

## **BAB IV**

### **HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

#### **4.1 Hasil Penelitian**

##### **4.1.1 Tinjauan Umum Subyek Penelitian**

Subyek dalam penelitian ini adalah Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2004-2008. BUMN adalah perusahaan yang dimiliki dan dikelola oleh negara. Seiring perkembangan zaman dan tuntutan globalisasi, BUMN yang sebelumnya dimiliki sepenuhnya oleh negara mulai dilepas ke publik. Hal ini diawali dengan penawaran perdana Semen Gresik yang melepas 27% sahamnya ke pasar modal pada tahun 1991. Dengan dilepasnya saham BUMN kepada publik maka kepemilikan dan kendali negara terhadap BUMN pun semakin berkurang.

Jumlah BUMN yang terdaftar di BEI periode 2004-2008 sebanyak 14 perusahaan. Seperti yang telah disebutkan sebelumnya dalam Bab 3, subyek yang akan diteliti terdiri dari 11 perusahaan. Tabel di bawah ini merupakan perusahaan yang menjadi subyek penelitian.

**Tabel 4.1****Subyek Penelitian**

<b>Kode Emiten</b>	<b>Nama Perusahaan</b>
<b>ADHI</b>	Adhi Karya Tbk
<b>ANTM</b>	Aneka Tambang Tbk
<b>BBNI</b>	Bank Negara Indonesia Tbk
<b>BBRI</b>	Bank Rakyat Indonesia Tbk
<b>BMRI</b>	Bank Mandiri Tbk
<b>KAEF</b>	Kimia Farma Tbk
<b>PGAS</b>	Perusahaan Gas Negara Tbk
<b>PTBA</b>	Tambang Batubara Bukit Asam Tbk
<b>SMGR</b>	Semen Gresik Tbk
<b>TINS</b>	Timah Tbk
<b>TLKM</b>	Telekomunikasi Indonesia Tbk

Sumber: *www.idx.co.id*, 2009

Adhi Karya Tbk merupakan perusahaan yang bergerak dalam bidang konstruksi bangunan. Perusahaan ini berdiri tanggal 11 Maret 1960 dan mulai *listing* di BEI tanggal 18 Maret 2004. Struktur kepemilikan saham sebanyak 51.00% dimiliki oleh negara, 5.55% dimiliki oleh Fortis Bank (Nederland) N.V dan 43.45% dimiliki oleh masyarakat.

Aneka Tambang Tbk merupakan perusahaan yang bergerak dalam bidang pertambangan logam dan mineral. Perusahaan ini berdiri tanggal 5 Juli 1968 dan mulai *listing* di BEI tanggal 27 November 1997. Struktur kepemilikan saham sebanyak 65.00% dimiliki oleh negara dan 35% dimiliki oleh masyarakat.

Bank Negara Indonesia Tbk merupakan perusahaan yang bergerak dalam bidang perbankan. Perusahaan ini berdiri tanggal 5 Juli 1946 dan mulai *listing* di BEI tanggal 25 November 1996. Struktur kepemilikan saham sebanyak 76.36% dimiliki oleh negara dan 23.64% dimiliki oleh masyarakat.

Bank Rakyat Indonesia Tbk merupakan perusahaan yang bergerak dalam bidang perbankan. Perusahaan ini berdiri tanggal 16 Desember 1895 dan mulai *listing* di BEI tanggal 10 November 2003. Struktur kepemilikan saham sebanyak 56.79% dimiliki oleh negara dan 43.21% dimiliki oleh masyarakat.

Bank Mandiri Tbk merupakan perusahaan yang bergerak dalam bidang perbankan. Perusahaan ini berdiri tanggal 2 Oktober 1998 dan mulai *listing* di BEI tanggal 14 Jul 2003. Struktur kepemilikan saham sebanyak 66.97% dimiliki oleh negara dan 33.03% dimiliki oleh masyarakat.

Kimia Farma Tbk merupakan perusahaan yang bergerak dalam bidang makanan dan minuman. Perusahaan ini berdiri tanggal 23 Januari 1969 dan mulai *listing* di BEI tanggal 4 Juli 2001. Struktur kepemilikan saham sebanyak 90.03% dimiliki oleh negara dan 9.97% dimiliki oleh masyarakat.

Perusahaan Gas Negara Tbk merupakan perusahaan yang bergerak dalam bidang pertambangan minyak dan gas bumi. Perusahaan ini berdiri tanggal 1 Februari 1905 dan mulai *listing* di BEI tanggal 15 Desember 2003. Struktur kepemilikan saham sebanyak 56.46% dimiliki oleh negara, 5.14% dimiliki Bank of New York, 5.41% dimiliki Morgan Stanley and Co Intl Plc - Ipb Cli dan 32.99% dimiliki oleh masyarakat.

Tambang Batubara Bukit Asam Tbk merupakan perusahaan yang bergerak dalam bidang pertambangan batu bara dan gambut. Perusahaan ini berdiri tanggal 2 Maret 1981 dan mulai *listing* di BEI tanggal 23 Desember 2002. Struktur kepemilikan saham sebanyak 65.02% dimiliki oleh negara dan 34.98% dimiliki oleh masyarakat.

Semen Gresik Tbk merupakan perusahaan yang bergerak dalam bidang industri semen. Perusahaan ini berdiri tanggal 25 Maret 1953 dan mulai *listing* di BEI tanggal 8 Juli 1991. Struktur kepemilikan saham sebanyak 51.01% dimiliki oleh negara, 24.90% oleh Blue Valley Holdings Pte Ltd dan 24.09% dimiliki oleh masyarakat.

Timah Tbk merupakan perusahaan yang bergerak dalam bidang pertambangan logam dan mineral berdiri tanggal 17 April 1961 dan mulai *listing* di BEI tanggal 19 Oktober 1995. Struktur kepemilikan saham sebanyak 65% dimiliki oleh negara dan 35% dimiliki oleh masyarakat.

Telekomunikasi Indonesia Tbk merupakan perusahaan yang bergerak dalam bidang telekomunikasi. Perusahaan ini berdiri tanggal 24 September 1991 dan mulai *listing* di BEI tanggal 14 November 1995. Struktur kepemilikan saham sebanyak 51.19% dimiliki oleh negara, 8.55% dimiliki The Bank of New York (BONY), 6.07% dimiliki JP Morgan Chase Bank NA RE Norbax Inc dan 34.19% dimiliki oleh masyarakat.

## 4.1.2 Deskripsi Data Variabel Penelitian

### 4.1.2.1 Deskripsi *Dividend Payout Ratio* (DPR)

*Dividend payout ratio* (DPR) adalah indikator dari variabel X (kebijakan dividen) yang akan digunakan untuk menghitung besarnya pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham. DPR merupakan persentase laba yang dibayarkan kepada pemegang saham atau perbandingan antara laba yang dibayar dalam bentuk dividen dengan jumlah laba per lembar saham (*earning per share*). Rasio ini dapat dihitung dengan melalui persamaan berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividend per shares}}{\text{Earning per shares}}$$

(Rusdin, 2006:145)

Penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan perusahaan diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham Tahunan (RUPST). RUPST biasanya dilaksanakan pada bulan Mei-Juni. Selain menentukan besarnya dividen yang akan dibagikan, dalam RUPST pun ditentukan waktu dan tata cara pembayaran dividen. Berikut adalah data DPR dari tiap perusahaan untuk tahun dividen 2004-2008.

Tabel 4.2

## Data Dividend Payout Ratio

Perusahaan	Dividend Payout Ratio (%)				
	2004	2005	2006	2007	2008
ADHI	49.99	30.01	20.00	23.85	25.17
ANTM	35.00	34.00	40.00	40.00	40.05
BBNI	50.00	50.00	50.00	50.01	10.00
BBRI	49.86	49.36	49.94	49.99	34.71
BMRI	49.99	49.86	59.88	88.80	35.02
KAEF	29.82	30.00	29.92	30.00	24.97
PGAS	49.02	54.35	49.97	49.42	151.23
PTBA	47.42	50.09	50.00	50.00	50.07
SMGR	35.00	25.70	50.00	50.00	50.58
TINS	45.89	47.22	50.00	50.00	49.81
TLKM	50.00	55.20	55.54	71.44	55.22
<b>MIN</b>	<b>29.82</b>	<b>25.70</b>	<b>20.00</b>	<b>23.85</b>	<b>10.00</b>
<b>MAX</b>	<b>50.00</b>	<b>55.20</b>	<b>59.88</b>	<b>88.80</b>	<b>151.23</b>
<b>MEAN</b>	<b>44.73</b>	<b>43.25</b>	<b>45.93</b>	<b>50.32</b>	<b>47.89</b>

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder, 2009

Berdasarkan tabel di atas, tingkat DPR minimum BUMN periode 2004-2008 rata-rata berada pada kisaran 10%-30%. Perusahaan dengan DPR terendah adalah BBNI dan terjadi pada tahun 2008. Rendahnya dividen per lembar saham (DPS) yang dibagikan yaitu Rp 8 dibandingkan dengan jumlah EPS Rp 80.04 menghasilkan tingkat DPR BBNI yang cukup rendah yaitu 10%. Hal ini tidak terlepas dari turunnya DPS BBNI dari Rp 29.4 pada tahun 2007 menjadi Rp 8 pada tahun 2008 atau turun sebesar 72%.

Sementara itu, DPR maksimum BUMN terus mengalami peningkatan pada tahun 2004-2008. Perusahaan yang memiliki DPR tertinggi adalah Perusahaan Gas Negara Tbk (PGAS) sebesar 151.23% yang terjadi pada tahun 2008. Hal ini dikarenakan DPS PGAS lebih tinggi yaitu Rp 41.74 sedangkan laba per lembar saham (EPS) sebesar Rp 27.6.

Secara umum dapat dilihat bahwa BUMN selalu membagikan dividen kepada pemegang sahamnya dengan tetap mencadangkan sebagian laba untuk pengembangan usaha perusahaan. Rata-rata DPR BUMN dari tahun 2004-2008 mengalami fluktuasi namun masih berada pada kisaran 40%-50%. Rata-rata tertinggi terjadi pada tahun 2007 dengan nilai 50.32% sedangkan rata-rata terendah terjadi pada tahun 2005 dengan nilai 43.25%. Tinggi rendahnya dividen yang dibagikan tidak terlepas dari tingkat laba yang dihasilkan perusahaan, tingkat likuiditas, kesempatan investasi perusahaan dan sebagainya. Perusahaan harus memperhatikan keinginan pemegang saham dan tingkat laba yang akan ditahan untuk kepentingan perusahaan. Oleh karena itu perusahaan dapat menentukan jumlah DPR yang tidak terlalu besar sehingga memudahkan perusahaan untuk meningkatkan pembayaran dividen jika laba meningkat dan tidak perlu menurunkan pembayaran dividen jika laba menurun.

#### **4.1.2.2 Deskripsi Perubahan Harga Saham**

Perubahan harga saham merupakan indikator dari harga saham (variabel Y). Harga saham yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga saham penutupan harian. Periode yang diamati adalah tiga hari sebelum dan tiga hari



sesudah tanggal pengumuman RUPST (selama tujuh hari bursa dihitung dari t-3 sampai dengan t+3).

Berikut disajikan perubahan harga saham BUMN dalam tabel di bawah ini:

**Tabel 4.3**

**Perubahan Harga Saham**

Perusahaan	Perubahan Harga saham (%)				
	2004	2005	2006	2007	2008
ADHI	6.46	6.37	-0.04	4.81	-4.49
ANTM	-0.18	-18.29	-12.57	-3.19	19.29
BBNI	1.23	-3.20	-7.11	-8.67	1.26
BBRI	4.52	0.50	-11.69	5.17	-7.87
BMRI	-1.83	-0.59	7.97	-2.66	-18.65
KAEF	-2.70	-3.01	-0.47	5.01	0.63
PGAS	-0.90	12.05	2.52	-3.17	11.74
PTBA	0.65	-15.56	-14.76	-0.64	20.55
SMGR	-0.63	-3.42	-0.79	-8.70	-9.09
TINS	-2.25	7.27	-12.13	2.50	-9.87
TLKM	9.17	4.21	4.49	-3.95	-0.68
<b>MIN</b>	<b>-2.70</b>	<b>-18.29</b>	<b>-14.76</b>	<b>-8.70</b>	<b>-18.65</b>
<b>MAX</b>	<b>9.17</b>	<b>12.05</b>	<b>7.97</b>	<b>5.17</b>	<b>20.55</b>
<b>MEAN</b>	<b>1.23</b>	<b>-1.24</b>	<b>-4.05</b>	<b>-1.23</b>	<b>0.26</b>

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder, 2009

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa persentase perubahan harga saham BUMN periode 2004-2008 secara umum berfluktuasi. Persentase perubahan harga



saham tertinggi yaitu sebesar 20.55% terjadi pada PTBA pada tahun 2008. Sementara itu persentase perubahan terendah sebesar -18.65% yang terjadi pada BMRI pada tahun yang sama.

Rata-rata persentase perubahan harga saham BUMN pun mengalami fluktuasi dengan perubahan tertinggi terjadi pada tahun 2004 sebesar 1.23% dan terendah pada tahun 2006 sebesar -4.05%. Jika melihat rata-rata secara keseluruhan dari periode 2004-2008, perubahan harga saham BUMN adalah -1.01%. Hal tersebut menyiratkan bahwa harga saham lebih banyak mengalami penurunan dibandingkan mengalami peningkatan. Harga saham yang berfluktuasi dikarenakan perubahan harga saham pada dasarnya dipengaruhi oleh informasi yang diterima investor seperti keadaan dan kebijakan perusahaan, keadaan politik negara, kebijakan pemerintah, nilai tukar kurs dan sebagainya.

#### **4.1.3 Uji Normalitas**

Normalitas data dilakukan dengan menggunakan alat uji *One Sample Kolmogorov-Smirnov Test* dan analisis melalui grafik. Uji Statistik Kolmogorov-Smirnov menggunakan taraf signifikansi 0.05. Data dinyatakan berdistribusi normal jika signifikansi lebih besar dari 0.05. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

Tabel 4.4

## Hasil Uji Statistik Kolmogorov-Smirnov

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Unstandardized Residual
N		55
Normal Parameters <sup>a</sup>	Mean	.0000000
	Std. Deviation	8.02635452
Most Extreme Differences	Absolute	.107
	Positive	.069
	Negative	-.107
Kolmogorov-Smirnov Z		.791
Asymp. Sig. (2-tailed)		.558

a. Test distribution is Normal.

Sumber: Hasil Pengolahan Data Sekunder, 2009

Dari tabel di atas dapat dilihat besarnya nilai Kolmogorov-Smirnov adalah 0.791 dengan probabilitas signifikansi 0.558 dan nilainya jauh di atas 0.05 sehingga dapat disimpulkan bahwa data berdistribusi normal.

#### 4.1.4 Pengujian Hipotesis (Uji *t*)

Uji *t* digunakan untuk menjawab hipotesis dalam penelitian. Pengujian hipotesis menggunakan *SPSS 16.0 for Windows*. Hasil uji *t* dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

**Tabel 4.5**  
**Nilai  $t$  hitung Variabel DPR**

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-4.526	2.861		-1.582	.120
	DPR	.076	.057	.180	1.331	.189

a. Dependent Variable: Perubahan Harga Saham

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder, 2009

Hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Ho: Tidak terdapat pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham

Ha: Terdapat pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham

Adapun kriteria yang digunakan untuk menentukan daerah penerimaan atau penolakan hipotesis adalah sebagai berikut:

Ho diterima:  $t_{hitung} \leq t_{tabel}$

Ho ditolak :  $t_{hitung} > t_{tabel}$

Perbandingan nilai  $t_{hitung}$  dan  $t_{tabel}$  menghasilkan:

$$1.331 < 2.0057$$

Karena  $t_{hitung} < t_{tabel}$  maka Ho diterima. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh terhadap harga saham. Oleh karena itu, penelitian ini tidak menjelaskan hasil analisis statistik regresi linier sederhana.

## 4.2 Pembahasan Mengenai Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Harga Saham

Keputusan pembagian dividen merupakan suatu masalah yang sering dihadapi oleh perusahaan. Perusahaan dihadapkan pada pilihan apakah akan membagikan dividen kepada pemegang saham atau akan menahan laba untuk diinvestasikan kembali untuk perkembangan perusahaan. Kebijakan tersebut harus diperhatikan oleh perusahaan karena dividen sering dijadikan sinyal oleh investor tentang prospek perusahaan di masa mendatang sehingga dapat mempengaruhi permintaan dan penawaran saham perusahaan.

Namun, berdasarkan hasil pengujian pada tabel 4.5 dapat dilihat bahwa kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR) tidak berpengaruh terhadap harga saham. Hasil ini didukung pula dengan uji hipotesis melalui uji  $t$  yang menunjukkan hasil  $t_{hitung} < t_{tabel}$ .

Hal ini mungkin diakibatkan pembagian dividen merupakan salah satu bentuk *corporate action* yang jika tidak dipublikasikan di media tidak akan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tindakan investor. Diduga periode pengamatan seminggu di sekitar pelaksanaan RUPST kurang memberi informasi bagi investor dibandingkan jika perusahaan telah mempublikasikan hasil RUPST di media massa atau telah menyampaikan hasil RUPST kepada BAPEPAM atau Bursa Efek Indonesia (BEI) yang biasanya dilaksanakan beberapa hari setelah RUPST. Hal tersebut mengakibatkan informasi belum tersebar secara luas sehingga perubahan harga saham tidak terlalu signifikan di sekitar tanggal pelaksanaan RUPST.

BUMN mempunyai tingkat kepastian yang tinggi untuk membagikan dividen karena pemerintah mengharuskan BUMN untuk menyetorkan dividen pada APBN setiap tahunnya. Kepastian tersebut mengakibatkan investor tidak terlalu bereaksi akan pengumuman dividen sehingga tidak berpengaruh terhadap harga saham. Selain itu, walaupun tingkat DPR BUMN cukup besar yaitu sekitar 40-50%, porsi kepemilikan publik lebih kecil dibanding dengan porsi kepemilikan pemerintah sehingga tingkat DPR yang tinggi tidak menunjukkan pendapatan yang akan diterima oleh investor secara keseluruhan. Hal tersebut mengakibatkan investor tidak terlalu memperhatikan DPR perusahaan tetapi lebih memperhatikan tingkat *dividend per share* (DPS).

Kebijakan dividen tidak terlepas dari keputusan pendanaan karena laba yang ditahan merupakan sumber pendanaan bagi pengembangan perusahaan selain penggunaan utang. Tingkat DPR BUMN yang cukup besar mengakibatkan laba yang ditahan sedikit sehingga pendanaan perusahaan dari dalam berkurang. Hal tersebut mengakibatkan perusahaan harus memakai dana yang berasal dari luar perusahaan yaitu dalam bentuk utang. Pada umumnya perusahaan yang dimiliki oleh negara menggunakan utang yang cukup besar di dalam struktur modalnya yang ditunjukkan oleh *debt equity ratio* (DER), yaitu rasio yang mengukur penggunaan utang terhadap modal sendiri. Hal ini didasarkan pernyataan Jensen dan Meckling (dalam Untung Wahyudi dan Hartini P. Pawestri, 2006:8) bahwa industri-industri dengan regulasi yang tinggi seperti *public utilities* atau bank akan mempunyai *debt equity ratio* yang tinggi yang sebanding dengan

tingginya risiko yang melekat pada industri yang bersangkutan dibandingkan *non regulated firm*.

Penggunaan utang dapat diartikan oleh investor tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajibannya di masa mendatang. Selain itu, penggunaan utang dapat menaikkan *earning per share* (EPS) atau laba per lembar saham karena adanya kenaikan pajak yang akan mengurangi biaya utang. EPS yang tinggi dapat menarik minat investor sehingga investor akan terdorong untuk melakukan investasi sehingga harga saham akan meningkat. Dengan demikian, penggunaan utang di dalam struktur modal perusahaan dapat mempengaruhi harga saham perusahaan dibandingkan jika perusahaan membagikan dividen.

Masih terdapat faktor lain yang dapat mempengaruhi perubahan harga saham baik faktor fundamental maupun teknikal. Tingkat kepercayaan investor yang tinggi terhadap saham BUMN dibandingkan perusahaan swasta menjadikan isu yang berkenaan dengan BUMN lebih sensitif sehingga BUMN dituntut untuk mempertahankan stabilitas kinerjanya. Faktor-faktor seperti tingkat laba, pergantian direksi, sentimen pasar, tingkat suku bunga, tingkat kurs, nilai tukar rupiah, intervensi pemerintah, divestasi BUMN dan faktor fundamental lainnya merupakan hal-hal yang diperhatikan oleh investor disamping faktor teknikal. Oleh karena itu BUMN berusaha untuk menjaga kredibilitasnya karena kredibilitas BUMN yang baik berpengaruh pula terhadap kredibilitas pemerintah.

Tidak adanya pengaruh kebijakan dividen terhadap harga saham sejalan dengan teori yang dikemukakan Modigliani dan Miller (MM) yang disebut Teori

Irrelevansi Dividen dan tidak sesuai dengan *bird-in-the-hand theory* yang dikemukakan oleh Gordon dan Lintner.

MM menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Hal tersebut menunjukkan bahwa keputusan investasi yang akan mempengaruhi nilai perusahaan. Selain itu risiko dari investasi mempengaruhi investor untuk menanamkan dananya di dalam perusahaan bukan karena dividen yang dibagikan oleh perusahaan seperti yang dinyatakan dalam *bird-in-the-hand theory*. Dengan demikian apakah dividen akan dibagikan atau ditahan tidak akan mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurmala (2006) dan Yulia Susanti (2007) bahwa kebijakan dividen dengan indikator DPR tidak berpengaruh terhadap harga saham. Selain itu, dalam penelitian Yulia Susanti (2007) disebutkan hanya DPS yang berpengaruh terhadap harga saham. Hal ini sama dengan yang ditemukan oleh Nia Rahmania (2008) dan Woro Sekar Untari (2009). Oleh karena itu, diduga dividen (DPS) merupakan variabel intervening kebijakan dividen yang akan mempengaruhi harga saham.

Nurmala (2006) menyebutkan bahwa kebijakan dividen yang dilakukan oleh pihak perusahaan bukan merupakan informasi yang relevan bagi pemegang saham dalam membuat keputusan investasi sehingga tidak berpengaruh terhadap harga saham. Jadi, kebijakan dividen bukan merupakan salah satu pertimbangan bagi investor untuk berinvestasi dalam suatu perusahaan.

Hal ini sesuai dengan yang dinyatakan oleh Suad Husnan (2004:308) bahwa pembagian dividen hanya akan mempengaruhi harga saham apabila dengan



pembagian tersebut para pemodal berubah pengharapan mereka terhadap prospek dan risiko perusahaan. Namun jika para pemodal tidak berubah pengharapan, maka kebijakan dividen tidak akan mempengaruhi harga saham.

Timbulnya hasil penelitian yang berbeda kemungkinan disebabkan masing-masing subyek penelitian memiliki faktor-faktor tertentu yang memberikan kontribusi berbeda yang dapat mempengaruhi perubahan harga saham sesuai dengan karakteristik subyek yang diteliti.

