

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### A. Landasan Teori

##### 1. Teori Keagenan

Pada pendekatan teori keagenan, hal yang dititikberatkan menurut Mamduh (2004) ialah konflik kepentingan antara pemegang saham dan pemegang utang. Pada konflik pertama jika utang mencapai tingkat yang signifikan dibandingkan dengan saham, maka pemegang saham akan tergoda untuk melakukan substitusi aset. Pemegang saham akan beroperasi dengan meningkatkan risiko perusahaan, karena peningkatan risiko perusahaan akan memungkinkan untuk memperoleh keuntungan yang lebih besar bagi perusahaan yang tentunya dapat memakmurkan pemegang saham. Jikalau mengalami kerugian, pemegang saham juga tidak terlalu dirugikan karena yang dijadikan taruhan adalah perusahaan. Namun hal ini merugikan bagi pemegang utang karena *pay-off* pemegang utang akan tetap sama sebesar bunga yang dibayarkan, tidak peduli seberapa besar perusahaan tersebut menguntungkan. Untuk mencegah situasi ini, maka pemegang utang akan membebani bunga yang semakin tinggi dengan meningkatnya utang.

Pada konflik yang kedua, ialah konflik antara pihak manajemen dengan pihak pemegang saham. Semakin sedikitnya manajemen perusahaan yang memiliki saham perusahaan, maka semakin sedikit pula pengaruh manajer dalam keterlibatan pengambilan keputusan. Sehingga manajer akan membuat keputusan yang tidak sesuai dengan pemegang saham. Hal semacam ini dapat dipecahkan dengan kepemilikan 100% saham oleh pihak manajemen sehingga kepentingan pemegang saham dan manajer dapat menyatu. Konsep ini berkaitan erat dengan konsep *free-cash-flow* yang diusung oleh Jensen tahun 1985 yang didefinisikan sebagai aliran kas yang tersisa sesudah semua usulan investasi dengan NPV positif didanai (Mamduh, 2004). *Free-cash-flow* akan dibagikan kepada pemegang saham karena perusahaan sudah tidak lagi memiliki kesempatan yang menarik untuk berinvestasi sehingga pemegang saham dibiarkan untuk menginvestasikan kelebihan kas tersebut. Namun ada kecenderungan manajer untuk menahan sumber daya sehingga mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut. Cara yang tepat untuk mengurangi konflik tersebut adalah dengan menggunakan utang karena manajer akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan untuk membayar bunga. Jika manajer tidak membayar utang tersebut, maka manajer bisa mengalami kebangkrutan.

## 2. Teori Signalling

Teori *signalling* merupakan teori yang diusung oleh Ross tahun 1977 yang merupakan pemberian sinyal dari manajer ke pasar. Manajer harus memiliki persuasi yang baik untuk mengumumkan ke pasar bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik untuk berinvestasi (Mamduh, 2004). Jika perusahaan memiliki banyak utang untuk meningkatkan nilai perusahaan, menandakan bahwa perusahaan optimis dengan masa depannya. Padahal dengan meningkatkan utang sesungguhnya risiko perusahaan juga meningkat. Oleh karena itu manajer harus memiliki kecerdasan persuasif yang baik untuk meyakinkan investor untuk berinvestasi bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik untuk diinvestasi dengan *signal* yang positif.

## 3. Bird in The Hand Theory

Dividen yang dibayarkan oleh perusahaan akan membuat investor menjadi lebih percaya kepada perusahaan karena hal ini dapat mengurangi risiko yang dialami oleh investor. Gordon berargumen bahwa nilai saham akan ditentukan oleh present value dari dividen yang akan diterima investor saat ini dan dimasa mendatang. Dividen dimasa mendatang akan lebih berisiko dibandingkan dengan dividen yang dibayar saat ini, biaya modal saham akan naik karena investor merasa lebih pasti dengan pendapatan dividen

deibandingkan dengan *capital gain* (Mamduh, 2004). Investor akan lebih senang jika dividen dibayarkan saat ini karena tidak investor tidak ingin mendapatkan kerugian jika *capital gain* dibayarkan dikemudian hari. Oleh karena itu, adanya inisiasi dividen dapat menambah kepercayaan investor terhadap perusahaan. Pembayaran dividen saat ini dan *capital gain* yang diterima masa mendatang dapat mengurangi ketidakpastian. Pembayaran dividen tinggi juga dapat mengurangi konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham. Dividen yang tinggi bisa dianggap sebagai transfer kekayaan dari pemegang saham, lalu pemegang utang bisa menerapkan pembatasan utang dengan pembayaran dividen dapat dilakukan jika pendapatan, aliran kas, atau modal kerja melewati batas tertentu.

#### **4. *Residual Theory of Dividends***

Teori ini menyatakan bahwa pembayaran dividen berasal dari sisa setelah semua investasi yang menguntungkan telah dibayar. Hal yang pertama dilakukan oleh perusahaan adalah menetapkan penganggaran modal yang optimum untuk semua usulan investasi dengan NPV (*net present value*) positif. Selanjutnya menentukan jumlah saham yang diperlukan untuk membiayai investasi baru tersebut sambil menjaga struktur modal yang ideal. Perusahaan menggunakan dana internal untuk mendanai kebutuhan dana dari saham tersebut lalu

membayarkan dividen jika ada sisa dana internal. Kebijakan residual dividen dapat dilakukan dengan mudah jika pendapatan perusahaan stabil.

## 5. Dividen dan Teori Kebijakan Dividen

Dividen merupakan bagian yang penting dalam pengambilan keputusan pembelanjaan perusahaan. Aspek yang paling penting dari kebijakan dividen adalah menentukan alokasi laba yang sesuai di antara pembayaran dengan tambahan laba yang ditahan perusahaan, selain itu likuiditas, dividen saham, pemecahan saham, pembelian saham kembali, dan pertimbangan kembali merupakan kebijakan lain yang juga harus diperhatikan dalam pengambilan keputusan kebijakan dividen.

Myron Gordon berargumen bahwa nilai saham akan ditentukan oleh *present value* dari dividen yang akan diterima investor saat ini dan dimasa mendatang. Dividen dimasa mendatang akan lebih berisiko dibandingkan dengan dividen dibayarkan saat ini. John Litner berpendapat bahwa biaya modal saham akan naik karena investor merasa lebih pasti dengan pendapatan dividen dibandingkan dengan pendapatan capital gain. Peningkatan risiko tersebut menyebabkan *discount rate* meningkat, yang menyebabkan nilai saham menjadi lebih rendah. Kenaikan dividen semacam ini juga dapat mengurangi konflik

keagenan antara manajer dan pemegang saham. Jika dilihat dari teori *agency*, peningkatan utang yang signifikan akan menyebabkan risiko perusahaan juga meningkat yang lalu dimanfaatkan pemegang saham untuk meningkatkan utang demi menambah optimistis perusahaan akan lebih menguntungkan yang berarti dapat merugikan pemegang utang. Oleh karena itu dividen akan dibagikan kepada pemegang saham dengan lebih tinggi.

#### **6. Tax Preference Theory**

Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Rameswamy yang mengatakan bahwa investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Hal ini dikarenakan adanya pajak terhadap keuntungan (Santosa Tri Prabawa). Brigham dan Houston (1997) berpendapat bahwa ada 3 alasan yang mendasari investor lebih menyukai pembayaran dividen payout yang rendah, yaitu:

- a. Dividen dibebankan pajak lebih tinggi jika dibandingkan dengan *capital gain*
- b. Pajak tidak dibebankan pada pendapatan sampai saham dijual
- c. Jika saham dipegang oleh investor sampai meninggal, maka tidak akan dikenakan pajak atas *capital gain*, sehingga akan menguntungkan bagi ahli waris saham tersebut (Renowati Tjandra, 2006).

## 7. *Information Content*

*Information content theory* menunjukkan bahwa sejak manajer menganalisis prestasi perusahaan, mereka dapat memahami kesempatan investasi, operasi dan batas-batas kemampuannya. Pemahaman tersebut dapat berpengaruh pada keputusan untuk menginisiasi pembayaran dividen yang menunjukkan bahwa keuntungan perusahaan pada masa yang akan datang, aliran kas, dan kesempatan lain sangatlah memuaskan (Yakubu Awadu Sare dkk, 2014). Besarnya perubahan dividen dinilai penting karena perubahan dividen mungkin dapat menjadi *signal* positif dari prospek perusahaan dimasa mendatang. Perubahan nilai dividen ini menyebabkan jumlah *return* yang menonjol pada pengumuman *cash dividend* dan peningkatan *cash dividend* (Mohamad Hashemijoo, 2012)

## 8. *Event Study*

*Event study* merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang jika mempunyai kandungan informasi akan menyebabkan *abnormal return* (Azizah Ayu Sielvia, 2009). Pada event ini, akan dilihat reaksi pasar terhadap peristiwa (event) inisiasi dan omisi dividen yang terlihat dari keuntungan abnormal yang diterima investor . Ada tiga cara yang sering digunakan untuk menghitung *abnormal return* yaitu:

- a. Menggunakan return rata-rata selama periode normal tertentu (adjusted mean). Dengan metode ini return yang diharapkan dihitung dengan jalan mencari rata-rata *return* selama periode -150 sampai +11 dan hari +11 sampai +150 (periode diluar *event window*).
- b. Menggunakan penyesuaian pasar (*market adjusted return*). Return pasar digunakan sebagai indikator *return* yang diharapkan. *Return* pasar selama periode -5 sampai +5 dikurangkan dari return sekuritas untuk periode yang sama untuk memperoleh keuntungan abnormal.
- c. Menggunakan penyesuaian risiko dan pasar (*risk and market adjusted return*). Menghitung parameter regresi dalam model pasar untuk periode -150 sampai -11 dan -11 sampai +150. Model regresinya adalah:  $R_{it} = a + b R_{mt} + e_{it}$  dimana:  $R_{it}$  adalah return saham  $i$  pada hari  $t$ ,  $a$  adalah *intercept regres*,  $b$  adalah koefisien regresi,  $R_{mt}$  adalah *return* pasar pada hari  $t$ ,  $e_{it}$  adalah *random error*. Perhitungan ini kemudian diulang sesuai dengan *event window*, setelah itu dilakukan pengujian statistik untuk melihat signifikansinya. Setelah *abnormal return* harian dihitung, lalu diakumulasikan dan dibuat grafiknya agar lebih mudah dibaca (Mamduh 2004).

## 9. Teori *Clientle Effect*

Teori *clientle effect* merupakan teori perbedaan preferensi pemegang saham terhadap kebijakan dividen perusahaan. Pemegang

saham yang membutuhkan penghasilan saat ini akan lebih menginginkan *dividend payout ratio* yang tinggi. Sedangkan pemegang saham yang belum membutuhkan penghasilan saat ini akan cenderung memilih perusahaan untuk menahan laba bersihnya. Adanya perbedaan pajak individual, maka pemegang saham yang dikenai pajak lebih tinggi akan lebih memilih untuk mendapatkan keuntungan dari capital gains karena dapat menunda pembayaran pajak. Sedangkan pemegang saham yang dikenai pajak rendah akan lebih memilih pembayaran dividen yang tinggi. Teori ini tidak menyatakan bahwa pembayaran dividen tinggi adalah hal yang baik ataupun sebaliknya. Teori ini hanya menyatakan bahwa ada perbedaan pandangan investor tentang pembayaran dividen yang berbeda-beda setiap perusahaan. Dividen merupakan pencerminan kinerja perusahaan sehingga dengan adanya kebijakan dividen, investor bisa menginterpretasi dan menganalisis kinerja perusahaan saat ini dan masa mendatang. Pada kenyataannya, kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan adalah sebagai berikut:

- a. Pada umumnya, perusahaan cenderung menaikkan dividen hingga suatu tingkatan bahwa perusahaan mampu untuk mempertahankan jumlah pembayaran dividen tersebut atau melakukan peningkatan dengan jumlah yang relatif stabil

secara teratur. Kebijakan yang demikian memiliki asumsi bahwa investor akan melihat bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik dimasa mendatang, sehingga pembayaran dividen merupakan *signal* yang baik bagi investor. Selain itu, investor juga lebih menyukai pembayaran dividen yang cenderung tetap atau meningkat dibandingkan dengan dividen yang berfluktuasi. Namun perusahaan juga perlu mempertimbangkan pembayaran dividen semacam ini karena pembayaran dividen juga tergantung pada jumlah laba bersih perusahaan.

- b. Pada kenyataannya, beberapa perusahaan juga mempraktekkan teori residual dividen dimana pembayaran dividen ditentukan oleh beberapa hal seperti investasi perusahaan, struktur modal perusahaan, dan jumlah sisa laba perusahaan. Investasi perusahaan dapat menyebabkan fluktuasi pembayaran dividen oleh perusahaan. Fluktuasi ini disebabkan oleh kesempatan investasi perusahaan yang bervariasi sehingga pembayaran dividennya pun menjadi fluktuatif. Struktur modal perusahaan juga merupakan suatu yang perlu dipertimbangkan. Hal ini karena perusahaan perlu menentukan besarnya modal sendiri untuk diinvestasikan dan memenuhi kebutuhan perusahaan semaksimal mungkin. Selain itu perusahaan juga perlu

memerhatikan laba perusahaan karena pada teori ini, perusahaan hanya akan membayarkan dividen jika ada sisa laba perusahaan.

## 10. Efisiensi Pasar

Konsep pasar yang efisien merupakan cerminan dari harga sekuritas menuju harga keseimbangan sebagai respon dari informasi baru yang masuk ke pasar. Secara informasi, pasar yang efisien adalah dimana pasar yang memperjual belikan sekuritas memiliki harga yang dapat mencerminkan semua informasi yang tersedia. Untuk terciptanya pasar yang efisien, Tandelilin (2010) menyatakan beberapa kondisi diantaranya ada banyak investor yang bertindak sebagai *price taker* yang berusaha untuk memaksimalkan profit, semua pelaku pasar memiliki kecanggihan informasi dapat memperoleh informasi pada saat yang sama, informasi yang tersedia bersifat random, investor bereaksi secara cepat terhadap adanya informasi baru. Sedangkan klasifikasi efisiensi pasar, Fama dalam Tandelilin (2010) memasukkannya dalam tiga klasifikasi, yaitu:

1. Efisien dalam bentuk lemah. Pasar dikatakan memiliki bentuk lemah jika harga yang ada sekarang sudah mencerminkan semua informasi masa lalu. Hal yang akan terjadi jika pasar memiliki

bentuk lemah adalah bahwa investor tidak bisa memprediksi nilai pasar saham menggunakan data historis.

2. Efisien dalam bentuk setengah kuat. Pasar dikatakan memiliki bentuk setengah kuat jika harga sekarang mencerminkan informasi historis dan semua informasi yang dipublikasi saat ini. Pada efisiensi pasar bentuk ini, abnormal return hanya terjadi disekitar tanggal pengumuman sebagai respon pasar terhadap informasi yang dipublikasi tersebut.
3. Efisien dalam bentuk kuat. Pasar dapat dikatakan efisien secara kuat jika harga pasar sudah mencerminkan semua informasi historis, informasi yang dipublikasi saat ini, bahkan informasi yang bersifat privat. Implikasinya adalah tidak akan ada seorang investor pun yang memperoleh abnormal return.

## **B. Penelitian Terdahulu**

Penelitian yang dilakukan oleh Subkhan dan Pratiwi Kusuma Wardani tahun 2011 dengan Judul Reaksi Pasar terhadap Pengumuman *Dividend Initiation* dan *Dividen Omission* bertujuan untuk menguji apakah pasar bereaksi positif terhadap penumuman *dividend initiation* dan *dividend omission*. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini meliputi 43 saham perusahaan yang terdiri dari 29 perusahaan yang melakukan *dividend initiation* dan *dividend omission*. Menggunakan *event study* yang dihitung

dengan *abnormal return*, menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi positif terhadap kebijakan *dividend initiation*. Sedangkan pada *dividend omission*, pasar bereaksi secara negatif yang ditandai dengan *average normal return* yang signifikan.

Penelitian yang dilakukan oleh Yakubu Awudu Sare, Seyram Pearl-Kumah, dan Andrews Salakpi tahun 2014 berjudul *Market Reaction to Dividend Initiation Announcement on The Ghana Stock Exchange: The Case of Industrial Analysis*. Penelitian ini bertujuan untuk menghitung *abnormal return* selama hari-dari disekitar pengumuman inisiasi dividen, apakah inisiasi dividen merupakan hal yang penting bagi investor di *Ghana Stock Exchange*. Hal ini dapat diketahui dengan menghitung *abnormal return* sebelumnya, saat pengumuman, dan setelah pengumuman inisiasi dividen. Menggunakan pendekatan *event study*, ternyata pengumuman inisiasi dividen disambut baik oleh investor dari beberapa industri yang berbeda dengan reaksi yang berbeda pula mulai dari tahun 1990-2012. Industri yang diteliti adalah: industri manufaktur, pelayanan keuangan, dan industri lain. Hasil menunjukkan bahwa industri manufaktur mempunyai reaksi investor yang lebih kuat dibandingkan industri lain.

Penelitian lain dilakukan oleh Tutut Dewi Astuti tentang Uji Beda Harga Saham dan Volume Perdagangan Saham pada Perusahaan IPO yang Melakukan Inisiasi Dividen. Sampel dari penelitian ini adalah 31 perusahaan

yang melakukan *initial public offering* di Indonesia Stock Exchange periode 2003-2007 dengan menggunakan *paired sample t-test*. Hasil yang didapatkan pada penelitian ini adalah tidak ada perbedaan rata-rata harga sebelum dan sesudah IPO, dan ada perbedaan volume perdagangan antara sebelum dan sesudah IPO pada perusahaan yang terdaftar di BEI.

Mohamad Hashemijoo, Aref Mahdavi, dan Nejat Younesi meneliti pengaruh kebijakan dividen dengan judul penelitian *The Impact of Dividnd Policy on Share Price Volatility in The Malaysian Stock Market*. Sampel dari penelitian ini adalah 84 perusahaan dari 142 perusahaan produk konsumsi yang terdaftar di bursa malaysia pada tahun 2005-2010. Dengan variabel kontrol ukuran perusahaan, perubahan saham, leverage, utang, dan pertumbuhann variabel tersebut kemudian di regresi sehingga didapatkan hasil bahwa hubungan antara perubahan harga saham yang diukur dengan *dividend yield* dan *dividend payout* berhubungan negatif signifikan. Begitu juga perubahan harga saham dan ukuran mempunyai hubungan yang negatif signifikan.

Azizah ayu sielvia pada tahun 2009 melakukan penelitian tentang pengaruh inisiasi dan omisi dividen terhadap return saham di bursa efek Indonesia. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 37 sampel perusahaan untuk inisiasi dividend an 13 perusahaan untuk omisi dividen. Hasil yang diperoleh dari penelitian ini adalah pengumuman omisi dividen

memiliki pengaruh yang negatif signifikan terhadap reaksi pasar. Sedangkan untuk inisiasi dividen, pasar bereaksi secara positif signifikan.

### C. Penurunan Hipotesis

Inisiasi dividen merupakan pembayaran dividen pertamakali oleh perusahaan setelah sebelumnya perusahaan tidak membayarkan dividen kepada investornya. Perusahaan yang membayarkan dividen dapat dinilai sebagai perusahaan yang memiliki prospek yang baik (Azizah Ayu Sielvia, 2009). Hal ini dikarenakan perusahaan memiliki kelebihan kas yang dapat dibagikan kepada investor, yang berarti perusahaan tersebut merupakan perusahaan yang menguntungkan. Investor akan merasa jika perusahaan mampu untuk memakmurkan para pemegang saham maka pasar akan bereaksi positif terhadap *sinyal-sinyal* tersebut sehingga penjelasan di atas sesuai dengan *signalling theory*. Hipotesis diambil dari penjelasan di atas adalah:

H1: Pasar bereaksi secara positif terhadap inisiasi dividen perusahaan yang dilihat berdasarkan abnormal return yang signifikan di sekitar periode event

Hipotesis ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Yakubu Awudu Sare dkk (2014) yang menyatakan bahwa pengumuman dividen inisiasi disambut baik oleh investor, terutama pada industri manufaktur. Hipotesis ini juga didukung oleh penelitian Azizah Ayu Sielvia (2009) yang

menyatakan bahwa pasar bereaksi secara positif signifikan terhadap pengumuman inisiasi dividen. Namun hipotesis ini tidak didukung oleh penelitian Subkhan dan Pratiwi Kusuma Wardani (2012) yang menyatakan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman kebijakan inisiasi dividen.

Dividen omisi merupakan penghapusan pembayaran dividen oleh perusahaan untuk pertamakalinya. Dividen omisi ini dapat menjadi informasi yang kurang baik karena perusahaan dianggap memiliki prospek yang kurang baik dimasa depan (azizah ayi sielvia, 2009). Perusahaan dianggap sedang memiliki kesulitan keuangan sehingga menghapus pembayaran dividen untuk investor sehingga pasara akan bereaksi negatif terhadap dividen omisi. Hipotesis yang diambil dari penjelasan diatas adalah:

H2: pasar bereaksi secara negatif terhadap omisi dividen perusahaan yang dillihat berdasarkan *abnormal return* yang signifikan di sekitar periode event

Hipotesis ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Subkan dan Pratiwi Kusuma Wardani pada tahun 2011, Azizah Ayu Sielvia pada tahun 2009, dan Roni Michaely dkk tahun 1995. Penelitian-penelitian tersebut menunjukkan bahwa pasar bereaksi negatif terhadap dividen omisi yang ditunjukkan pada abnormal return yang negatif signifikan.

Adanya pengumuman inisiasi dan omisi dividen dapat menunjukkan *signal* bagi investor baik itu *signal* yang menunjukkan perusahaan tersebut

prospektif atau tidak. *Signal-signal* yang ditunjukkan dengan pembayaran ataupun penghapusan pembayaran dividen diharapkan memiliki perbedaan reaksi investor yang ditunjukkan dengan *abnormal return* disekitar tanggal pengumuman dividen. Perbedaan reaksi tersebut dapat tercermin dari tanggal sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman. Kemungkinan kebocoran informasi dapat dilihat melalui respon pasar sebelum pengumuman, sedangkan setelah tanggal pengumuman, dapat dilihat efisiensi pasarnya. Oleh karena itu, hipotesis dari penjelasan diatas adalah:

H3: ada perbedaan reaksi pasar yang signifikan terhadap inisiasi dividen sebelum dan sesudah pengumuman yang dilihat berdasarkan abnormal return yang signifikan di sekitar periode event

H4: ada perbedaan reaksi pasar yang signifikan terhadap omisi dividen sebelum dan sesudah pengumuman yang dilihat berdasarkan abnormal return yang signifikan di sekitar periode event