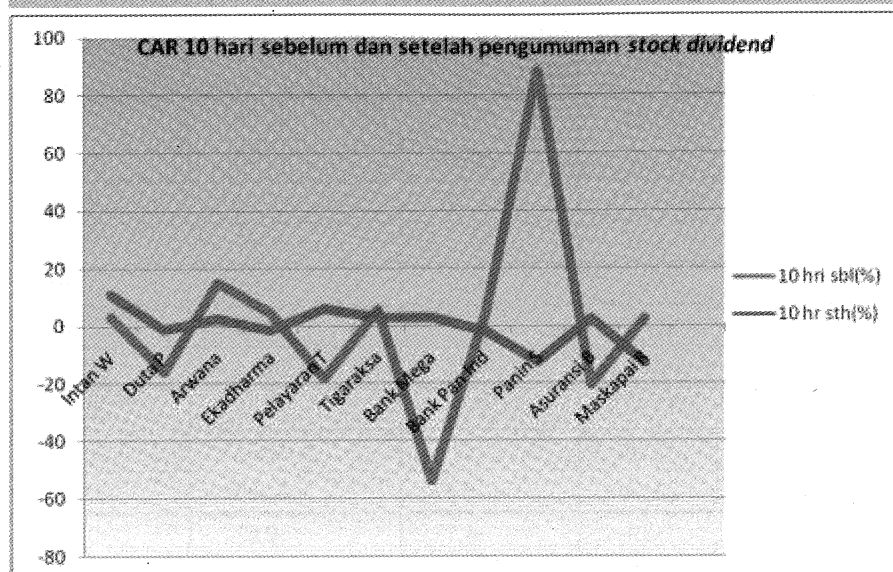
## Penutup

Banyaknya perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia membagikan dividennya dalam bentuk *cash dividend* dibandingkan *stock dividend*, menunjukkan perusahaan-perusahaan tersebut memperkirakan investor di Indonesia memang menginginkan *cash dividend*. Hal ini diperkuat bahwa *Cumulatif Abnormal Return* yang diperoleh sebelum pengumuman positif tetapi setelah pengumuman *stock dividend*, CAR menjadi negative. Hal ini sesuai dengan teori yang dikemukakan di atas, bahwa investor cenderung memilih *cash dividend* dibandingkan *stock dividend*.<sup>10</sup>

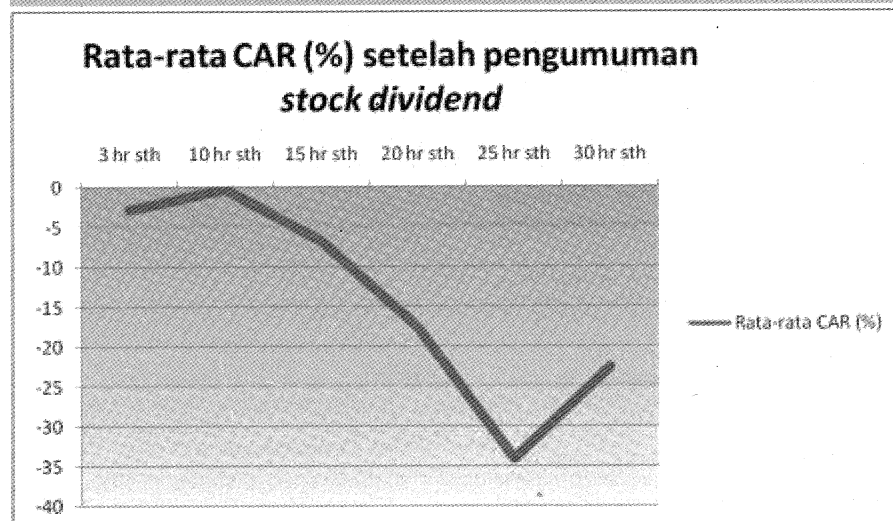
## Daftar Referensi

- Bhattacharya, S., 1979, Imperfect Information, Dividend Policy, and the "Bird in the Hand Fallacy", *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, [spring]: 259-270.
- Brigham, E.F. dan P.R. Daves, (2002), *Intermediate Financial Management*, Seventh edition, South Western.
- Kahneman, Daniel & Tversky, Amos, (1979), "Prospect Theory : An Analysis of Decision Under Risk", *Econometrica*, Vol. 47, No. 2
- Lintner, J., (1956), Distribution of Incomes of Corporation among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *The American Economic Review*, Vol. 46, [2]: 97-113.
- Litzenberger, R.H., dan K. Ramaswamy, 1979, The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence, *Journal of Financial Economics*, Vol. 7: 163-195
- Loomis (1968), "A Case for Dropping Dividends", *Fortune Magazine*, June 15
- Malcolm Baker and Jeffrey Wurgler, (2004), "A Catering Theory of Dividends", *The Journal of Finance*, Vol. 59, No. 3, pp. 1125-1165
- Miller, M. and M. Scholes (1982), Dividends and taxes: Some empirical evidence, *Journal of Political Economy* 90, pp. 1118-1141
- Myron J. Gordon (1963), "Optimal Investment and Financing Policy", *The Journal of Finance*,
- Pettit, R. (1977), "Taxes, Transaction Costs and Clientele Effects of Dividends." *Journal of Financial Economics* 27, pp. 419-436.
- Pompian, Michael (2006), *Behavioral Finance and Wealth Management*, John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey
- Rosenberg, B., and V. Marathe. (1979), "Tests of Capital Pricing Hypotheses." *Research in Finance* 1, pp. 115-223.
- Shefrin, Hersh (2002), *Beyond Greed & Fear*, Oxford University Press, New York
- Shefrin, Hersh (2007), *Behavioral Corporate Finance : Decisions and Create Value*, McGraw Hill International Edition
- Shefrin, Hersh & Statman, Meir (1984), "Explaining Investor Preference for Cash Dividends", *Journal of Financial Economics*, vol. 13, pp. 253-282.
- Statman, Meir, & Steven, Thorley. 1999. "Overconfidence, Disposition and Trading Volume." *Working paper*. Santa Clara University.
- Thaler, R. H (1980), 'Toward A Positive Theory of Consumer Choice', *Journal of Economic Behavior and Organization*, pp. 39-60.
- Thaler, R. H (1985) 'Mental Accounting and Consumer Choice', *Marketing Science*, pp. 199-214.
- Thaler, R. H (1999) 'Mental Accounting Matters', *Journal of Behavioral Decision Making*, Vol 12, No.3
- Thaler, R., and H. Shefrin. 1981. "An Economic Theory of Self-Control." *Journal of Political Economy*, vol. 89, no. 2 (April): pp. 392-410.

Gambar 2



Gambar 3



pengumuman memiliki CAR positif sebesar 17,61%, tetapi setelah pengumuman turun drastis bahkan memiliki CAR negatif sebesar -6,32%. Penurunan yang paling besar dialami oleh perusahaan Panin Sekuritas, sebelum pengumuman memiliki CAR positif 13,44% setelah pengumuman CAR menjadi negative sebesar -31,31%. Rata-rata CAR 3 hari sebelum

pengumuman *stock dividend* sebesar (0,58%) sementara 3 hari setelah pengumuman *stock dividend* rata-rata CAR sebesar (-2,8%). Hal ini menunjukkan dalam jangka waktu 3 hari setelah pengumuman *stock dividend*, investor malah mendapatkan CAR negative. Ini mengindikasikan bahwa *stock dividend* direspon secara negative oleh investor.

#### ■ 10 hari sebelum dan setelah pengumuman stock dividend

Ada 4 perusahaan yang mendapatkan CAR negative, dan 7 perusahaan dengan CAR positif, sepuluh hari sebelum pengumuman *stock dividend*. Sepuluh hari setelah pengumuman *stock dividend* ada 5 perusahaan dengan CAR negative dan 6 perusahaan dengan CAR positif. Perusahaan yang mengalami kenaikan CAR setelah pengumuman *stock dividend* ini antara lain Intanwijaya (sebelum, 2,98%) setelah pengumuman naik menjadi 11,13%. Disamping itu, juga perusahaan Pelayaran Tempuran, sebelum pengumuman memiliki CAR negative sebesar -18,3%, tetapi setelah pengumuman naik bahkan memiliki CAR positif sebesar 6,3%. Sementara perusahaan yang mengalami penurunan CAR antara lain Maskapai Reasuransi (sebelum, 2,46%) setelah pengumuman turun menjadi -13,04%. Yang paling drastis dialami oleh perusahaan Panin Sekuritas, sebelum pengumuman memiliki CAR positif sebesar 88,58% tetapi setelah pengumuman CAR menjadi negative sebesar -12,57%.

Rata-rata CAR 10 hari sebelum pengumuman *stock dividend* sebesar (1,30%), sementara 10 hari setelah pengumuman *stock dividend* rata-rata CAR sebesar (-0,24%). Penurunan CAR ini menunjukkan bahwa investor memiliki respon negative terhadap pengumuman *stock dividend*. Jika dilihat dari rata-rata Cumulatif Abnormal Return (tabel 5), 3 hari setelah pengumuman sebesar -2,8%, 10 hari setelah pengumuman menjadi -0,24%, Cumulatif Abnormal Return ini semakin menurun 15 hari (-6,84%), 20 hari (-17,67%), dan puncaknya 25 hari setelah pengumuman sebesar -34,1%. Tiga puluh hari setelah pengumuman rata-rata CAR masih negative sebesar -22,6%. Dari kondisi ini dapat disimpulkan bahwa pengumuman *stock dividend* kurang disukai oleh investor di Bursa Efek Indonesia.

*stock dividend* lebih mengarah pada *self control* investor. Investor akan lebih senang menggunakan uangnya untuk konsumsi hari ini dibandingkan menabung, karena kurangnya *self control*.

Seperti pernyataan yang ditulis oleh Statman (1999) : **"Consume from dividends but don't dip into capital" is a good rule for investors whose self-control problems center on spending**".

### Regret Aversion

*Regret aversion* juga menjadi alasan mengapa orang cenderung memilih *cash dividend* dibandingkan *stock dividend*. Bandingkan dua kasus dibawah ini:

- Anda memperoleh \$600 dari *dividend*, dan menggunakannya untuk membeli televisi; (*Cash dividend*)
- Anda menjual saham yang berharga \$600, dan memakai uang itu untuk membeli televisi. (*Stock dividend*)

Setelah itu, tiba-tiba harga saham meningkat tajam. Dikasu mana anda akan merasa lebih menyesal? Investor akan mengalami penyesalan lebih dalam pada kondisi kedua, jika dia menjual sahamnya untuk konsumsi, sementara harga sahamnya kemudian mengalami kenaikan. Hal ini berbeda jika investor membelanjakan uang dari hasil *dividen*, kemudian harga sahamnya naik. Investor tersebut selain menikmati *dividend*, juga masih dapat menikmati *capital gain* dari kenaikan harga saham tersebut.

### Reaksi Investor Terhadap Pengumuman Stock Dividend

Begitu jarang nya perusahaan yang *publish* di Bursa Efek Indonesia membagikan *dividen* dalam bentuk *stock dividend*. Terlihat dari tahun 2004–2007 ada 11 perusahaan membagikan *dividen* dalam bentuk *stock dividend*, sementara ada 504 perusahaan membagikan *dividen* dalam bentuk *cash dividend*. Berikut ini *Cumulative Abnormal Return* (CAR) perusahaan-perusahaan yang melakukan *stock dividend* seperti tercantum dalam tabel 1 di atas.

Dari *Cumulative Abnormal Return* seputar pengumuman *stock dividend* didapatkan hasil sebagai berikut (tabel 4) :

### ■ 3 hari sebelum dan setelah pengumuman stock dividend

Ada 6 perusahaan yang mendapatkan CAR negative, dan 5 perusahaan dengan CAR positif, tiga hari sebelum pengumuman *stock dividend*. Tiga hari setelah pengumuman *stock dividend* ada 7 perusahaan dengan CAR negative dan 4 perusahaan dengan CAR positif. Perusahaan yang mengalami kenaikan CAR setelah

pengumuman *stock dividend* ini antara lain Intanwijaya (sebelum, 0,6%) setelah pengumuman naik menjadi 22,16%. Pelayaran Tempuran, sebelum pengumuman memiliki CAR negative sebesar -9,09%, tetapi setelah pengumuman naik bahkan memiliki CAR positif sebesar 5,51%. Banyak perusahaan setelah pengumuman mengalami penurunan CAR dari positif berubah menjadi CAR negative antara lain Maskapai Reasuransi (sebelum, 5,03%) setelah pengumuman turun menjadi -10,03%. Disamping itu, juga perusahaan Arwana, sebelum

Tabel 4  
*Cumulative Abnormal Return* seputar pengumuman *stock dividend* perusahaan yang listed di BEI

Perusahaan	CAR 3 hari sebelum pengumuman stock dividend (%)	CAR 3 hari setelah pengumuman stock dividend (%)	CAR 10 hari sebelum pengumuman stock dividend (%)	CAR 10 hari setelah pengumuman stock dividend (%)
Intanwijaya	0,6	22,16	2,98	11,13
Duta Pertiwi Nusantara	-1,82	0,91	-16	-1,16
Arwana	17,61	-6,32	15,01	2,46
Ekadharma	-2,31	-0,47	4,52	-1,54
Pelayaran Tempuran	-9,09	5,51	-18,3	6,03
Tigaraksa Satria	-1,51	-4,06	5,56	2,9
Bank Mega	-10,5	0,43	-53,63	2,69
Bank Pan Indonesia	0,08	-1,34	3,52	-1,95
Panin Sekuritas	13,44	-31,31	88,58	-12,57
Asuransi Bintang	-5,2	-6,32	-20,44	2,46
Maskapai Reasuransi	5,03	-10,03	2,46	-13,04
Rata-rata	0,58	-2,80	1,30	-0,24

Sumber : olahan penulis, 2008

Gambar 1



dihadapkan pada kerugian dan keuntungan, maka investor lebih suka menikmatinya secara bersamaan (*integration*) karena keuntungan yang didapat, diharapkan dapat mengobati kerugian yang diderita. Seperti penelitian yang dilakukan oleh Thaler (1999), investor dihadapkan pada dua kondisi:

- Kondisi 1 : Menang pertama sebesar \$50 dan menang kedua \$25
- Kondisi 2 : Menang sebesar \$75

Hampir 64% responden menyatakan lebih memilih kondisi 1, karena kepuasan yang dirasakan lebih besar (menang pertama dilanjutkan kemenangan yang kedua). Untuk kasus *cash dividend* dan *stock dividend* (*capital gain*) dapat dilihat pada gambar 1, dimana  $\alpha$  = *dividends*,  $\beta$  = *current stock price*,  $\omega\beta$  = *original* (*purchase*) *stock price*,  $\omega\alpha = 0$ , dimana  $\alpha$  dan  $\omega\beta$  bernilai positif.  $\alpha$  menunjukkan *gain* ( $\alpha < \omega\alpha$ ), maka keputusan *segregation* atau *integration* tergantung pada besarnya nilai  $\beta$  (adanya *capital gain* atau tidak):

- Jika terdapat *capital gain* ( $\beta > \omega\beta$ ) → investor cenderung untuk memilih *segregation*, investor menikmati dividend dan mendapatkan *capital gain*.
- Jika  $\beta = \omega\beta$ , sehingga  $\beta - \omega\beta = 0$  (tidak ada *capital gain* atau *loss*), → investor akan *indifferent* antara *segregation* dan *integration*;
- Jika  $\beta < \omega\beta$  (ada *capital loss*), namun kerugian tersebut bisa di-offset dengan adanya *dividend*  $\alpha$ . → investor akan memilih *integration*.

### Hedonic Editing

Pemilihan *cash dividend* dibandingkan *stock dividend* oleh Shefrin (2007) juga dapat dijelaskan dengan konsep *hedonic editing*.

Seperti contoh di kasus di bawah ini :

#### Kasus 1 :

- Pilihan A : Menerima dengan pasti uang sejumlah \$ 1500 atau
- Pilihan B : Lempas koin, jika keluar kepala menerima \$ 1950, jika keluar ekor menerima \$ 1450

#### Kasus 2 :

Menerima \$ 1500 dengan pasti, dilanjutkan dengan pelemparan koin, jika keluar kepala menerima \$ 450, jika keluar ekor bayar \$ 450.

Pada kasus mana, orang mau menerima tantangan pelemparan koin? Jawabannya pada kasus 2, karena sudah menerima *certainty prior gain* sebesar \$ 1500 sehingga investor mau menerima resiko yang kedua, yaitu pelemparan koin.

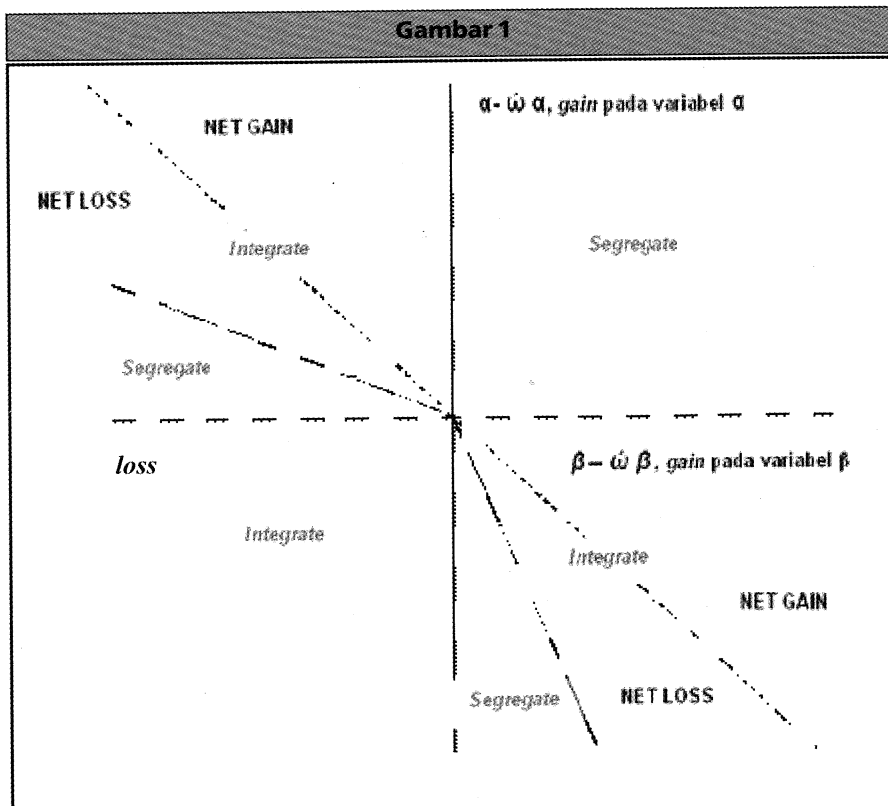
Investor biasanya mau menerima *risk* jika payoff dipisahkan menjadi *certainty prior gain* dan *uncertain outcome* (*risk*). *Behavioralists* mencoba untuk memandang secara terpisah return investor saham dalam dua hal yaitu *dividen* dan *capital gain* (*loss*).. Kaum *traditionalists* tidak menekankan pemisahan return yang diterima investor dalam *dividend yield* dan *capital gain*. Yang terpenting adalah *after tax return* secara keseluruhan.. Pada kasus pembayaran *dividen*, *cash dividend* dipandang sebagai *certainty prior gain* dan *stock dividend* (*capital gain/loss*) sebagai *risk*nya. Jadi investor mau mengambil *risk*, jika sudah menerima *certainty prior gain* lebih dulu. Sehingga preferensi investor cenderung pada *cash dividend* (*certainty prior gain*).

### Self Control

Menurut Thaler dan Shefrin (1981) menyatakan menabung untuk masa pensiun mungkin sulit diwujudkan oleh orang-orang yang fase *life-cycle*-nya masih jauh dari masa pensiun. Namun, bagi para investor muda yang memiliki *self-control* diharapkan akan: (1) Rajin menabung; dan (2) Tidak akan membelanjakan (*dissaving*) atas kekayaan (tabungan) yang telah dikumpulkan; Sehingga investor pada *saving stages* diharapkan: (1) Tidak akan mengkonsumsi *investment capital*; (2) Memilih portfolio dengan *dividend yield* yang relatif rendah.

Shefrin (2007) menyatakan bahwa *self control* merupakan tindakan untuk mengontrol dalam menunda menikmati kesenangan (*gratification*). Shefrin dan Statman (1984) menyatakan bahwa pemilihan *cash dividend* dibandingkan

Gambar 1



58	Surya Toto	V	V	V	V	143	Panin Insurance	V	-	-	-
59	Sumi Indo	V	V	V	V	144	Panin Life	V	-	-	-
60	Sucaco	-	V	V	V	145	Pool Advista	V	V	V	V
61	Astra Graphia	V	V	V	V	146	Ciputra Surya	V	V	-	-
62	Metrodata	V	V	V	V	147	Duta Pertiwi	V	-	-	-
63	Multipolar	-	-	V	V	148	Gowa Makassar	V	V	V	-
64	Astra International	V	V	V	V	149	Jaya Real	V	V	V	V
65	Astra Otopart	V	V	V	V	150	Kawasan Industri Jaba	-	V	-	-
66	Indo Kordsa	V	V	V	V	151	Global Land	V	V	-	-
67	Goodyear	V	V	V	V	152	Lippo Karawaci	V	V	V	-
68	Gajah Tunggal	-	V	V	V	153	Pembangunan Jaya AncI	V	V	V	V
69	Hexindo	V	V	V	V	154	Pudjiadi & Sons Estate	V	V	V	V
70	Indospring	V	-	-	V	155	Summarecon Agung	V	V	V	V
71	Intraco Penta	V	V	-	-	156	Anta Express Tour	V	V	-	-
72	Multi strada	-	V	V	V	157	Panorama Sentrawisata	-	-	-	V
73	Selamat Sempurna	V	V	V	V	158	Plaza Indonesia	V	V	V	-
74	Sugi Samapersada	V	-	-	V	159	Sona Topas	-	-	-	V
75	Tunas Ridean	V	V	V	V	160	Global Mediacom	V	-	V	V
76	United Tractors	V	V	V	V	161	Bumi Teknokultura	V	-	-	-
78	Darya Varia	-	V	-	V	162	Centrin Online	V	V	V	V
79	Kimia Farma	V	V	V	V	163	Citra Marga	V	V	V	V
80	Kalbe Farma	V	V	V	V	164	Fortune Indonesia	V	-	V	V
81	Merck	V	V	V	V	165	Jasindo Tiga	-	-	-	V
82	Bristol Myers	V	V	V	V	166	Limas Centric	V	V	-	-
83	Tempo Scan	V	V	V	V	167	Radiant Utama	-	-	V	V
84	Mandom Indonesia	V	V	V	V	168	Surya Citra Media	V	V	V	V
85	Unilever Indonesia	V	V	V	V						

Sumber:

investor *older males still at work*, *females mostly retired* dan kelompok *retired males* menginvestasikan modalnya pada saham yang membayarkan dividen sebesar 39%, 57% dan 56%, sementara dividen yang dihasilkan sebesar 2,46%, 3,36% dan 3,39%.

### Mental Accounting

Menurut Thaler (1980, 1985) dimana investor biasanya membagi *mental account* dalam (1) *current account*; (2) *liquid asset*; (3) *home equity*; (4) *future income*. Investor akan memisah-misahkan penggunaan dari *account* mereka. Sebagai contoh : Seorang karyawan bernama Jane, menerima hadiah yang akan diterima dalam dua kondisi :

- Kondisi 1 : Diterima tiap bulan \$500 selama setahun
  - Kondisi 2 : Diterima akhir tahun sebesar \$ 6000
- Kemudian ditanyakan : Berapakah konsumsi naik per bulannya, untuk tiap-tiap kondisi?

Jika kondisi 1, konsumsi Jane tiap bulan akan naik sebesar \$200, tetapi pada kondisi 2, konsumsi tiap bulan Jane

akan naik sebesar 0. Hal ini dapat dijelaskan, pada kondisi 1, Jane menganggap hadiah sebesar \$ 500 sebagai *current account*nya sehingga akan mudah baginya untuk mengkonsumsikannya. Sementara pada kondisi kedua, Jane menganggap uang yang akan diterima \$6000 satu tahun yang akan datang, sebagai *future income*, sehingga tidak ada tambahan *current income* tiap bulan, maka Jane tidak akan menambah konsumsi tiap bulannya.

Menurut Pompian (2006) bahwa *mental account* investor terbagi dalam tiga hal yaitu *current income*, *current asset* dan *future income*. *Cash dividend* mencerminkan *current income* sementara *stock dividend* dianggap sebagai *current asset*nya. Investor biasanya menggunakan *current income* untuk konsumsinya yang tercermin dalam *cash dividend*. Sedangkan untuk menikmati *cash dividend*, orang dapat melakukan dengan *homemade dividend*. Tapi orang enggan untuk melakukannya karena berarti harus menjual saham walaupun dari *stock dividend* (yang dianggap *current asset*nya). Hal inilah yang menjelaskan

mengapa orang lebih prefer pada *cash dividend*. Seperti pernyataan Shefrin (2002) : ***"Don't dip into capital" is akin to 'don't kill the goose that lays the golden eggs'"***

### Prospect Theory

Sementara dalam *prospect theory* yang dikemukakan oleh Kahneman dan Tversky (1979) menyatakan adanya *certainty effect* yaitu orang akan cenderung *risk averse* jika dihadapkan pada *sure gain*. Jika dihadapkan pada dua pilihan yaitu *certain* atau *uncertain*, orang cenderung memilih sesuatu hal yang *certain*, walaupun jumlahnya lebih kecil dibandingkan hal yang *uncertain*. *Cash dividend* dipandang sebagai suatu yang lebih *certain* dibandingkan *stock dividend* berkaitan dengan *gain* yang diterima. Hal ini didukung oleh Barker and Wurgler (2004), investor yang *risk averse* akan memilih berinvestasi pada perusahaan yang membagikan dividen.

Konsep *prospect theory* untuk *cash dividend* ini juga dapat dijelaskan dengan *segregation* dan *integration*. Investor lebih suka menikmati keuntungan secara terpisah (*segregation*), sementara jika

Tabel 2 : Cash Dividend Perusahaan di BEI 2004 – 2005

No	Perusahaan	2004	2005	2006	2007	No	Perusahaan	2004	2005	2006	2007
1	Astra Agro	√	√	√	√	86	Arpeni Pratama	-	√	√	√
2	Inti Agri Resources	-	-	√	√	87	Berlian Laju Tanker	√	√	√	√
3	PP. London	-	√	-	-	88	Humpuss Intermoda	√	√	√	-
4	Bakrie Sumatra	√	√	√	√	89	Rig Tenders	√	√	√	√
5	Charoen Pokphand	-	√	√	-	90	Samudra Indonesia	√	√	√	√
6	Malindo Feedmill	-	√	√	√	91	Pelayaran Tempuran	√	√	-	-
7	Aneka Tambang	√	√	√	√	92	Infoasia Teknologi	√	-	-	-
8	Apexindo	√	-	√	√	93	Indosat	√	√	√	√
9	Bumi Resources	-	√	√	√	94	Telkom Indonesia	√	√	√	√
10	Inco	√	√	√	√	95	Enseval Putra Megatrd	√	√	√	√
11	Medco Energy	√	√	√	-	96	FKS Multi Agro	√	√	-	-
12	Perusahaan Gas Negara	√	√	√	√	97	Mitra Adiperkasa	√	√	√	√
13	Tambang Batubara	√	√	√	√	98	Multi Indocitra	-	√	√	√
14	Timah	√	√	√	√	99	Matahari Putra	√	√	√	√
15	Adhi Karya	√	√	√	√	100	Ramayana Lestari	√	√	√	√
16	Petrosea	√	√	√	√	101	Tigaraksa Satria	√	√	√	√
17	Aqua	√	√	√	√	102	Bank Bumiputera	√	-	√	√
18	Delta Djakarta	√	√	√	√	103	Bank Central Asia	√	√	√	√
19	Indofood	√	√	√	√	104	Bank UOB Buana	√	√	√	-
20	Multi Bintang	√	√	√	√	105	Bank Bukopin	-	-	√	√
21	Mayora Indah	√	√	√	√	106	Bank Negara Indonesia	√	√	√	√
22	Smart	-	-	√	√	107	Bank Nusantara Parahy	√	-	-	-
23	Tunas Baru Lampung	√	√	-	√	108	Bank Rakyat Indonesia	√	√	√	√
24	Ultra Jaya	-	√	-	-	109	Bank Danamon Ind	√	√	√	√
25	Gudang Garam	√	√	√	√	110	Bank Mandiri	√	√	√	√
26	HM. Sampoerna	√	√	√	√	111	Bank Bumi Arta	-	-	√	√
27	Bentoel International	√	√	√	√	112	Bank CIMB Niaga	√	√	√	√
28	Centex	√	√	√	-	113	Bank International Indo	√	√	√	√
29	Sepatu Bata	√	√	√	√	114	Bank Swadesi	√	√	-	-
30	Indorama S	√	√	√	√	115	Bank Mayapada	-	-	√	√
31	Pan Brothers	√	√	√	-	116	Bank Mega	√	√	√	√
32	Ricky Putra	-	-	-	√	117	Bank Pan Indonesia	√	-	-	-
33	Tirta Mahakam	√	-	-	-	118	Adira Dinamika	√	√	√	√
34	Fajar Surya	-	-	-	√	119	Buana Finance	-	√	√	√
35	AKR Corporindo	√	√	√	√	120	BFI Finance Indonesia	√	√	√	√
36	Colorpark	√	√	√	√	121	Clipan Finance	√	√	-	-
37	Lautan Luas	√	√	√	√	122	Danasupra Erapacific	√	√	-	-
38	Sorini Agro	√	√	√	√	123	Mandala Multifinance	-	√	√	√
39	Unggul Indah	√	√	-	√	124	Trust Finance	√	-	-	-
40	Ekadharma	√	√	√	√	125	Wahana Ottomitra	-	√	√	-
41	Intanwijaya	√	√	-	-	126	Pan Pacific	-	√	√	√
42	Aneka Kemasindo	√	√	-	-	127	Bhakti Capital	√	-	-	-
43	Asahimas Flat	√	√	√	-	128	Kresna Graha	√	√	√	√
44	Berlina	√	-	-	√	129	Panin Sekuritas	√	√	√	√
45	Dynaplast	√	-	-	-	130	Panca Global	-	√	√	√
46	Kageo Igar	√	√	√	√	131	Reliance Securities	-	-	√	√
47	Trias S	√	√	√	√	132	Trimegah Securities	√	√	√	√
48	Indocement	-	√	√	√	133	Nusantara Inti	-	√	-	-
49	Sement Gresikv	√	√	√	√	134	Yulie Sekurindo	√	√	√	√
50	Alumindo	-	√	√	√	135	Asuransi Bina Dana	-	-	-	√
51	Citra Tubindo	√	√	√	√	136	Asuransi Harta	√	√	√	-
52	Jaya Pari	-	√	-	-	137	Asuransi Bintang	√	√	√	-
53	Lion Metal	√	√	√	√	138	Asuransi Dayin	√	√	-	-
54	Lion Mesh	√	√	√	√	139	Asuransi Jasa	√	√	-	-
55	Tembaga Mulia	√	-	√	-	140	Asuransi Ramayana	√	√	√	√
56	Tira Austenite	√	-	-	-	141	Lippo General	√	√	-	√
57	Arwana C	√	√	-	√	142	Maskapai Reasuransi	√	√	√	√



penurunan sebesar \$1 terhadap harga dari saham perusahaan. Hal ini menyebabkan individu merasa *indifferent* antara menerima \$1 *cash dividends* dengan \$1 "*homemade*" *cash dividends* dari penjualan saham

Seperti penelitian yang dilakukan Loomis (1968) terhadap perusahaan *General Public Utilities Corp.* (GPU). Pada saat itu, Mr. Kuhns, presiden dari *General Public Utilities Corp.* (GPU) mengusulkan pembagian *stock dividends* sebagai substitusi dari *cash dividends*. Ia juga menawarkan kepada para pemegang saham yang berminat, untuk menjual *stock dividends* tersebut (dengan *brokerage cost* yang kecil), agar mereka bisa memperoleh *cash income* sebesar *dividends* yang seharusnya diterima.

Substitusi *stock dividends* terhadap *cash dividends* akan menghasilkan penghematan pajak sedikitnya \$4 juta/tahun bagi para pemegang saham, serta penghematan bagi GPU sendiri sebesar \$20 juta/tahun. Namun demikian, ternyata para pemegang saham tidak setuju dengan usulan tersebut, reaksi yang timbul sangat negatif. Harga saham GPU anjlok, dan akhirnya rencana substitusi itupun dibatalkan.

Sementara kondisi di Indonesia, perusahaan yang *publish* di Bursa Efek Indonesia lebih suka membagikan *cash dividend* dibandingkan *stock dividend*. Dari data 2004-2007, perbandingan perusahaan yang membayarkan *cash dividend* 42 kali lipat dibandingkan perusahaan yang membayarkan *stock dividend*, seperti terlihat pada tabel 1 dan 2.

Ada beberapa alasan, mengapa perusahaan di Bursa Efek Indonesia lebih cenderung membagikan dividennya dalam bentuk *cash* dibandingkan dalam bentuk *stock*. Penjelasan ini lebih cenderung mengarah pada aspek *psychology of individual investor*.

### Clientele Effect Theory

Berdasarkan *clienteles effect theory*, preferensi investor terhadap dividen ataukah *capital gain* tergantung pada kelompok investor yang berbeda. Pada investor muda, yang cenderung masih memiliki *income* tinggi, biasanya aktif melakukan perdagangan, maka

**Tabel 1**  
**Stock divided perusahaan di BEI 2004 – 2007**

No	Perusahaan	Tanggal
1	Intanwijaya	26 July 2004
2	Duta Pertiwi Nusantara	4 Agustus 2005
3	Arwana	9 Juni 2006
4	Ekadharma	8 Agustus 2006
5	Pelayaran Tempuran	3 Juli 2006
6	Tigaraksa Satria	10 Juli 2006
7	Bank Mega	21 April 2005
8	Bank Pan Indonesia	8 Juli 2004
9	Panin Sekuritas	8 Juli 2004
10	Asuransi Bintang	22 September 2006
11	Maskapai Reasuransi	7 Juli 2004

Sumber:

**Tabel 3 : Kelompok investor dan preferensinya**

	(1) Young unmarried professionals & managers	(2) Highly educated young professional men	(3) Older males still at work	(4) Females, mostly retired	(5) Retired males
Investment goal rating:					
- Short term capital gains	2.19	2.00	1.86	1.50	1,53
- Long term capital gains	3.61	3.54	3.63	3.46	3,45
- Dividend income	2.04	2.30	2.46	3.36	3,39
Percent portfolio in dividend-income generating securities	27%	34%	39%	57%	56%
Average number of securities in portfolio	9.4	10.4	11.6	12	12,1

preferensinya lebih mengarah pada *capital gain*. Sedangkan bagi orang yang sudah pensiun, usia di atas 60an, maka preferensi terhadap dividen lebih besar karena dividen merupakan sumber *income*-nya. Seperti kasus yang dialami oleh Consolidated Edison Co, dimana pada tahun 1973-1974 *income* dari ConEd anjlok karena kenaikan harga minyak bumi. Akibatnya, setelah 89 tahun tidak pernah absen membayar *dividend*, perusahaan terpaksa menghapus pemberian *dividend*-nya. Pada RUPS 1974, wakil perusahaan harus menghadapi sekelompok pemegang

saham yang marah karena kebanyakan dari mereka (pensiunan dan janda) sangat menggantungkan hidupnya dari dividen.

Seperti penelitian yang dilakukan oleh Shefrin dan Statman (1984) yang hasilnya ditunjukkan pada tabel 3. Kelompok investor *young unmarried professionals & managers* serta kelompok *highly educated young professional men* menginvestasikan modalnya pada saham yang membayarkan dividen sebesar 27% dan 34%, sementara dividen yang dihasilkan sebesar 2,04% dan 2,3%. Kelompok

# Preferensi Investor Terhadap *Cash Dividend* atau *Stock Dividend*

Rina Adi Kristianti



**Dividen merupakan salah satu kebijakan penting dalam perusahaan, karena menyangkut pemegang saham. Pembayaran dalam bentuk *cash dividend* maupun *stock dividend* ternyata memiliki alasan tersendiri, yang dilihat dari aspek psikologis individual investor antara lain dari sudut pandang *clientele effect theory*, *prospect theory*, *mental accounting*, *self control* dan *regret aversion*.**

Investor dalam menginvestasikan dananya kedalam instrumen saham, tentunya menginginkan *return* yang tinggi. *Return* dari saham bisa didapatkan dari *capital gain* maupun dari dividen. Menurut *The Bird in Hand Theory* yang dikemukakan oleh Gordon (1963) menyatakan bahwa investor lebih memilih dividen karena dianggap lebih pasti dibandingkan *capital gain*. Sementara jika dikaitkan dengan pajak, maka investor cenderung untuk lebih memilih *capital gain* dibandingkan dividen. Hal ini disebabkan karena pajak dari dividen lebih tinggi dibandingkan pajak dari *capital gain*, dan pembayaran pajak *capital gain* dapat ditunda sampai investor mengexercise sahamnya. (Brigham and Daves, 2002). Investor yang memiliki *tax bracket* tinggi cenderung memilih *capital gain* dibandingkan investor yang memiliki *tax bracket* rendah (Pettit, 1977).

Begitu pentingnya peranan dividen ini, maka perusahaan enggan untuk melakukan pemotongan terhadap dividen. Hal ini dikarenakan adanya efek *signaling* (Bhattacharya, 1979). Perusahaan yang melakukan pemotongan dividen memberikan sinyal yang buruk

terhadap investor, bahwa kondisi keuangan perusahaan kurang bagus. Begitu juga jika perusahaan menaikkan dividen, memberikan *signal* kepada investor bahwa kondisi keuangan perusahaan sedang bagus. Seperti yang dikemukakan oleh Litner (1956), peningkatan dividen memberikan signal bahwa perusahaan memiliki arus kas yang kuat dan hal ini akan dilakukan oleh manajer, jika manajer yakin akan dapat mempertahankannya di masa yang akan datang. Hal ini diperkuat oleh Rosenberg dan Marathe (1979), Litzenberger & Ramaswamy (1979) bahwa saham yang memiliki *high dividend yield* menghasilkan laba sebelum pajak yang lebih tinggi daripada saham dengan *low dividend yield*.

Dividen dapat dibayarkan dengan dua cara yaitu *cash dividend* dan *stock dividend*. Pemilihan apakah perusahaan akan membagikan *cash dividend* atau *stock dividend* tergantung kebijakan perusahaan. Menurut Miller and Scholes (1982), jika pajak dan biaya transaksi diabaikan, maka umumnya *dividend* dan *capital gains* dianggap sebagai *perfect substitutes*. Pembayaran \$1 *cash dividends* akan mengakibatkan