

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Pengertian Kebijakan Dividen

Keputusan mengenai dividen bersangkutan dengan penentuan prosentase dari keuntungan atau laba bersih yang akan dibayarkan sebagai *cash* dividen, penentuan *stock* dividen, atau pembelian saham kembali (*repurchasing stock*). *Dividend Payout Ratio* menunjukkan pada prosentase dan pendapatan yang dibayarkan kepada pemegang saham sebagai *cash dividend*.

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa mendatang (Agus Sartono, 2001: 369).

Kebijakan mengenai pembayaran dividen merupakan suatu keputusan yang sangat penting dalam suatu perusahaan. Kebijakan ini akan melibatkan dua pihak yang mempunyai kepentingan yang berbeda, yaitu pihak pertama para pemegang saham, dan pihak kedua perusahaan itu sendiri. Dividen dapat diartikan sebagai pembayaran kepada para pemegang saham oleh pihak perusahaan atas keuntungan yang diperolehnya. Kebijakan dividen berkaitan dengan penentuan pembagian pendapatan antara penggunaan pendapatan

untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen dan yang digunakan perusahaan sebagai laba ditahan.

Laba ditahan merupakan salah satu sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, sedangkan dividen yaitu pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Dividen diberikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam RUPS. Jika seorang pemodal ingin mendapatkan dividen, maka pemodal tersebut harus memegang saham tersebut dalam kurun waktu yang relatif lama yaitu hingga kepemilikan saham tersebut berada dalam periode dimana diakui sebagai pemegang saham yang berhak mendapatkan dividen. Umumnya dividen merupakan salah satu daya tarik bagi pemegang saham dengan orientasi jangka panjang seperti misalnya pemodal, institusi, atau dana pensiun dan lain-lain. Dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan dapat berupa dividen tunai, artinya kepada setiap pemegang saham diberikan dividen sejumlah saham sehingga saham yang dimiliki seorang pemodal akan bertambah dengan adanya pembagian saham tersebut.

Dividend payout ratio (DPR) yang ditentukan perusahaan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham setiap tahun yang dilakukan berdasarkan besar kecilnya laba bersih setelah pajak. Jumlah dividen yang dibayarkan akan mempengaruhi harga saham atau kesejahteraan para pemegang saham. DPR merupakan faktor yang sangat penting dalam menentukan

Setiap perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan tersebut di satu pihak dan juga dapat membayarkan dividen kepada para pemegang saham di lain pihak, tetapi kedua tujuan tersebut selalu bertentangan. Sebab kalau makin tinggi tingkat dividen yang dibayarkan berarti semakin sedikit laba yang dapat ditahan dan sebagai akibatnya ialah menghambat tingkat pertumbuhan dalam pendapatannya dan harga sahamnya. Jika perusahaan ingin menahan sebagian besar dari pendapatan yang tersedia untuk pembayaran dividen adalah makin kecil. Persentase dari pendapatan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai "*cash dividend*" disebut "*Dividend Payout Ratio*".

2. Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen

Keuntungan yang diperoleh perusahaan dalam setiap periodenya akan didistribusikan kepada para pemegang saham, dan sebagian lagi akan ditahan untuk diinvestasikan lagi dalam bentuk yang lebih menguntungkan. Oleh karena itu manajemen perusahaan harus dapat membuat suatu keputusan yang tepat mengenai seberapa besar prosentase keuntungan yang harus dibagikan kepada pemegang saham, dan berapa yang harus ditahan untuk mendanai perkembangan atau pertumbuhan demi kelangsungan hidup perusahaannya. Keputusan ini akan memiliki pengaruh yang menentukan terhadap nilai perusahaan.

Beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen (Bambang Riyanto, 1995: 267) antara lain :

a. Posisi Likuiditas Perusahaan

Posisi kas atau likuiditas dari suatu perusahaan merupakan faktor penting yang harus diperhatikan dan dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk menetapkan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham. Oleh karena dividen merupakan "*Cash Outflow*" maka makin kuatnya posisi likuiditas perusahaan, berarti makin besar kemampuannya untuk membayar dividen. Perusahaan yang sedang tumbuh mungkin tidak begitu posisi likuiditasnya. Hal ini dikarenakan sebagian besar dari dananya tertanam dalam aktiva tetap dan modal kerja. Dengan demikian, kemampuan untuk membayar *cash* dividenpun sangat terbatas. Dengan sendirinya likuiditas suatu perusahaan ditentukan oleh keputusan-keputusan dividen investasi dan cara pemenuhan kebutuhan dananya.

b. Kebutuhan Dana untuk Membayar Hutang

Apabila suatu perusahaan akan memperoleh utang baru atau menjual obligasi baru untuk membiayai pelunasan perusahaan sebelumnya harus sudah direncanakan bagaimana caranya untuk membayar kembali utang tersebut. Apabila perusahaan menetapkan bahwa pelunasan utangnya akan diambilkan dari laba ditahan, berarti perusahaan harus menahan sebagian besar dari pendapatannya untuk keperluan tersebut, hal ini berarti bahwa hanya sebagian kecil saja dari pendapatan (*earning*) yang dapat dibayarkan sebagai dividen. Dengan kata lain perusahaan harus menetapkan *dividend payout ratio* yang rendah.

c. Tingkat Pertumbuhan Perusahaan

Makin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, makin besar kebutuhan akan dana untuk membiayai pertumbuhan perusahaan tersebut. Makin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang guna membiayai pertumbuhannya, perusahaan tersebut biasanya lebih senang untuk menahan "*earning*"nya dari pada dibayarkan sebagai dividen kepada para pemegang saham dengan mengingat batasan-batasan biayanya. Dengan demikian dapatlah dikatakan bahwa makin cepat tingkat pertumbuhan perusahaan makin besar dana yang dibutuhkan, makin besar kesempatan untuk memperoleh keuntungan, makin besar bagian dari pendapatan yang ditahan dalam perusahaan, yang ini berarti makin besar "*dividend payout*"-nya. Apabila perusahaan telah mencapai tingkat pertumbuhan yang sedemikian rupa sehingga perusahaan telah "*well established*", dimana kebutuhan dananya dapat dipenuhi dengan dana yang berasal dari pasar modal atau sumber dana ekstern lainnya, maka keadaannya adalah berbeda. Dalam hal yang demikian perusahaan dapat menetapkan *dividend payout ratio* yang tinggi.

d. Pengawasan Terhadap Perusahaan

Variabel penting lainnya adalah "*control*" atau pengawasan terhadap perusahaan. Ada perusahaan yang mempunyai kebijakan, hanya membiayai ekspansinya dengan dana yang berasal dari sumber intern saja. Kebijakan tersebut dijalankan atas dasar pertimbangan bahwa kalau ekspansi dibiayai dengan dana yang berasal dari hasil penjualan saham

baru akan melemahkan "control" dari kelompok dominan di dalam perusahaan. Demikian pula jika membiayai ekspansi dengan hutang akan memperbesar risiko finansialnya. Mempercayakan pada pembelanjaan intern dalam rangka usaha mempertahankan "control" terhadap perusahaan, berarti mengurangi dividennya.

Sedangkan menurut Suad Husnan, kebijakan dividen perlu memperhatikan factor-faktor sebagai berikut:

a. *Operating Cash Flow*

Tidak benar bahwa perusahaan harus membagikan dividen sebesar-besarnya. Apabila dana yang diperoleh dari operasi perusahaan bisa dipergunakan dengan menguntungkan, dividen tidak perlu dibagikan terlalu besar (bahkan secara teoritis tidak perlu membagi dividen).

b. *Tingkat laba*

Karena ada keengganan untuk menurunkan pembayaran dividen per lembar saham, ada baiknya kalau perusahaan menentukan dividen dalam jumlah (dan rasio *payout*) yang tidak terlalu besar. Dengan demikian memudahkan perusahaan untuk meningkatkan pembayaran dividen kalau laba perusahaan meningkat, dan tidak perlu segera menurunkan pembayaran dividen kalau laba menurun.

c. *Kesempatan investasi*

Apabila perusahaan menghadapi kesempatan investasi yang menguntungkan, lebih baik perusahaan mengurangi pembayaran dividen

mungkin akan diikuti dengan penurunan harga saham, tetapi apabila pasar modal efisien harga akan menyesuaikan kembali dengan informasi yang sebenarnya (yaitu adanya investasi yang menguntungkan).

d. Biaya Transaksi

Dalam keadaan tidak terdapat biaya transaksi, tambahan kekayaan karena kenaikan harga saham sama menariknya dengan tambahan kekayaan karena pembayaran dividen. Masalahnya adalah bahwa untuk merealisasikan uang kas, pemegang saham perlu menjual (sebagian) saham, sedangkan pembayaran dividen berarti menerima kas (yang tidak perlu menjual saham). Sayangnya jika para pemodal menjual sahamnya, mereka akan terkena biaya transaksi. Dengan demikian, jika tidak ada faktor pajak, menerima dividen akan lebih menguntungkan daripada memperoleh *capital gain*. Karena itulah sekelompok pemodal mungkin memilih saham yang membagikan dividen secara teratur.

e. Pajak perorangan

Karena pemodal juga membayar pajak penghasilan, maka bagi pemodal yang sudah berada dalam *tax bracket* yang tinggi (di Indonesia *tax bracket* tertinggi adalah 35%), mungkin akan lebih menyukai untuk tidak menerima dividen (karena harus segera membayar pajak) dan memilih menikmati *capital gain*. Kalau sebagian besar pemegang saham merupakan pemodal yang mempunyai *tax bracket* tinggi, pembagian dividen akan cenderung tidak dilakukan.

Menurut Agus Sartono(2001: 293), kebijakan dividen dipengaruhi oleh faktor-faktor antara lain:

a. Kebutuhan Dana Perusahaan

Kebutuhan dana bagi perusahaan dalam kenyataannya merupakan faktor yang harus dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan dividen yang akan diambil. Aliran kas perusahaan yang diharapkan, pengeluaran modal di masa datang yang diharapkan, kebutuhan tambahan piutang dan persediaan, pola (skedul) pengurangan utang dan masih banyak faktor lain yang mempengaruhi posisi kas perusahaan harus dipertimbangkan dalam analisis kebijakan dividen.

b. Likuiditas

Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam banyak kebijakan dividen. Karena dividen bagi perusahaan merupakan kas keluar, maka semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan secara keseluruhan akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan dan *profitable* akan memerlukan dana yang cukup besar guna membiayai investasinya, oleh karena itu mungkin akan kurang likuid karena dana yang diperoleh lebih banyak diinvestasikan pada aktiva tetap dan aktiva lancar yang permanen.

c. Kemampuan Meminjam

Posisi likuiditas perusahaan dapat diatasi dengan kemampuan perusahaan untuk meminjam dalam jangka pendek. Kemampuan

meminjam dalam jangka pendek tersebut akan meningkatkan fleksibilitas likuiditas perusahaan. Selain itu fleksibilitas perusahaan juga dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk bergerak di pasar modal dengan mengeluarkan obligasi. Perusahaan yang semakin besar dan sudah *establish* akan memiliki akses yang lebih baik di pasar modal. Kemampuan meminjam yang lebih besar, fleksibilitas yang lebih besar akan memperbesar kemampuan membayar dividen.

d. Keadaan Pemegang Saham

Jika perusahaan itu kepemilikan sahamnya relatif tertutup, manajemen biasanya mengetahui dividen yang diharapkan oleh pemegang saham dan dapat bertindak dengan tepat. Jika hampir semua pemegang saham berada dalam golongan *high tax* lebih suka memperoleh *capital gains*, maka perusahaan dapat mempertahankan *dividend payout* yang rendah. Dengan *dividend payout* yang rendah tentunya dapat diperkirakan apakah perusahaan akan menahan laba untuk kesempatan investasi yang *profitable* (menguntungkan). Untuk perusahaan yang jumlah pemegang sahamnya besar hanya dapat menilai dividen yang diharapkan pemegang saham dalam konteks pasar.

e. Stabilitas Dividen

Bagi para investor faktor stabilitas dividen akan lebih menarik daripada *dividend payout ratio* yang tinggi. Stabilitas disini dalam arti tetap memperhatikan tingkat pertumbuhan perusahaan, yang ditunjukkan oleh koefisien arah yang positif. Apabila faktor lain sama, saham yang

memberikan dividen yang stabil selama periode tertentu akan mempunyai harga yang lebih tinggi daripada saham yang membayar dividen persentase yang tetap terhadap laba.

Atmaja (1999) mengatakan bahwa di dalam prakteknya ada beberapa faktor yang mempengaruhi manajemen dalam menentukan kebijakan dividen, antara lain:

a. Perjanjian hutang

Pada umumnya perjanjian hutang antara perusahaan dengan kreditor membatasi pembayaran dividen. Misalnya, dividen hanya dapat diberikan jika kewajiban hutang telah dipenuhi perusahaan dan atau rasio-rasio keuangan menunjukkan bank dalam kondisi sehat.

b. Pembatasan dari saham preferen, maksudnya tidak ada pembayaran dividen untuk saham biasa jika dividen saham preferen belum dibayar.

c. Tersedianya kas

Dividen berupa uang tunai (*cash dividend*) hanya dapat dibayar jika tersedia uang tunai yang cukup. Jika likuiditas baik, perusahaan dapat membayar dividen.

d. Pengendalian

Jika manajemen ingin mempertahankan control terhadap perusahaan, manajemen akan cenderung untuk segan menjual saham baru sehingga lebih suka menahan laba guna memenuhi kebutuhan dana. Akibatnya dividen yang dibayar menjadi kecil. Faktor ini menjadi penting

e. Kebutuhan dana untuk investasi

Perusahaan yang berkembang selalu membutuhkan dana baru untuk diinvestasikan pada proyek-proyek yang menguntungkan. Sumber dana baru yang merupakan modal sendiri (*equity*) dapat berupa penjualan saham baru dan laba ditahan. Manajemen cenderung memanfaatkan laba ditahan, karena penjualan saham baru menimbulkan biaya peluncuran saham (*floatation cost*). Oleh karena itu, semakin besar kebutuhan dana investasi maka semakin kecil *dividend payout ratio*-nya.

f. Fluktuasi laba

Jika laba perusahaan cenderung stabil, perusahaan dapat membagikan dividen yang relatif besar tanpa khawatir harus menurunkan dividen jika laba tiba-tiba merosot. Sebaliknya, jika laba perusahaan berfluktuasi, dividen sebaiknya kecil agar kestabilannya terjaga. Selain itu, perusahaan dengan laba yang berfluktuasi sebaiknya tidak banyak menggunakan hutang guna mengurangi risiko kebangkrutan. Konsekuensinya laba ditahan menjadi besar dan dividen mengecil.

Di dalam penentuan kebijakan dividen sangat perlu untuk dipertimbangkan adanya beberapa pendekatan dan faktor-faktor yang mempengaruhinya. Setelah berbagai pendekatan dan faktor-faktor tersebut dipahami, manajemen dapat memutuskan kebijakan dividen macam apa yang akan diaplikasikan sehingga dapat memenuhi keinginan para pemegang saham maupun keinginan perusahaan itu sendiri.

3. Teori kebijakan dividen

Ada beberapa teori tentang kebijakan dividen (J.F. Weston dan Eugene F Bringham, 1994, hal 112) :

a. Dividen tidak relevan (*Dividend irrelevance theory*)

Modigliani-Miller (MM) berpendapat bahwa di dalam kondisi keputusan investasi yang lain, pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham lebih lanjut MM berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi. Sementara itu keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk dividen atau akan ditahan dan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. MM membuktikan pendapatnya secara matematis dengan berbagai asumsi.

- 1) Pasar modal yang sempurna dimana semua investor bersikap rasional.
- 2) Tidak ada pajak perseorangan .
- 3) Tidak ada biaya emisi atau *flotation cost* biaya transaksi .
- 4) Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya modal sendiri perusahaan .
- 5) Informasi tersedia untuk setiap individu terutama yang menyangkut tentang kesempatan investasi

MM menyimpulkan bahwa nilai perusahaan saat ini tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Keuntungan yang diperoleh atas kenaikan harga saham karena adanya penjualan saham baru. Oleh karenanya pemegang saham dapat menerima kas dari perusahaan saat ini dalam bentuk pembayaran dividen atau menerimanya dalam bentuk

capital gain. Kemakmuran pemegang saham, sekali lagi tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen saat ini dimasa datang pemegang saham merasa *indifferent* atas kebijakan dividen.

b. *Bird in the hand theory*

Salah satu asumsi dalam pendekatan Modigliani-Miller ini adalah bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh investor. Sementara itu Myron Gordon dan John Lintner berpendapat bahwa tingkat keuntungan yang diisyaratkan investor akan meningkat sebagai akibat penurunan pembayaran dividen. Investor akan lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada menunggu *capital gain*. Sementara itu MM berpendapat dan telah dibuktikan secara matematis bahwa investor merasa sama saja apakah menerima dividen di masa datang. Sehingga tingkat keuntungan yang diisyaratkan tidak dipengaruhi kebijakan dividen. Pendapat Gordon Lintner ini oleh MM diberi nama *The bird in the hand fallacy*. Gordon Lintner beranggapan bahwa investor memandang satu burung di tangan lebih berharga daripada seribu burung di udara. Sementara itu MM berpendapat tidak semua investor berkeinginan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka di perusahaan yang sama atau sejenis dengan memiliki risiko yang sama. Oleh sebab itu tingkat pendapatan mereka di

c. *Tax Preference Theory*

Pertama yang harus disadari oleh investor yang dikenai pajak pendapatan perseorangan, pendapatan yang relevan baginya oleh pendapatan setelah pajak. Jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah daripada pajak atas dividen, maka saham yang mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi menjadi lebih menarik. Tetapi sebaliknya jika *capital gain* dikenakan pajak yang sama dengan pendapatan atas dividen, maka keuntungan *capital gain* menjadi berkurang. Untuk itu disimpulkan bahwa investor akan meminta keuntungan setelah pajak yang lebih tinggi dari pada saham dengan *dividend yield* yang rendah. Oleh karena itu kelompok ketiga para akademis cenderung menyarankan bahwa perusahaan sebaiknya menentukan *dividend payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen.

Berdasarkan ketiga konsep teori diatas, perusahaan dapat melakukan hal-hal berikut: (1) jika manajemen percaya bahwa *dividend irrelevance theory* dari MM adalah benar maka perusahaan tidak perlu mempedulikan berapa besar dividen yang harus dibagi, (2) jika perusahaan menganut *bird in-the-hand theory* maka perusahaan harus membagi seluruh EAT dalam bentuk dividen, (3) jika manajemen cenderung mempercayai *tax preference theory* maka perusahaan harus menahan seluruh EAT atau dengan kata lain $DPR = 0\%$.

Dua teori lain yang dapat membantu untuk memahami kebijakan dividen adalah (Bringham, et al. 1999):

a. *Information content, or signaling hypothesis*

Di dalam teori ini MM berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang di atas biasanya merupakan suatu sinyal kepada investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa datang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen dibawah kenaikan normal biasanya diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit di masa mendatang. Namun demikian sulit dikatakan apakah kenaikan atau penurunan harga setelah adanya kenaikan dan penurunan dividen semata-mata disebabkan oleh efek sinyal atau mungkin disebabkan oleh efek sinyal dan preferensi terhadap dividen.

b. *Clientele effect*

Merupakan satu teori yang menyatakan bahwa kelompok pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok investor yang membutuhkan penghasilan saat ini lebih menyukai suatu *dividend payout ratio* yang tinggi. Sebaliknya, kelompok investor yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan.

Rozeff (1982) dalam (Sri H, 2005) menganggap bahwa dividen nampaknya memiliki atau mengandung informasi (*informational content of dividend*) atau sebagai isyarat akan prospek perusahaan. Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, mungkin diartikan oleh

pemodal sebagai sinyal harapan manajemen tentang akan membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Dengan demikian manajemen enggan mengurangi dividen, apabila dianggap sebagai memburuknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Masih menurut Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984), dividen dapat digunakan untuk mengurangi *equity agency cost*.

Studi yang dilakukan oleh Miller & Rock (1985) dalam (Sri H, 2005) yang mengacu dari penelitian Ross (1978) mengatakan bahwa dividen yang tinggi merupakan sinyal positif untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan di masa yang akan datang. Selanjutnya teori residual juga mengatakan bahwa pembayaran dividen (*residual dividend payment*) memiliki dampak positif pada keputusan pendanaan. Masih berhubungan dengan *residual decision of dividend*, ada temuan yang menunjukkan bahwa besarnya dividen yang dibagikan akan dipengaruhi oleh ada tidaknya kesempatan investasi yang menguntungkan. Sejauh terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan (investasi dengan *net present value positive*), maka dana yang diperoleh dari operasi perusahaan akan dipergunakan untuk mendanai investasi tersebut. Konsisten dengan Barclay et al (1998). Penentuan kebijakan pendanaan berkaitan dengan masalah *free cash flow* perusahaan. Perusahaan yang mempunyai pertumbuhan tinggi dan mempunyai kesempatan besar, akan lebih mungkin untuk membayar dividen yang rendah, karena mereka mempunyai kesempatan yang *profitable* dalam mendanai investasinya

dengan dana internal. Perusahaan akan membayar dividen rendah sebab manajemen optimis tentang perusahaan di masa yang akan datang dan akan menggunakan laba ditahan untuk ekspansi.

Teori keagenan Jensen & Meckling (1976) dalam (Sri H, 2005) berpendapat bahwa dividen akan mengurangi konflik antara agen dan prinsipal. Sehubungan dengan dividen dan keputusan pendanaan, Easterbrook (1984) mengatakan bahwa dividen merupakan keuntungan bagi *equityholders* oleh sebab itu, mereka akan memaksa manajer secara tetap/konstan untuk memperoleh modal baru pada pasar persaingan. Pada perusahaan yang membagi dividen dalam jumlah besar, maka untuk membiayai investasinya diperlukan tambahan dana melalui hutang, sehingga kebijakan dividen akan mempengaruhi hutang secara searah Emery & Finnerty (1997) dalam (Sri H, 2005). Teori tersebut didukung oleh hasil penelitian yang dilakukan hartono (2000) di Indonesia bahwa kebijakan dividen mempengaruhi kebijakan *leverage* perusahaan dengan hubungan yang positif.

Studi yang dilakukan Kaaro (2000) dalam (Sri H, 2005) di Indonesia menggunakan *future growth* dan *realized growth* untuk mengidentifikasi tipe keputusan yang mempengaruhi keputusan pendanaan. Kesimpulan yang diperoleh adalah peluang investasi secara konsisten mempengaruhi keputusan pendanaan. Selain itu kebijakan dividen secara konsisten berpengaruh signifikan terhadap keputusan pendanaan.

4. Kebijakan Pemberian Dividen secara Tunai

Ada beberapa bentuk pemberian dividen secara tunai atau *cash* dividen yang diberikan perusahaan kepada pemegang saham. Bentuk kebijakan dividen tersebut adalah (Sutrisno, 200: 323) :

a. Kebijakan pemberian dividen stabil

Kebijakan pemberian dividen yang stabil ini artinya dividen akan diberikan secara tetap per lembarnya untuk jangka waktu tertentu walaupun laba yang diperoleh perusahaan berfluktuasi. Dividen stabil ini dipertahankan untuk beberapa tahun, dan kemudian bila laba yang diperoleh meningkat dan peningkatannya mantap dan stabil, maka dividen juga akan ditingkatkan untuk selanjutnya di pertahankan selama beberapa tahun.

b. Kebijakan dividen yang meningkat

Dengan kebijakan ini, perusahaan akan membayarkan dividen kepada pemegang saham dengan jumlah yang selalu meningkat dengan pertumbuhan yang stabil.

c. Kebijakan dividen dengan ratio yang konstan

Kebijakan ini memberikan dividen yang besarnya mengikuti besarnya laba yang diperoleh oleh perusahaan. Semakin besar laba yang diperoleh semakin besar dividen yang dibayarkan, demikian pula sebaliknya bila

d. Kebijakan pemberian dividen reguler yang rendah ditambah ekstra

Kebijakan pemberian dividen dengan cara ini, perusahaan menentukan jumlah pembayaran dividen per lembar yang dibagikan kecil, kemudian ditambahkan dengan ekstra dividen bila keuntungannya mencapai jumlah tertentu.

Jika manajemen meningkatkan porsi laba per lembar saham yang dibayarkan sebagai dividen, maka mereka dapat meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham, hal ini menyarankan bahwa keputusan dividen yaitu jumlah dividen yang dibayarkan merupakan suatu hal yang sangat penting (Alexander *et al.* 1993 dalam Sutrisno, 2001).

Selain dibagikan secara tunai (*cash dividend*) seperti telah disebutkan diatas, dividen juga dapat diberikan non tunai. Pemberian dividen *non cash* dapat dilakukan dengan cara *stock dividends*, *stock splits*, maupun *stock repurchases* (Brigham, et al. 1999):

a. *Stock dividends*

Stock dividends adalah tindakan perusahaan memberikan saham baru sebagai pembayaran dividen (*non cash dividend*). Dengan demikian jumlah saham para pemegang saham akan menjadi lebih banyak.

b. *Stock splits*

Stock splits adalah tindakan perusahaan memecah saham yang beredar menjadi bagian yang lebih kecil. *Stock dividends* dan *stock splits* tidak akan mengubah kekayaan para pemegang saham. *Stock dividends*

dilakukan pada saat perusahaan ingin menghemat kas atau pada saat perusahaan kesulitan keuangan.

Stock splits dilakukan untuk menjaga agar harga saham tetap berada pada "optimal price range" atau harga pasar yang optimal untuk menjaga agar saham tetap diperjualbelikan banyak orang. Harga yang saham yang terlalu tinggi akan menyulitkan investor kecil untuk membeli saham tersebut sehingga menurunkan *demand* untuk saham itu di pasar sekunder.

c. *Stock repurchases*

Stock repurchases dilakukan bila perusahaan mempunyai kelebihan kas dan tidak ada kesempatan investasi yang menguntungkan. Dalam kondisi semacam ini biasanya perusahaan akan melakukan pembelian kembali saham atau meningkatkan pembayaran dividen. Dengan *repurchase of stock* berarti jumlah saham beredar menjadi berkurang dan *earning per share* (EPS) menjadi tinggi, sehingga akan meningkatkan harga saham.

Di samping beberapa alternatif kebijakan dividen seperti yang telah dijelaskan di atas, perusahaan terkadang juga melakukan apa yang disebut dengan *dividend cut* (pemotongan dividen). Apabila pengelompokan didasarkan atas *cash dividend* dan *non-cash dividend*, maka *dividend cut* masuk dalam kelompok *cash dividend*.

Kebijakan dividen mana yang akan dilakukan oleh perusahaan tidak begitu dipermasalahkan, asalkan tujuan untuk mengoptimalkan *value of the firm* dapat dicapai. Selain itu, perubahan kebijakan dapat juga dilakukan

tanpa mengesampingkan informasi yang harus diberikan perusahaan kepada para investor. Bagaimanapun informasi memiliki peran yang sangat penting guna mengkomunikasikan tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya kepada para pemilik modal.

Chang dan Rhee (1990) melakukan studi pengaruh pajak pribadi terhadap kebijakan dividen perusahaan dan pembuatan keputusan struktur modal. Dalam studi tersebut mereka menunjukkan bahwa besarnya rasio pembayaran dividen dipengaruhi oleh perubahan pajak pribadi dalam setiap periode.

Secara teoritis perubahan dalam kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Untuk menjelaskannya perlu dilihat kebijakan dalam kondisi tidak ada pajak dan dalam kondisi ada pajak.

a. Kebijakan dividen bila tidak ada pajak

- 1) Asumsi kebijakan dividen bila ada pajak adalah: (i) terdapat dua perusahaan yang identik dalam semua aspek kecuali terhadap pembayaran dividen saat ini, dividen di masa mendatang sama untuk kedua perusahaan tersebut, (ii) tidak ada hutang dalam struktur modalnya dengan demikian tidak ada bunga, (iii) kebijakan investasi tidak dipengaruhi oleh tingkat dividen *payout*, (iv) tidak ada biaya transaksi.
- 2) Laporan sumber dana penggunaan modal untuk kedua perusahaan menggambarkan dividen *payout* tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Sumber dana eksternal (penjualan saham) dan

penggunaan dana (pembelian kembali saham) memungkinkan perusahaan untuk meneruskan program investasi yang sama tanpa memperhatikan tingkat *dividen payout*.

3) *Dividen payout* tidak tampak dalam perusahaan penilaian, nilai perusahaan tergantung atas *discounted value* atas aliran kas yang diharapkan di masa datang yang dihasilkan dari investasi tersebut dengan asumsi akan sama untuk kedua perusahaan tersebut.

4) Tanpa pajak, pemegang saham akan *indifferent* untuk menerima pembayaran dividen dalam bentuk kas atau *capital gain* jika laba tersebut ditahan untuk diinvestasikan.

b. Kebijakan dividen bila ada pajak

1) Kita membuat asumsi yang sama seperti dalam kebijakan dividen bila tidak ada pajak kecuali bahwa ada tiga tarif pajak yang berbeda yang harus dipertimbangkan yaitu: (i) T_c = pajak perusahaan, (ii) T_p = tingkat pajak penghasilan perseorangan dari pendapatan obligasi, dividen, dan upah, (iii) T_g = tarif pajak atas *capital gain*.

2) Jika T_p lebih besar daripada T_g dalam kasus yang terjadi secara umum, maka pemegang saham akan lebih suka **kebijakan tanpa pembayaran dividen**. Pendapatan dividen dapat dinetralkan melalui kombinasi meminjam dan investasi bebas risiko sehingga membuat *indiffernt* bagi pemegang saham untuk menerima dividen atau *capital gain*. Dalam praktek kegunaan strategi semacam ini dibatasi oleh peraturan dan biaya transaksi.

5. Prosedur Standar Pembayaran Dividen Tunai

Di Indonesia keputusan untuk membagi dividen berada di tangan *board of directors*, di Indonesia keputusan untuk membagi dividen pada dasarnya berada di tangan Rapat Umum Pemegang Saham atau RUPS (UU no. 1 tahun 1995, pasal 62 ayat 1 dan 2) apabila RUPS telah memutuskan untuk membagikan dividen, maka tanggal keputusan tersebut merupakan *declaration date*. Dalam keputusan tersebut disebutkan bahwa para pemegang saham yang namanya tercantum dalam daftar pemegang saham (DPS) pada tanggal tertentu disebut sebagai *date of record*.

Lima hari kerja *date of record* tersebut ditentukan tanggal *ex-dividend* pada hari ini (atau sesudahnya) pembeli saham tidak berhak untuk memperoleh dividen yang akan dibagikan. Karena itu pada hari tersebut atau sesudahnya, dikatakan saham diperdagangkan *ex-dividend* sedangkan sebelumnya dikatakan sebagai *cum-dividend*. Dengan demikian apabila suatu saham diperdagangkan pada periode *cum-dividend* dengan harga Rp 3.000, sedangkan RUPS telah memutuskan untuk membagikan dividen sebesar Rp 200, maka mungkin sekali pada saat *ex-dividend* saham tersebut akan diperdagangkan dengan harga Rp 2.800.

Akhirnya pada RUPS tersebut harus disebutkan kapan dividen akan dibayarkan, dan bagaimana cara pembayarannya. Tanggal pembayaran tersebut disebut sebagai *pament date* (Suad Husnan, 1996: 382).



6. Kandungan Informasi kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan alat komunikasi kepada pasar mengenai kesehatan ekonomi suatu perusahaan. Peningkatan dan penurunan pembayaran dividen sering di tafsirkan sebagai keyakinan pihak manajemen akan prospek perusahaan. Pembayaran dividen yang stabil dapat diinterpretasikan sebagai suatu *signal* bahwa perusahaan berada dalam kondisi yang sehat. Apabila perusahaan meningkatkan dividen, hal ini mungkin diartikan sebagai keyakinan manajemen akan membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang dan demikian pula sebaliknya. Oleh karena itu pihak manajemen akan berusaha tidak mengurangi pembagian dividen, jika hal itu dianggap sebagai *signal* memburuknya kondisi perusahaan di masa mendatang, sehingga selanjutnya akan berakibat menurunnya harga saham perusahaan

Ross (1997) mengembangkan model dimana struktur modal (penggunaan utang) merupakan *signal* yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Jika manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik dan karenanya ingin agar saham meningkat, ia ingin mengkomunikasikan hal tersebut ke investor. Salah satu cara yang paling sederhana adalah dengan mengatakan secara langsung perusahaan kami mempunyai prospek yang baik'. Tentu saja investor tidak akan percaya begitu saja. Di samping itu, manajer ingin memberikan *signal* yang lebih di percaya (*credible*). Manajer bisa menggunakan utang lebih banyak sebagai *signal* yang lebih *credible*.

Apabila utang mengalami peningkatan, maka kemungkinan bangkrut akan semakin besar, jika perusahaan mengalami kebangkrutan, maka manajer akan 'terhukum', misalnya reputasi dia akan hancur dan tidak bisa di percaya menjadi manajer lagi. Karena itu perusahaan yang akan meningkatkan utang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Karena cukup yakin, maka manajer perusahaan tersebut berani menggunakan utang lebih besar. Investor di harapkan akan menangkap *signal* tersebut, *signal* bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian utang merupakan tanda atau *signal* positif (Mamduh Hanafi 2005: 316).

B. Hasil Penelitian Terdahulu

Penelitian Terdahulu

1. Chang dan Rhee,1990 (dalam sutrisno, 2001) melakukan studi pengaruh pajak pribadi terhadap kebijakan dividen perusahaan dan pembuatan keputusan struktur modal. Dalam studi tersebut mereka menunjukkan bahwa besarnya rasio pembayaran dividen dipengaruhi oleh perubahan pajak pribadi dalam setiap periode. Dengan pilihan beberapa faktor yang diduga berpengaruh terhadap *ratio pembayaran dividen*, yaitu potensi pertumbuhan (*growth potensial*) variabilitas laba, *nondebt tax shield*, *size*, dan *profitabilitas*. Hasil studinya menunjukkan bahwa secara keseluruhan periode potensi pertumbuhan dan variabilitas laba berpengaruh negatif terhadap rasio pembayaran dividen. Salah satu penelitian yang dilakukan oleh Chang dan Rhee (1990) menunjukkan bahwa perusahaan dengan potensi pertumbuhan yang tinggi cenderung membayar dividen yang lebih rendah. Hal ini dapat dijelaskan dengan alasan bahwa perusahaan dengan potensi pertumbuhan yang tinggi cenderung memiliki lebih banyak peluang untuk melakukan investasi yang menguntungkan di masa depan, sehingga mereka cenderung menahan laba untuk digunakan dalam investasi tersebut. Selain itu, perusahaan dengan potensi pertumbuhan yang tinggi cenderung memiliki lebih banyak aset yang tidak dapat dijaminkan, sehingga mereka cenderung memiliki lebih banyak utang yang tidak dapat dijaminkan, yang juga dapat mempengaruhi rasio pembayaran dividen.

- profitabilitas* berpengaruh positif signifikan terhadap rasio pembayaran dividen.
2. Sri Sudarsi (2003) meneliti mengenai analisis faktor-faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio*. Hasil penelitiannya tidak mendukung hipotesis yang ditetapkannya. Hal ini dapat dilihat dari variable posisi kas yang menunjukkan bahwa posisi kas berpengaruh positif secara signifikan terhadap *dividend payout ratio*, variable *profitabilitas* menunjukkan bahwa *profitabilitas* berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *dividend payout ratio*, variable *growth* potensial menentukan bahwa potensi pertumbuhan berpengaruh negatif secara signifikan terhadap *dividend payout ratio*.
 3. Erna Susilawati (2000) menganalisis dampak faktor-faktor keagenan dan faktor-faktor yang mempengaruhi biaya transaksi terhadap rasio pembayaran dividen. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa variabel *insider ownership* dan *shareholder dispersion* yang merupakan faktor keagenan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan variabel tingkat pertumbuhan dan risiko perusahaan yang merupakan faktor yang mempengaruhi biaya transaksi berpengaruh secara signifikan terhadap rasio pembayaran dividen.
 4. Nuriningsih (2005) melakukan penelitian dengan menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 1995 sampai dengan 1996. Penelitian tersebut mengungkapkan adanya hubungan antara kepemilikan manajerial, kebijakan hutang, *return on asset* (ROA), dan ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen. Kepemilikan manajerial

berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, variabel kebijakan hutang memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan, variabel ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif dan tidak signifikan, dan variabel ROA memiliki pengaruh positif dan signifikan.

C. Hipotesis

Pengembangan Hipotesis

1. Investasi

Pembiayaan merupakan salah satu fungsi perusahaan yang penting bagi keberhasilan usaha suatu perusahaan. Fungsi inilah yang melakukan usaha untuk mendapatkan dana. Dana yang dibutuhkan bisa diperoleh dari dalam perusahaan (*Internal Financing*) atau dari luar perusahaan (*Eksternal Financing*). Sumber pembiayaan eksternal dapat diperoleh dari pinjaman pihak lain atau di dapat dari menjual sahamnya kepada masyarakat (*Investor*) di pasar modal. Sedangkan sumber pembiayaan internal adalah berupa pemanfaatan laba yang ditahan (*retained earning*), yaitu laba yang tidak dibagikan. Kebijakan deviden sangat penting karena mempengaruhi kesempatan investasi perusahaan, harga saham, struktur financial, arus pendanaan dan posisi likuiditas. Dengan kata lain, kebijakan dividen menyediakan informasi mengenai performa (*Performance*) perusahaan.

Penelitian Fama dan French (2000) menguji prediksi *trade off* dan *pecking order* tentang dividend dan hutang. Perusahaan profitable dan perusahaan yang mempunyai kepentingan investasi lebih sedikit akan memiliki *dividend payout* yang lebih tinggi. Sebaliknya mereka juga menyatakan bahwa dengan memiliki *market leverage* yang lebih sedikit dengan *long-term dividend payout* yang lebih rendah, meskipun dividen tidak

investasi dan *earning* jangka pendek sebagian besar diserap oleh hutang. Hal ini konsisten dengan prediksi *pecking order theory*.

Perusahaan dengan perkembangan cepat membutuhkan lebih besar dana untuk pelaksanaan investasi. Kebutuhan dana pertama kali dipenuhi dari *internal equity*, karena banyak dana yang dialokasikan pada *retained earning* (laba ditahan) maka menyebabkan laba untuk membayar dividen menjadi berkurang. Khususnya dari laba ditahan, besarnya prosentase pendapatan (laba) yang akan digunakan untuk investasi sebagai laba ditahan lebih besar jika dibandingkan dengan prosentase laba yang akan dibagikan sebagai dividen. Barclay (1995) menyatakan bahwa dengan pertumbuhan tinggi banyak memerlukan dana, menyebabkan dividen yang dibayarkan menjadi rendah. Menurut Adedeji (1998) menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif antara investasi dan dividen *payout ratio*.

H1 = Investasi memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend payou ratio*.

2. *Cash Ratio*

Kebijakan deviden merupakan kas keluar bagi perusahaan, maka semakin besar posisi kas secara keseluruhan maka akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar deviden. Rasio kas merupakan alat untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam hal memenuhi kewajiban jangka pendeknya dengan cara membandingkan aktiva lancar yang liquid dengan utang lancar keseluruhan, jika rasio kas lebih tinggi maka memungkinkan perusahaan untuk membayar deviden.

Menurut Wahidahwati (2002) Penggunaan hutang yang tinggi akan menyebabkan pembayaran beban tetap berupa biaya bunga, sehingga menyebabkan penurunan laba dan kemudian akan menyebabkan tingkat rasio pembayaran dividen menurun.

$H2 = Cash Ratio$ memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *dividen payout ratio*.

3. Profitabilitas

Keengganan perusahaan untuk memotong dividen menjadi dasar bagi Lintner (dalam Susana Damayanti dan Fatchan Achyoni, 2006) untuk melakukan studi *Lintner's Lagged Partial Adjustment Model*. Menurut Lintner perusahaan menetapkan target *dividend payout ratio* didasarkan pada target keuntungannya. Jika target keuntungannya tercapai dan dianggap telah stabil, maka perusahaan akan menyesuaikan besarnya dividen yang akan dibayarkan hingga mencapai target yang telah ditetapkan. Penyesuaian tersebut dilakukan secara bertahap, dan untuk kecepatan penyesuaian ini disebut dengan *speed of adjustment*. Selanjutnya Lintner menunjukkan bahwa di sebagian besar situasi, kebijakan dividen bukan merupakan hasil simpangan dari *saving* (tabungan), namun merupakan keputusan utama dan keputusan yang aktif.

Oleh karena dividen diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya dividen *payout ratio*. Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan

keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

Besar kecilnya laba yang diperoleh perusahaan akan mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibagikan. Semakin besar tingkat laba atau profitabilitas yang diperoleh perusahaan akan mengakibatkan semakin besar dividen yang akan dibagikan dan sebaliknya. Theobalt (1978) yang diacu oleh Florentina (2001) menemukan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh positif dengan dividen *payout ratio*.

H3= Profitabilitas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap *dividen payout ratio*.

4. Pertumbuhan Perusahaan

Semakin tinggi tingkat pertumbuhan suatu perusahaan akan semakin besar tingkat kebutuhan dana untuk membiayai ekspansi. Semakin besar kebutuhan dana di masa yang akan datang, akan semakin memungkinkan perusahaan menahan keuntungan dan tidak membayarkannya sebagai dividen. Oleh karenanya potensi pertumbuhan perusahaan menjadi faktor penting yang menentukan kebijakan dividen. Sebagai indikator dari atribut pertumbuhan, digunakan tingkat pertumbuhan campuran yang diatur pada setiap tahun dalam *total assets* (Chang dan Rhee, 1990).

H4 = Pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividen payout ratio*.

5. Ukuran Perusahaan

Suatu perusahaan besar yang sudah mapan akan memiliki akses yang mudah menuju pasar modal, sementara perusahaan yang baru dan yang masih kecil akan mengalami banyak kesulitan untuk memiliki akses ke pasar modal. Karena kemudahan akses ke pasar modal cukup berarti untuk fleksibilitas dan kemampuannya untuk memperoleh dana yang lebih besar, sehingga perusahaan mampu memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Teori di dukung oleh penelitian Chang dan Rhee (1990), yang menyatakan bahwa *size* perusahaan berpengaruh positif yang signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Ukuran perusahaan diwakili oleh *log natural* dan *total assets* (Alli et al.,1993).

H5 = Variabel *size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

D. Model Penelitian