

BAB 2

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 Dividen

2.1.1 Pengertian Dividen

Dividen merupakan bagian dari laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham, yang biasanya dibagikan dalam bentuk kas, yang disebut dividen tunai (*cash dividend*). Jika dibagikan berasal dari sumber lain, selain dari *retained earning*, hal itu disebut sebagai *distribution* (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008: 591).

2.1.2 Jenis-Jenis Dividen

Ross, Westerfield, dan Jordan (2008: 591) mengklasifikasikan dividen tunai menjadi empat jenis, yaitu:

a. ***Regular Cash Dividend***

Regular cash dividend dianggap sebagai bagian dari bisnis yang dijalankan perusahaan. Dengan kata lain, manajemen tidak melihat sesuatu yang aneh mengenai dividen dan tak ada alasan mengapa pembayaran dividen harus dihentikan. *Regular cash dividend* merupakan jenis dividen yang paling umum dibagikan kepada pemegang saham. Biasanya perusahaan publik membayarkan dividen tunai secara reguler dua sampai empat kali dalam satu tahun yang disebut *interim dividend*.

b. ***Extra Dividend***

Kata 'ekstra' mengindikasikan bahwa pembayaran dividen ini mungkin dibagikan kembali di masa depan atau tidak dibagikan kembali di masa depan.

c. ***Special Dividend***

Special dividend hanya dibagikan sekali dalam situasi yang tidak biasanya dan tidak akan dibagikan kembali di masa datang.

d. ***Liquidating Dividend***

Liquidating dividend adalah pembagian dividen pada saat perusahaan akan menutup usahanya. Sedangkan Baker et.al (2008: 53) menyatakan

likuidating dividend juga dapat terjadi ketika perusahaan membagikan dividen melebihi jumlah saldo labanya sehingga akan mengurangi saldo investasi pemegang saham.

Selain dalam bentuk dividen tunai, Ross, Westerfield, dan Jordan (2008: 591) menyatakan dividen dapat dibayarkan dalam lain, yaitu:

a. *Stock Repurchase*

Stock repurchase adalah pembelian kembali saham yang dimiliki pemegang saham oleh perusahaan. Dittmar (2000) mengemukakan beberapa alasan perusahaan melakukan *stock repurchase*, yaitu :

- Untuk menaikkan harga saham perusahaan yang dinilai *undervalued*
- Untuk mendistribusikan *excess cash flow* kepada pemegang saham daripada menginvestasikan kembali untuk proyek yang belum tentu menguntungkan
- Untuk menghindari *take over* dari perusahaan lain
- Untuk mendapatkan tingkat *leverage* yang optimal
- Untuk memberikan insentif kepada manajemen dalam bentuk kepemilikan saham

b. *Stock Dividend*

Stock dividend sebenarnya bukanlah dividen karena tidak dibayarkan secara tunai. Dampak dari *stock dividend* adalah meningkatnya jumlah saham yang dimiliki setiap pemegang saham. *Stock dividend* dibagikan ketika perusahaan ingin menghemat kas atau perusahaan mengalami kesulitan keuangan. *Stock dividend* biasanya dinyatakan dalam bentuk persentase, misalnya 25%, berarti setiap pemegang saham menerima satu saham tambahan untuk setiap empat saham yang dimilikinya saat ini. Karena jumlah saham yang beredar meningkat, peningkatan jumlah saham yang dimiliki setiap pemegang saham menjadi tidak berarti (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008: 612).

c. *Stock Split*

Stock split sebenarnya serupa dengan *stock dividend*. Setiap saham dipecah untuk menciptakan saham tambahan. Misalnya, tiga untuk satu *stock split*,

berarti setiap saham lama dipecah menjadi tiga saham baru (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008: 612). *Stock split* dilakukan untuk menjaga agar harga saham tetap berada pada *optimal price range* karena harga saham yang tinggi akan menyulitkan investor untuk membeli saham tersebut sehingga dapat menurunkan permintaan.

2.1.3 Kronologi Pembayaran Dividen Tunai

Keputusan untuk membayarkan dividen kepada para pemegang saham berada di tangan dewan direksi. Ketika perusahaan mengumumkan akan membagikan dividen, hal tersebut menjadi kewajiban bagi perusahaan dan harus segera dipenuhi. Pada umumnya, pembayaran dividen tunai dinyatakan dalam bentuk *dividend per share* (rupiah per saham).

Berikut ini adalah kronologi dari pembayaran dividen tunai: ¹

a. *Declaration Date*

Declaration date adalah tanggal di mana dewan direksi mengumumkan akan membayar dividen kepada para pemegang saham per tanggal tersebut.

b. *Ex-dividend Date*

Ex-dividend date adalah tanggal di mana perusahaan memastikan bahwa dividen akan dibagikan pada orang yang tepat. Jika seorang investor membeli saham sebelum tanggal ini, maka dia berhak atas dividen tersebut. Sementara, jika seorang investor membeli saham setelah tanggal ini, maka pemilik sebelumnya yang berhak atas dividen.

c. *Date of Record*

Date of record adalah tanggal di mana perusahaan menyiapkan daftar pemegang saham yang berhak mendapatkan dividen.

d. *Date of Payment*

Date of payment adalah tanggal di mana cek atas pembayaran dividen dikirim kepada para pemegang saham yang berhak.

³ Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, and Bradford D. Jordal. (2008). *Corporate Finance Fundamentals 8th edition*. USA: McGraw-Hill. pp. 592-593

2.2 Kebijakan Dividen

Kebijakan deviden merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Kebijakan dividen merujuk pada pilihan apakah akan mendistribusikan *excess cash flow* kepada pemegang saham atau menginvestasikan kembali pada proyek-proyek yang menguntungkan di masa depan (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008: 594). Jika pilihannya adalah membagikan kepada pemegang saham, hal selanjutnya yang harus diputuskan adalah apakah perusahaan akan mendistribusikan *excess cash flow* tersebut dengan melakukan *stock repurchase* atau dalam bentuk dividen tunai. Jika perusahaan memilih mendistribusikan *excess cash flow* dalam bentuk dividen, perusahaan harus memutuskan apakah akan membagikan dividen secara reguler, reguler *plus* ekstra, seberapa besar yang akan didistribusikan kepada pemegang saham per lembar sahamnya, seberapa sering frekuensinya, serta bagaimana cara untuk menyeimbangkan preferensi arus kas dari individu dengan tingkat pajak yang tinggi dan dengan investor yang merupakan institusi bebas pajak (Arifin 2005: 103).

Selain itu, perusahaan juga harus memutuskan apakah perusahaan sebaiknya mempertahankan pembayaran dividen pada level yang ada saat ini atau merubahnya. Jika pembayarannya ditingkatkan, manajemen harus memastikan bahwa keuntungan perusahaan akan tetap cukup untuk memenuhinya. Hal lain yang perlu diperhatikan adalah mengenai bagaimana pasar saham menginterpretasikan perubahan yang diumumkan mengenai dividen yang dibagikan perusahaan. Apakah investor lebih menyukai nominal pembayaran *dividend per share* yang stabil atau mereka tidak keberatan jika nominal pembayaran dividen berfluktuasi seiring dengan pemasukan perusahaan?

Akhirnya, manajemen harus memutuskan apakah perusahaan sebaiknya menguntungkan investor yang lebih menyukai *fixed income* berupa dividen, atau investor yang lebih menyukai pengembalian berupa *capital gain* yang memiliki pandangan investasi jangka panjang sehingga lebih menyukai jika perusahaan

menggunakan keuntungannya untuk reinvestasi daripada dibagikan dalam bentuk dividen (Megginson, 1997).

Pada praktiknya perusahaan cenderung memberikan dividen dengan jumlah yang relatif stabil atau meningkat secara teratur (Brav et.al, 2004). Kebijakan ini lebih disukai dengan asumsi bahwa :

- a. Investor melihat kenaikan dividen sebagai suatu tanda baik bahwa perusahaan memiliki prospek cerah, demikian dengan sebaliknya
- b. Investor cenderung lebih menyukai dividen yang stabil

2.2.1 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Ross, Westerfield, dan Jordan (2008: 597-601) menyatakan ada beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, antara lain:

a. Pajak

Investor sebagai pembayar pajak memiliki tujuan untuk memaksimalkan *after tax return on investment* relatif terhadap risikonya dengan cara menunda pembayaran pajak. Pajak atas pendapatan dividen dibayarkan ketika dividen diterima, sementara itu pembayaran pajak atas *capital gain* ditunda hingga saham dijual. Dengan demikian, *effective tax rate* atas pendapatan dari dividen lebih besar dibandingkan dengan pajak atas *capital gain*. Hal ini menyebabkan investor lebih menyukai *retained earning* digunakan untuk investasi dan menghasilkan NPV yang positif.

b. Floation Costs

Perusahaan yang sedang 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 *retained earning*. Manajemen cenderung memanfaatkan *retained earning* karena penjualan saham baru menimbulkan *flotation cost*.

c. Restriksi Legal

Restriksi legal (hukum) tertentu membatasi jumlah dividen yang dapat dibayarkan oleh perusahaan. Restriksi legal dapat berupa perjanjian hutang dan pembatasan dari saham preferen.

d. Likuiditas Perusahaan

Karena dividen biasanya dibayarkan dalam bentuk tunai, perusahaan harus memiliki kas yang cukup untuk dibayarkan sebagai dividen. Dengan demikian, posisi likuiditas perusahaan memiliki pengaruh langsung terhadap kemampuannya dalam membayar dividen.

e. Prediksi atas Laba

Jika laba suatu perusahaan berfluktuasi, meskipun terjadi peningkatan yang signifikan pada laba di suatu periode, manajemen tidak lantas merespons dengan peningkatan dividen untuk mengantisipasi jika pada periode berikutnya perusahaan mengalami penurunan laba.

f. Resolusi atas Ketidakpastian

Gordon (1961, dalam Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008: 600) menjelaskan bahwa *high-dividend policy* juga dapat menguntungkan pemegang saham karena dapat mengatasi ketidakpastian. Investor menilai suatu aset dengan mendiskontokan dividen di masa yang akan datang. Karena investor tidak menyukai ketidakpastian, maka harga saham akan relatif rendah bagi perusahaan yang membayarkan dividen yang rendah.

2.2.2 Teori Klasik Kebijakan Dividen

2.2.2.1 Irrelevance Dividend Policy Theory

Miller dan Modigliani (1961) menganalisis kebijakan dividen dengan menggunakan beberapa asumsi, yaitu:

- Semua pelaku pasar tidak ada yang dapat mempengaruhi harga pasar
- Semua pelaku pasar memiliki akses yang sama dan tanpa biaya atas semua informasi
- Tidak ada biaya transaksi, misalnya biaya broker atau biaya transfer yang terkait dengan perdagangan sekuritas
- Tidak ada perbedaan tarif pajak atas dividen dan *capital gain* atau antara laba yang didistribusikan dan yang tidak didistribusikan
- Investor lebih menyukai kekayaan yang banyak daripada yang sedikit
- Investor tidak mempermasalahkan apakah kenaikan kekayaan berasal dari dividen atau *capital gain*

- Setiap investor sangat yakin akan keberhasilan program investasi dan laba perusahaan di masa depan
- Karena adanya ketidakpastian mengenai masa depan, semua perusahaan mengeluarkan satu jenis sekuritas, yaitu saham biasa

Berdasarkan asumsi-asumsi tersebut, Modigliani dan Miller menyatakan bahwa harga setiap saham harus sedemikian rupa supaya *required rate of return* setiap saham sama di seluruh pasar untuk interval waktu tertentu. Berdasarkan asumsi tersebut, harga saham saat ini merupakan *present value* dari seluruh aliran dividen pada periode-periode yang akan datang. *Value of the firm* ditentukan sepenuhnya oleh laba operasi yang sedang dan akan dihasilkan sepanjang perusahaan menjalankan semua proyek yang memiliki NPV positif dan tidak ada biaya untuk akses dana di pasar modal maka perusahaan dapat membayar dividen dari berbagai level dari tidak membayarkan dividen hingga membayarkan seluruh laba sebagai dividen (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008: 594). Hanya saja jika dividen tersebut dibayarkan, perusahaan harus menggantinya dengan menerbitkan saham baru. Karena tidak ada asumsi pajak dan tidak ada biaya transaksi maka pilihan membayarkan dividen pada level manapun akan menghasilkan *value of the firm* yang sama karena sedikit banyaknya saham baru yang harus diterbitkan sebagai pengganti dividen, tidak memiliki biaya transaksi. Selain itu, *value of the firm* tidak dipengaruhi oleh tingkat *dividend payout ratio* asalkan kebijakan investasinya konstan. Dengan demikian, investor akan *indifferent* terhadap pilihan apakah perusahaan harus menahan seluruh laba dan menggunakannya untuk membiayai kegiatan investasinya atau perusahaan membagikan laba sebagai dividen dan menerbitkan saham baru untuk membiayai investasinya (Pratama, 2007). Sementara itu, tidak adanya *floatation cost* membuat perusahaan menjadi *indifferent* terhadap sumber pembiayaan yang berasal dari *retained earnings* maupun dari hasil penerbitan sekuritas baru. Di sisi lain, tidak adanya pajak pendapatan baik atas dividen maupun *capital gain*, menyebabkan investor menjadi *indifferent* terhadap dividen maupun *capital gain*.

Namun, kenyatannya, asumsi-asumsi yang digunakan oleh Miller dan Modigliani tidak dapat diterapkan dalam pasar modal Indonesia yang belum dapat dikatakan efisien (Utama, 1998 dan Nurhayati, 2006). Investor umumnya bertransaksi pada pasar modal yang tidak sempurna, di mana terdapat biaya transaksi, biaya pajak, dan lainnya (Bawazer, 1991). Pengaruh biaya transaksi terhadap kebijakan dividen dapat dilihat dari dua sisi yang saling bertentangan. Dari sisi investor, jika investor merasa menjual saham dalam jumlah kecil secara rutin akan menimbulkan biaya transaksi yang cukup besar, pembayaran dividen akan lebih menarik bagi investor untuk menjaga likuiditasnya. Penerimaan dividen secara reguler tidak akan menimbulkan biaya transaksi dan uang yang diterima dividen dapat digunakan untuk konsumsi atau untuk menyusun ulang portofolio. Jika transaksi membuat investor memilih pembayaran dividen, mestinya pasar modal yang belum maju akan membayar dividen lebih besar karena biaya transaksi di pasar modal tersebut jauh lebih tinggi. Namun, kenyataannya, pembayar dividen paling besar adalah perusahaan yang terdaftar di bursa yang sudah maju adalah yang biaya transaksinya paling rendah (Widayasa, 2007). Dari sudut pandang perusahaan yang membayarkan dividen, biaya emisi untuk menerbitkan saham di Indonesia cukup tinggi sehingga perusahaan akan lebih memilih untuk menahan labanya daripada menerbitkan saham baru sebagai pengganti laba yang digunakan untuk mendanai kegiatan investasinya (Ni Made Ria Kurniasih, 2007).

Di sisi lain, adanya perbedaan pajak atas dividen dengan pajak atas *capital gain*, tentunya akan membuat para investor memiliki preferensi yang berbeda mengenai dividen yang dibayarkan. Investor yang menyukai *fixed income* tentunya lebih menyukai dividen karena lebih pasti walaupun pajaknya harus segera dibayar ketika dividen dibayarkan dibandingkan dengan pajak atas *capital gain* yang dapat ditunda hingga terealisasi. Selain itu, Ross, Westerfield, dan Jordan (2008: 598) menyatakan investor akan diuntungkan dari sisi pajak ketika *corporate tax* lebih besar dibandingkan dengan *personal tax*.

2.2.2.2 *Bird in the Hand Theory*

Lintner (1959) menyatakan bahwa uang yang diterima dalam bentuk dividen nilainya lebih tinggi dari uang terdapat pada *retained earning*. Menurut teori ini, pemegang saham memiliki preferensi terhadap pembayaran dividen dibandingkan dengan *retained earning* sehingga kebijakan dividen relevan terhadap nilai dari suatu perusahaan.

Nilai dari uang yang diterima dalam bentuk dividen adalah pasti, sementara itu nilai dari uang yang diinvestasikan kembali ke dalam aset oleh perusahaan tidak pasti (Kolb, 1988). Nilai dari uang yang diinvestasikan kembali oleh perusahaan tersebut didiskontokan oleh investor untuk mencerminkan ketidakpastian dari kapan uang itu diterima dalam bentuk tunai di masa datang baik sebagai dividen maupun *capital gain*. Namun, jika perusahaan menginvestasikan *retained earning* pada tingkat pengembalian yang cukup tinggi untuk mengkompensasikan risiko yang ditanggung oleh investor, teori ini mungkin tidak akan menjadi valid. Begitu juga jika alternatif satu-satunya bagi investor selain menggunakan dividen yang diterima adalah berinvestasi pada aset yang risikonya sama atau lebih besar, teori ini juga mungkin tidak valid. Sebaliknya, jika investor memiliki alternatif lain di samping menggunakan dividen yang diterimanya seperti berinvestasi pada aset dengan risiko yang lebih rendah, maka *teori bird-in-the-hand* dapat berlaku. Validitas dari teori ini bergantung dari sejauh mana persepsi pemegang saham mengenai risiko yang ada dalam reinvestasi yang dilakukan perusahaan dengan reinvestasi dividen di tempat yang lain.

2.2.2.3 *Clientele Effect Theory*

Investor memiliki preferensi yang berbeda terhadap level *dividend payout* dari suatu perusahaan. Jika suatu perusahaan memiliki kebijakan dividen dengan tingkat *payout* yang tinggi, hal ini akan menarik kelompok investor yang menyukai *dividend payout* yang tinggi (Bajaj dan Vijh, 1990). Sementara itu, perusahaan dengan tingkat *dividend payout* yang rendah akan menarik kelompok investor lainnya, yaitu kelompok investor yang menyukai tingkat *dividend payout* yang rendah. Kelompok investor yang berbeda-beda ini disebut *clienteles*,

sementara itu argumen bahwa saham menarik kelompok investor tertentu berdasarkan *dividend yield* dan hasil dari pengaruh pajak di sebut *clientele effect*. Dengan demikian, ketika suatu perusahaan memilih kebijakan dividen tertentu, hal itu akan menarik *clientele* tertentu. Dan jika perusahaan tersebut merubah kebijakan dividennya, mereka hanya akan menarik *clientele* lainnya (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008: 603).

2.2.2.4 *Residual Dividend Theory*

Residual dividend theory menyatakan bahwa dividen dibayarkan apabila masih ada *residual earnings* setelah perusahaan memenuhi kebutuhan investasinya (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008: 604). Dengan adanya *floatation costs*, kebijakan dividen dari suatu perusahaan menjadi sebagai berikut:

- a. Mempertahankan *debt ratio* yang optimum dalam pembiayaan investasi masa depan.
- b. Menerima investasi jika *net present value* (NPV) dari investasi tersebut positif, yaitu jika *expected rate of return* lebih besar dari *cost of capital*.
- c. Pembiayaan investasi diprioritaskan berasal dari *internal financing*. Hanya jika modal ini telah digunakan sepenuhnya dan masih belum mencukupi maka perusahaan dapat menerbitkan saham baru.
- d. Jika dana yang dihasilkan secara internal masih tersisa setelah pembiayaan investasi, perusahaan dapat membayarkannya sebagai dividen kepada para investor. Akan tetapi, jika seluruh modal internal dibutuhkan untuk membiayai investasi, maka pembayaran dividen tidak perlu dilakukan.

2.2.2.5 *Agency Cost of Free Cash Flow Theory*

Konflik antara manajemen dan pemegang saham timbul secara alami pada perusahaan publik besar di mana terdapat pemisahan antara kepemilikan dan kendali (Jensen, 1986). *Severity* dari konflik ini bisa tercermin dari seberapa besar kecenderungan manajemen untuk *overinvesting* pada proyek yang memiliki NPV nol atau bahkan negatif. *Agency cost* sendiri merupakan fungsi dari:

- a. Industri di mana perusahaan beroperasi, ukuran perusahaan, intensitas modal dari proses produksi perusahaan, *free cash flow* yang dihasilkan dan

banyaknya kesempatan investasi pada proyek dengan NPV yang positif bagi perusahaan.

- b. Jumlah pemegang saham, *tightness* atau *diffuseness* dari investor dan kehadiran *share-blockholder* yang besar yang mau dan bisa memonitor secara langsung manajemen perusahaan.
- c. Manajer perusahaan yang membayarkan dividen akan mendapatkan kompensasi berupa kenaikan harga saham perusahaan dan masa jabatan yang lebih panjang. Sementara itu, manajer dari perusahaan yang mengabaikan preferensi investor akan mengalami penurunan harga saham dan juga kehilangan pekerjaannya.

2.2.2.6 Dividend Signalling Theory (Informational Effect)

Dividend signalling theory pertama kali dicetuskan oleh Bhattacharya (1979). Teori ini dikembangkan untuk menjelaskan bahwa para *insider* (manajemen) memiliki informasi yang lebih baik mengenai kondisi perusahaan dibandingkan dengan *outsider* (pemegang saham). Munculnya informasi asimetri tersebut menyulitkan investor dalam menilai kualitas perusahaan secara objektif sehingga hal ini akan membuat investor cenderung memberikan penilaian yang lebih rendah terhadap semua saham perusahaan. Kecenderungan ini disebut sebagai *pooling equilibrium* (Arifin, 2005: 12). Perusahaan yang memiliki kinerja yang bagus dapat menggunakan dividen sebagai salah satu *signalling devices* yang terpercaya dan sulit ditiru oleh perusahaan yang kinerjanya lemah. Dividen merupakan *signalling device* yang relatif mahal dan tidak memungkinkan perusahaan yang memiliki kinerja lemah menirunya. Hanya perusahaan yang memiliki kinerja yang bagus yang tetap dapat menghasilkan laba dan mendanai kegiatan investasinya walaupun membayar dividen yang cukup besar. Sedangkan, perusahaan yang memiliki kinerja yang lemah akan mengalami penurunan laba karena tidak dapat membiayai kegiatan investasinya jika terus-menerus membayar dividen. Karena investor memahami sinyal yang diberikan perusahaan melalui pembagian dividen, investor akan memberikan nilai lebih bagi perusahaan yang membayar dividen yang tinggi. Penilaian yang berbeda ini disebut dengan *separating equilibrium* (Arifin, 2005: 12).

Kebijakan dividen dapat menjadi bahan penilaian oleh investor yang tidak memiliki informasi lengkap mengenai kinerja perusahaan (Arifin, 2005: 113). Ketika perusahaan membayarkan dividen untuk pertama kalinya, investor dapat menginterpretasikan bahwa saat ini manajer yakin bahwa profitabilitas perusahaan tidak hanya cukup untuk mendanai kegiatan investasinya, tetapi apat juga untuk membayarkan dividen. Karena investor dan manajer memahami sekali dividen dibayarkan, akan menganggap inisiasi dividen tersebut sebagai keyakinan manajemen bahwa laba perusahaan yang akan datang cukup untuk mendanai kegiatan investasi yang dimiliki juga.

Terdapat beberapa bukti empiris yang mendukung bahwa dividen merupakan *signalling device* yang efektif mengenai prospek perusahaan di masa mendatang. Lintner (1956) menyatakan manajemen menetapkan *dividend per share* dengan sangat hati-hati karena tingkat dividen yang ditetapkan akan menjadi kewajiban tetap perusahaan di periode berikutnya. Lintner juga menyatakan manajemen lebih berfokus pada perubahan *dividend per share* daripada menemukan *dividend payout ratio* yang tepat. Sementara itu, Fama dan Blasiak (1968) menyatakan bahwa manajer sebenarnya memiliki target *payout ratio*, dan pembayaran *dividend per share* saat ini dikaitkan dengan perkiraan laba yang akan diperoleh perusahaan di masa mendatang.

Berdasarkan *dividend signalling theory*, Ross, Wasterfield, dan Jaffe (2008: 603) menyebutkan bahwa apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, akan memberikan sinyal kepada investor tentang kenaikan laba perusahaan di masa datang. Perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividennya, memberikan sinyal kepada investor bahwa manajemen optimis bahwa laba di masa mendatang cukup untuk membiayai proyek investasinya dan membagikan dividen lagi di masa mendatang karena ketika perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya, sangat jarang perusahaan memotong/menurunkan pembayarannya di masa depan. Dengan demikian, ketika perusahaan meningkatkan pembayaran dividennya, manajemen yakin bahwa perusahaan dapat mempertahankan *payout level* yang baru tersebut di masa mendatang. Karena hampir setiap pihak menganggap bahwa

penurunan dividen sebagai berita buruk, manajemen hanya akan menurunkan dividen ketika mereka sudah tidak memiliki pilihan lain karena kesehatan perusahaan sedang menurun dan belum jelas kapan membaiknya (Arifin, 2005: 118).

Ketika manajemen memutuskan untuk meningkatkan pembayaran dividen, manajer akan termotivasi untuk meningkatkan laba perusahaan agar dapat menarik minat investor untuk menanamkan modalnya. Dari sudut pandang investor, peningkatan pembayaran dividen ini mengisyaratkan investasi yang ditanamkan tidak sia-sia karena memberikan *return* sesuai yang diharapkan. Apabila suatu perusahaan dapat menghasilkan laba yang semakin besar, secara teoritis perusahaan akan mampu membagikan dividen yang semakin besar pula. *High payout ratio* akan menarik minat para investor untuk berinvestasi karena investor melihat bahwa perusahaan tersebut memiliki laba yang cukup untuk membiayai proyek investasinya, namun tetap membagikan dividen kepada para pemegang saham.

Berdasarkan *dividend signalling theory*, perubahan dividen, baik naik atau turun dalam bentuk per lembar sahamnya dianggap memberikan sinyal mengenai kinerja keuangan perusahaan di masa mendatang. Peningkatan pembayaran dividen dianggap sebagai sinyal positif mengenai profitabilitas dan likuiditas perusahaan di masa depan sehingga memberikan *abnormal return* yang positif. Sebaliknya, penurunan pembayaran dividen dianggap sebagai sinyal negatif mengenai profitabilitas dan likuiditas perusahaan di masa depan sehingga memberikan *abnormal return* yang negatif. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen dari pada *capital gain*.

2.3 Efisiensi Pasar Modal

Jones (2004: 317) menyatakan pasar modal yang efisien adalah pasar di mana semua harga menyesuaikan secara cepat dengan sampainya informasi baru, sehingga harga saat ini dari sekuritas mencerminkan seluruh informasi mengenai

sekuritas tersebut. Ada beberapa asumsi yang harus dipenuhi agar suatu pasar dikatakan efisien, antara lain:

- a. Terdapat banyak pelaku pasar yang menganalisis pasar dan menilai sekuritas untuk memaksimalkan keuntungan secara independen
- b. Informasi baru mengenai sekuritas masuk ke pasar secara acak, dan waktu dari satu pengumuman ke pengumuman lain, biasanya independen
- c. Investor secara cepat menyesuaikan harga dari sekuritas untuk merefleksikan efek dari informasi baru

Fama (1970, dalam Jones 2004: 317-318) membagi *efficient market hypothesis* (EMH) secara keseluruhan ke dalam tiga subhipotesis berdasarkan kumpulan informasi yang terdapat di dalam pasar, yaitu *weak-form* EMH, *semistrong-form* EMH, dan *strong-form* EMH.

a. *Weak-Form Efficient Market Hypothesis*

Dalam pasar dengan jenis *weak-form efficient* terdapat asumsi di mana harga saham merefleksikan secara semua informasi pada pasar sekuritas secara menyeluruh termasuk rangkaian harga historis dari sekuritas, tingkat tingkat pengembalian, data volume perdagangan, dan informasi lainnya. Karena harga sekuritas telah mencerminkan seluruh informasi dan tingkat pengembalian yang terjadi pada masa lalu, tingkat pengembalian dari suatu sekuritas di masa depan tidak berkaitan dengan informasi dan tingkat pengembalian pada masa lalu. Sehingga investor hanya akan mendapatkan keuntungan yang sedikit jika melakukan transaksi jual beli yang berdasarkan tingkat tingkat pengembalian dan data pasar di masa lalu.

b. *Semistrong-Form Efficient Market Hypothesis*

Semistrong-Form Efficient Market Hypothesis menyatakan bahwa harga saham secara cepat menyesuaikan dengan informasi yang baru dikeluarkan. Dengan kata lain harga sekuritas saat ini mencerminkan seluruh informasi yang tersedia untuk publik. Hipotesis *semistrong-form* mencakup hipotesis *weak-form* karena seluruh informasi pasar yang terdapat pada *weak-form hypothesis* seperti harga saham, tingkat tingkat pengembalian, dan volume perdagangan adalah informasi publik. Dalam informasi publik juga terdapat

seluruh informasi yang *non-market* seperti pengumuman laba dan dividen, rasio harga terhadap laba (*price to earning ratio*), rasio nilai buku terhadap nilai pasar (*book value to market value*), *stock split*, dan berita mengenai tentang perekonomian dan politik.

c. *Strong-Form Efficient Market Hypothesis*

Pada pasar dengan jenis *strong-form efficient*, seluruh harga saham mencerminkan seluruh informasi yang berasal dari sumber *public* dan *private*. Hal ini berarti tidak ada seorang pun yang memiliki akses monopolistis terhadap informasi yang relevan dengan pembentukan harga. Sehingga tidak ada kelompok investor yang dapat secara konsisten menghasilkan laba yang di atas rata-rata (*above average profit*).

2.4 *Return Saham*

2.4.1 *Pengertian Return*

Jones (2006: 140) mengartikan *return* sebagai pengukuran persentase yang membandingkan semua arus kas dari sebuah sekuritas dengan harga belinya. Dengan demikian, dapat dikatakan *return* merupakan selisih antara nilai akhir investasi dengan nilai awalnya.

2.4.2 *Jenis-Jenis Return*

Jones (2006: 140) membagi komponen *return* ke dalam dua jenis:

a. *Yield*

Yield merupakan komponen *return* yang mencerminkan pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Misalnya jika kita berinvestasi dalam saham, besarnya *yield* ditunjukkan dari dividen yang dibayarkan.

b. *Capital Gain (Loss)*

Capital gain (loss) merupakan kenaikan (penurunan) harga suatu sekuritas yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi pemegang sekuritas.

Dengan demikian, *total return* adalah *yield* ditambah *capital gain (loss)*.

$$TR = \frac{(P_E - P_B) + D_T}{P_E} \dots\dots\dots(2.1)$$

di mana:

TR = *Total Return*

P_B = *Beginning Price*

P_E = *Ending Price*

D_T = *Dividend during the year*

2.4.3 *Abnormal Return*

Dalam terminologi *return*, kita mengenal istilah *expected return* dan *actual return*. *Expected return* adalah *return* yang diharapkan oleh investor untuk diterima setelah melakukan investasi atas sekuritas yang diperdagangkan di pasar modal. Sedangkan *actual return* adalah *return* yang diterima oleh investor untuk diterima setelah melakukan investasi atas sekuritas yang diperdagangkan di pasar modal.

Fabozzi (1999) menyatakan ketika *expected return* tidak sama dengan aktualnya, disebut sebagai *return* yang tidak normal (*abnormal return*). Adanya *abnormal return* dapat digunakan untuk mengukur kandungan informasi atas suatu pengumuman data keuangan atau aksi korporasi yang dilakukan perusahaan (Firth, 1976).

2.5 Tinjauan atas Penelitian Sebelumnya

2.5.1 Hubungan antara Kebijakan Dividen dengan *Future Abnormal Return*

Dividend signalling hypothesis menyatakan bahwa dividen dapat digunakan sebagai *signalling devices* kepada investor mengenai kinerja keuangan perusahaan di masa mendatang. Penelitian mengenai pengumuman pembagian dividen dengan reaksi pasar di sekitar tanggal perusahaan mengumumkan dividen telah banyak dilakukan dengan menggunakan *event study methodology*.

Pengumuman perubahan dividen dikatakan memiliki kandungan informasi apabila memberikan *abnormal return* bagi para pemegang saham. Namun sebaliknya, pengumuman dividen dikatakan tidak memiliki kandungan informasi apabila tidak dapat memberikan *abnormal return* yang signifikan bagi para pemegang saham. Pettit (1972) menemukan bukti empiris bahwa pasar bereaksi terhadap pengumuman dividen yang ditunjukkan dengan perubahan harga saham yang menyesuaikan secara cepat terhadap pengumuman dividen. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Pettit ini mendukung *signaling theory* yang digunakan oleh investor sebagai dasar menganalisis kandungan informasi atau sinyal yang terdapat dalam pengumuman dividen terhadap *future profitability/earning*.

Kesulitan utama dari mengukur kandungan informasi pada dividen berada pada fakta bahwa pengumuman dividen dan publikasi laporan keuangan seringkali sangat berdekatan. Aharony dan Swary (1980) melakukan penelitian untuk mengetahui apakah perubahan *quarterly dividend* memberikan informasi yang lebih baik daripada informasi yang terkandung dalam *quarterly earning*. Untuk mengisolasi *possible dividend effect* dari efek yang mungkin disebabkan oleh *earning*, mereka hanya menggunakan pengumuman *quarterly dividend* dan *earning* yang dilakukan pada tanggal yang berbeda sehingga perbedaan didasarkan pada pengumuman *earning* yang dibuat sebelum atau sesudah pengumuman dividen. Hasil pengujian empiris menunjukkan adanya *abnormal return* yang positif dan signifikan pada hari pengumuman dan satu hari sebelumnya. Selain itu, penelitian yang dilakukan oleh mereka menghasilkan suatu kesimpulan tentang respon pasar atas peningkatan, penurunan, atau tidak berubahnya tingkat pembayaran dividen pada saat pengumuman *quarterly cash dividend*. Ketika pembayaran dividen ditingkatkan, harga saham meningkat rata-rata 0,35%. Ketika dividen tidak berubah harga saham juga tidak mengalami perubahan yang berarti, dan ketika dividen diturunkan, harga saham mengalami penurunan yang relatif besar, yaitu antara 1,13% sampai 1,46%. Hasil penelitian ini secara kuat mendukung hipotesis bahwa perubahan pada *quarterly cash dividend* memberikan informasi yang berguna melebihi informasi yang terkandung pada angka-angka dalam laporan keuangan dan mendukung *semi-strong efficient market hypothesis*, di mana secara

rata-rata pasar saham menyesuaikan secara efisien dengan informasi dari *quarterly dividend*.

Benartzi, Michaely, dan Thaler (1997) menguji pengaruh perubahan dividen per lembar sahamnya yang diagregatkan selama satu tahun terhadap *long-run abnormal return*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa peningkatan pembayaran dividen diikuti oleh *abnormal return* yang positif hingga tiga tahun setelah perusahaan mengumumkan peningkatan pembayaran dividen. Hal ini membuktikan bahwa peningkatan dividen dianggap sebagai sinyal positif oleh pasar.

Kesimpulan atas pengujian empiris yang dilakukan oleh Lukose dan Rao (2004) pun membenarkan *dividend signaling hypothesis*. Hasil pengujian empiris yang dilakukannya menunjukkan bahwa perusahaan yang tidak membayar dividen memiliki *return* saham yang lebih rendah jika dibandingkan dengan perusahaan yang membagikan dividen. Di sisi lain, perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen atau tidak mengubah kebijakan pembayaran dividennya menghasilkan *return* saham yang positif dan lebih tinggi dibandingkan dengan *return* saham perusahaan yang menurunkan pembayarannya. Mereka menyatakan *abnormal return* yang positif ini terjadi karena manajemen berupaya untuk tetap membagikan dividen, baik dengan *payout* yang konstan ataupun meningkat secara teratur sehingga sahamnya tetap diminati oleh investor. Selain itu, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa perubahan *dividend per share* memiliki pengaruh yang kuat terhadap *return* saham pada periode selanjutnya (*year+1*).

Berkebalikan dengan hasil penelitian-penelitian sebelumnya, Rasyid dan Rahman (2004) menemukan bukti empiris bahwa yang kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh terhadap *abnormal return*. Berdasarkan analisis hasil regresi terhadap data *cross section* di pasar modal Bangladesh, dividen memiliki kandungan informasi yang lemah terhadap *future abnormal return*. Hal ini dibuktikan dengan tidak ada perbedaan *future abnormal return* yang signifikan antara perusahaan

yang mengubah kebijakan pembayarannya dengan perusahaan yang tidak mengubah pembayarannya.

Penelitian mengenai pengaruh kebijakan dividen terhadap *abnormal return* pada perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Indonesia sudah cukup banyak dilakukan dan menghasilkan kesimpulan yang beragam pula. Penelitian yang dilakukan oleh Nurhayati (2006) dengan menggunakan metode *event study* menghasilkan suatu kesimpulan bahwa *abnormal return* dan *actual return* sebelum dan sesudah pengumuman peningkatan pembayaran dividen pada perusahaan LQ45 periode 2001-2005 tidak berbeda secara signifikan. Nurhayati menyatakan tidak berbedanya *abnormal return* dan *actual return* sebelum dan setelah pengumuman peningkatan pembayaran dividen tunai disebabkan oleh adanya kebocoran informasi sebelum tanggal pengumuman. Hal ini menandakan kondisi pasar modal Indonesia belum dapat dikategorikan sebagai *semi-strong efficient market*.

Senada dengan Nurhayati, penelitian yang dilakukan oleh Tarigan (2009) juga menghasilkan suatu kesimpulan bahwa tidak ada perbedaan *abnormal return* antara perusahaan yang meningkatkan pembayarannya dengan perusahaan yang menurunkan pembayarannya. Namun penelitian ini berhasil membuktikan bahwa kebijakan dividen adalah relevan karena secara empiris, pengumuman perubahan dividen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *abnormal return* di sekitar periode pengumuman dividen setelah dikontrol dengan variabel rata-rata perubahan return kurs, rata-rata perubahan return IHSG, dan rata-rata kapitalisasi pasar di sekitar periode pengumuman dividen.

Berbeda dengan Nurhayati dan Tarigan yang meneliti pengaruh kebijakan dividen di sekitar tanggal pengumuman dividen, Restrainingtyas (2007) menguji pengaruh *dividend payout ratio*, informasi akrual, laba, dan *price to book value* terhadap *future cumulative market adjusted return* setelah tanggal publikasi laporan keuangan. Hasil penelitiannya terhadap 54 perusahaan manufaktur yang *listed* di Bursa Efek Jakarta periode 2003-2005 menghasilkan suatu kesimpulan bahwa

seluruh variabel independen yang digunakan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *future cumulative market adjusted return*.

Senada dengan hasil penelitian yang dilakukan Restrainingtyas, pengujian empiris yang dilakukan oleh Nurmalia (2007) dalam memprediksi imbal hasil saham dan laba masa depan pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang *listed* di BEI periode 2001-2005, menghasilkan suatu kesimpulan bahwa selain informasi akrual, laba akrual, dan arus kas, kebijakan dividen juga berpengaruh terhadap imbal hasil saham di masa mendatang. Penelitian Nurmalia ini mendukung pernyataan Penman (1983) bahwa dalam memprediksi *return* saham dan laba masa depan akan menghasilkan hasil yang lebih akurat apabila memasukkan informasi dividen.

2.5.2 Hubungan antara Kebijakan Dividen dengan *Future Profitability*

Berdasarkan *dividend signalling theory*, perubahan pembayaran dividen dapat mempengaruhi ekspektasi investor mengenai laba perusahaan di masa mendatang (Ross, Wasterfield, dan Jaffe, 2008: 603). Perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividennya, memberikan sinyal bahwa manajemen optimis bahwa laba di masa mendatang cukup untuk membiayai proyek investasinya dan membagikan dividen lagi di masa mendatang.

Beberapa penelitian sebelumnya menemukan bukti empiris bahwa perubahan dividen tidak memiliki kandungan informasi mengenai *future earning*. Hasil uji empiris yang dilakukan oleh Watts (1973) memang menunjukkan adanya hubungan positif antara perubahan dividen dengan *future earning*, tetapi tidak signifikan secara statistik. Lebih jauh lagi, observasi mengenai hubungan antara perubahan dividen dan harga saham mengindikasikan bahwa meskipun terdapat hubungan antara *future earning* dengan perubahan pada *unexpected dividend* menyampaikan informasi pada pelaku pasar, informasi tersebut tidaklah penting (*trivial*).

Senada dengan penelitian Watts, Penman (1983) juga menyimpulkan bahwa tidak banyak informasi mengenai *earning* di masa mendatang yang diperoleh dengan hanya mengandalkan informasi dari perubahan dividen. Penman menemukan bahwa banyak perusahaan yang dengan pendapatan meningkat di periode berikutnya ternyata tidak melakukan peningkatan dalam pembayaran dividen.

Hasil penelitian yang dilakukan Benartzi, Michaely, dan Thaler (1997) juga tidak mendukung *dividend signaling theory*. Bernatzi et.al. menyatakan tidak ada perbedaan *future profitability* yang signifikan antara perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen dengan perusahaan yang menurunkan pembayaran dividennya. Selain itu, Bernatzi et.al. menyatakan bahwa tingkat pembayaran dividen saat ini berhubungan dengan kinerja keuangan perusahaan pada periode sebelumnya. Peningkatan pembayaran dividen pada $year=0$ berhubungan positif dengan peningkatan laba pada $year=0$ dan $year-1$. Hasil penelitian Bernatzi et.al. (2003) juga memperkuat hasil penelitian sebelumnya yang menyatakan perubahan *dividend per share* memiliki kandungan informasi yang lemah terhadap *future profitability*. Mereka menemukan bukti empiris bahwa perubahan pembayaran dividen berkorelasi negatif dengan laba masa depan yang diproksikan dengan *earning per share*, *return on asset*, dan *return on equity*. Selain itu, mereka juga menyarankan agar tidak memasukkan dividen dalam memprediksi *future profitability*.

Grullon dan Michaely (2002) menemukan bahwa banyak perusahaan yang melakukan *stock repurchase* dengan dana yang disediakan untuk pembayaran dividen sehingga *stock repurchase* dapat dijadikan substitusi pembayaran dividen atas *excess cash flow* yang dimiliki perusahaan. Fama dan French (2000) menyatakan semakin melemahnya kandungan informasi pada dividen terhadap *future profitability* disebabkan adanya kecenderungan manajemen untuk mendistribusikan *excess cash flow* dalam bentuk *stock repurchase* daripada dalam bentuk dividen. *Stock repurchase* diyakini memiliki kemampuan lebih dalam meningkatkan laba di masa depan (*earning per share*) terkait dengan berkurangnya jumlah saham yang beredar.

Penelitian yang dilakukan oleh Benartzi et.al. didukung oleh Savov dan Weber (2006) yang menggunakan sampel perusahaan-perusahaan di Jerman. Savov dan Weber menyimpulkan bahwa peningkatan pembayaran dividen tidak memberikan sinyal yang lebih informatif mengenai kinerja operasi pada *year+1* dan *year+2* dibandingkan dengan kinerja *year=0* dan *year-1*. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pendapatan perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen justru menurun pada *year=0* dan *year+1*. Selain itu Savov (2006) juga menemukan bukti adanya hubungan yang negatif antara penurunan pembayaran dividen dengan *future stock return*, sedangkan untuk perusahaan yang tidak mengubah tingkat pembayarannya mengalami *future stock return* yang positif dan relatif stabil.

Penelitian Penman (1983) memang tidak menunjukkan bahwa perubahan dividen mempengaruhi perubahan *future earning* secara signifikan. Namun, Penman menyatakan dalam memprediksi laba masa depan akan lebih akurat ketika memasukkan informasi dividen daripada tidak memasukkannya. Pendapat Penman ini dibenarkan melalui penelitian yang dilakukan oleh Ofer dan Siegel (1987) yang menemukan bukti empiris bahwa revisi prediksi laba masa depan yang dilakukan para analis keuangan berkorelasi positif dengan dividen.

Aharony dan Dotan (1994) menyatakan perubahan pada *cash dividend* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *future profitability*, di mana perusahaan yang meningkatkan (menurunkan) pembayaran dividennya akan memperoleh laba yang lebih besar (lebih kecil) pada periode berikutnya. Senada dengan hasil penelitian Aharony dan Dotan, Nissim dan Ziv (2002) berhasil membuktikan adanya hubungan yang positif antara perubahan *dividend per share* dengan *future profitability* perusahaan, yang diproksikan dengan *earning per share* (EPS), *return on assets* (ROA), dan *return on equity* (ROE). Hasil penelitiannya membuktikan bahwa perubahan *dividend per share* pada *year=0* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *future EPS*, *future ROA*, dan *future ROE* pada *year+1* dan *year+2*. Pengaruh ini semakin kuat ketika periode penelitian diperpanjang hingga *year+5*. Kesimpulan atas penelitian Nissim dan

Ziv ini mendukung *dividend signalling theory* yang menyatakan perubahan dividen memang memiliki kandungan informasi terhadap kinerja perusahaan di masa mendatang.

Senada dengan penelitian sebelumnya, Arnott dan Asness (2003) serta Zhou dan Ruland (2006) juga menemukan bukti empiris bahwa *dividend payout ratio* memiliki pengaruh yang positif terhadap *future earning growth* pada perusahaan yang terdaftar di S&P 500. Semakin tinggi *dividend payout ratio*, semakin tinggi *future earning growth* suatu perusahaan atau sebaliknya, semakin rendah *dividend payout ratio*, semakin rendah pula *earning growth* perusahaan tersebut. Hasil penelitian Zhou dan Ruland (2006) yang menggunakan sampel perusahaan yang *listed* di NYSE dan NASDAQ mendukung kesimpulan Arnott dan Asness bahwa *dividend payout ratio* memiliki pengaruh yang positif terhadap *future earning growth*.

Hasil penelitian mengenai pengaruh kebijakan dividen terhadap *future profitability* dengan menggunakan sampel perusahaan di Indonesia belum banyak dilakukan. Siahaan (2004, dalam Tarigan 2009) melakukan uji empiris untuk membuktikan adanya pengaruh perubahan *dividend per share* terhadap *profitability* di masa mendatang dan menyimpulkan terdapat pengaruh positif dan signifikan antara perubahan *dividend per share* pada *year=0* dengan *earning per share* pada *year=0* dan *year+1*, sedangkan pada *year+2* pengaruh perubahan *dividend per share* terhadap *future profitability* semakin melemah.

Nurmalia (2007) menguji apakah *dividend payout ratio*, informasi arus kas, dan informasi akrual dapat digunakan dalam memprediksi *future profitability* pada emiten yang bergerak di industri manufaktur pada periode 2001-2005. Hasil penelitiannya menunjukkan pengaruh yang signifikan antara *dividend payout ratio* dengan prediksi *future return on assets*. Hasil penelitian Nurmalia ini sejalan dengan apa yang dinyatakan oleh Penman bahwa memprediksi laba masa depan dengan memasukkan komponen dividen akan menghasilkan hasil yang lebih akurat daripada tidak memasukkan informasi tersebut. Namun, *dividend payout*

ratio ini berpengaruh negatif *return on assets*. Nurmalia menjelaskan pengaruh negatif ini mungkin berhubungan dengan adanya *trade-off* antara dana yang dialokasikan untuk pembayaran kepada pemegang saham dengan dana yang dialokasikan untuk kegiatan operasi dan kegiatan investasi dalam rangka meningkatkan laba di masa mendatang menjadi turun karena *operating cash inflow* yang diharapkan tidak terjadi. Selain itu, mungkin saja dividen bukan digunakan sebagai sinyal mengenai kinerja perusahaan di masa depan, tetapi hanya digunakan perusahaan untuk menarik aliran modal yang lebih besar lagi dari para investor.

Senada dengan penelitian sebelumnya, penelitian yang dilakukan oleh Tarigan (2009) juga menghasilkan kesimpulan bahwa perubahan kebijakan dividen yang diprosikan dengan perubahan *dividend per share* dan perubahan *dividend payout* pada *year=0* berpengaruh terhadap *earning growth* pada *year+1*. Hal ini membuktikan bahwa dividen memang dapat digunakan perusahaan sebagai *signalling devices* mengenai kinerja perusahaan di masa mendatang.

Berkebalikan dengan penelitian sebelumnya, penelitian yang dilakukan oleh Nurhayati (2006) tidak dapat membuktikan adanya kandungan informasi pada dividen terhadap kinerja perusahaan di masa mendatang. Nurhayati menyatakan bahwa perubahan dalam kebijakan dividen memiliki pengaruh yang lemah terhadap *future profitability*. Hasil pengujian empiris yang dilakukan oleh Nurhayati menghasilkan suatu kesimpulan bahwa perubahan *dividend per share* pada *year=0* memiliki pengaruh yang positif terhadap *future profitability* pada *year+1* dan *year+2*, tetapi tidak signifikan secara statistik.

2.6 Kerangka Pemikiran dan Pengembangan Hipotesis

2.6.1 Pengaruh Kebijakan Dividen dengan *Future Abnormal Return*

Ross, Westerfield, dan Jordan (2008: 8) menyatakan penciptaan nilai bagi pemegang saham merupakan tujuan utama dari perusahaan. Tujuan ini menuntut seluruh keputusan dan kebijakan yang dilakukan dalam perusahaan tidak merugikan pemegang saham. Berbagai hal dapat dilakukan untuk memastikan

tujuan penciptaan nilai dilakukan oleh perusahaan, di antaranya melalui peran pihak ketiga seperti pemegang saham. Salah satu cara untuk mengukur seberapa besar perusahaan menciptakan nilai ialah dengan melihat perkembangan harga saham di pasar modal (Mulyono, 2008).

Dividend signalling theory menyatakan adanya kandungan informasi mengenai prospek perusahaan di masa depan yang ingin disampaikan perusahaan kepada pemegang saham melalui pembayaran dividen. Arifin (2005: 116) menyebutkan apabila perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividennya, memberikan sinyal kepada para investor bahwa manajemen optimis bahwa laba di masa mendatang cukup untuk membiayai proyek investasinya dan mempertahankan *payout level* yang baru tersebut di masa mendatang. Perubahan dividen dikatakan memiliki kandungan informasi apabila memberikan *abnormal return* bagi para pemegang saham. Namun sebaliknya, pengumuman dividen dikatakan tidak memiliki kandungan informasi apabila tidak dapat memberikan *abnormal return* yang signifikan terhadap pasar.

Bagi investor yang mengutamakan pengembalian berupa *fixed income* berupa dividen, peningkatan pembayaran dividen tentunya lebih disukai karena investasinya tidak sia-sia dan ketika dividen tidak dibagikan atau tingkat pembayarannya diturunkan, tentunya akan mengecewakan investor dan pada akhirnya akan membuat keputusan untuk berinvestasi saham menjadi hal yang tidak menarik lagi untuk dilakukan.

Yoon dan Starks (1995) melakukan pengujian empiris mengenai pengaruh kebijakan dividen terhadap *future abnormal return*, di mana kebijakan dividen tersebut diprosikan dengan perubahan *dividend per share* dan *dividend yield* menghasilkan suatu kesimpulan bahwa perubahan *dividend per share* dan *dividend yield* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *future average cumulative abnormal return* setelah dikontrol dengan variabel kesempatan investasi dan ukuran perusahaan. Penelitian Yoon dan Starks ini didukung oleh Benartzi et.al. (1997) yang menyatakan bahwa peningkatan pembayaran dividen

diikuti oleh *abnormal return* yang positif hingga tiga tahun setelah perusahaan meningkatkan pembayaran dividen.

Berdasarkan teori dan penelitian sebelumnya, dikembangkan suatu hipotesis sebagai berikut:

H_1 : Perubahan *dividend per share* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *future abnormal return*

Selain dinyatakan dalam bentuk rupiah per lembar saham, kebijakan dividen juga menyangkut seberapa besar laba perusahaan yang dibagikan dalam bentuk dividen, apakah hanya sebagian atau seluruhnya yang akan dibagikan kepada para pemegang saham. Fama dan Blac (1968) menyatakan bahwa manajer sebenarnya memiliki target *dividend payout ratio*, dan pembayaran *dividend per share* dikaitkan dengan perkiraan laba yang akan diperoleh perusahaan di masa mendatang.

Terdapat dua pendapat yang berbeda mengenai respon pasar mengenai terhadap *dividend payout ratio* yang dimiliki perusahaan. Para investor yang menyukai pengembalian berupa dividen tentunya akan merespon positif peningkatan *dividend payout ratio* karena peningkatan *dividend payout ratio* menunjukkan preferensi perusahaan dalam mendistribusikan kasnya kepada pemegang saham, bukan untuk proyek dengan NPV yang negatif (Ditmar, 2000). Namun, para investor yang lebih menyukai laba yang diperoleh perusahaan disisihkan sebagai *retained earning* akan merespon negatif peningkatan *dividend payout ratio*. Menurut mereka, laba yang diperoleh perusahaan saat ini lebih baik disisihkan sebagai *retained earning* guna membiayai proyek investasi yang menguntungkan sehingga perusahaan akan memperoleh profit yang lebih besar lagi di masa depan (Megginson, 1997). Sementara Nurmalia (2007) menyatakan peningkatan *dividend payout ratio* biasanya direspon negatif oleh pemegang saham. Hal ini terkait dengan struktur kepemilikan di Indonesia yang terkonsentrasi di beberapa pihak. Sehingga peningkatan *dividend payout ratio* justru akan mengurangi saldo investasi para *share-blockholder*.

Disebabkan terdapat dua pandangan yang berbeda mengenai pengaruh *dividend payout ratio* terhadap *future abnormal return*, penulis tidak dapat memprediksi apakah pengaruh *dividend payout ratio* terhadap *future abnormal return* bernilai positif atau negatif sehingga hipotesis yang dikembangkan adalah sebagai berikut:

H_2 : *Dividend payout ratio* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *future abnormal return*

Untuk membuktikan *dividend signalling hypothesis*, Aharony dan Swary (1980) melakukan penelitian untuk mengetahui apakah perubahan *quarterly dividend* memberikan informasi yang lebih baik daripada informasi yang terkandung dalam *quarterly earning*. Hasil penelitian yang dilakukan oleh mereka menghasilkan suatu kesimpulan tentang respon pasar atas peningkatan, penurunan, atau tidak berubahnya tingkat pembayaran dividen pada saat pengumuman *quarterly cash dividend*. Ketika pembayaran dividen ditingkatkan, harga saham pun meningkat. Ketika dividen tidak berubah, harga saham juga tidak mengalami perubahan yang berarti, dan ketika dividen diturunkan, harga saham mengalami penurunan yang relatif besar bila dibandingkan dengan perubahan harga saham pada saat terjadi peningkatan pembayaran dividen.

Senada dengan hasil penelitian sebelumnya, Yoon dan Starks (1995) menyatakan perusahaan yang meningkatkan atau tidak mengubah pembayaran dividennya akan mendapatkan *abnormal return* yang positif, sedangkan perusahaan yang menurunkan pembayaran dividennya akan memperoleh *abnormal return* yang negatif. Selain itu, mereka juga menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan *long-run average abnormal return* yang signifikan antara perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen dengan perusahaan yang tidak mengubah pembayaran dividennya. Hal ini disebabkan oleh kebijakan dalam menentukan berapa dividen per lembar saham yang harus dibayarkan kepada pemegang saham membutuhkan kehati-hatian. Ketika manajemen merasa bahwa laba di periode berikutnya akan meningkat, manajemen tidak lantas meresponnya dengan

peningkatan *dividend per share* pada periode saat ini. Hal tersebut dilakukan untuk menjaga kalau ekspektasinya salah.

Berdasarkan teori dan penelitian sebelumnya, dikembangkan hipotesis sebagai berikut :

- H₃ : Terdapat perbedaan *future abnormal return* yang signifikan antara perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen dengan perusahaan yang tidak melakukan perubahan pembayaran dividen
- H₄ : Terdapat perbedaan *future abnormal return* yang signifikan antara perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen dengan perusahaan yang menurunkan pembayaran dividen
- H₅ : Terdapat perbedaan *future abnormal return* yang signifikan antara perusahaan yang tidak melakukan perubahan pembayaran dividen dengan perusahaan yang menurunkan pembayaran dividen

2.6.2 Pengaruh Kebijakan Dividen dengan *Future Profitability*

Perusahaan yang memiliki kinerja yang bagus dapat menggunakan dividen sebagai *signalling devices* yang terpercaya dan sulit ditiru oleh perusahaan yang kinerjanya lemah karena dividen merupakan *signalling device* yang relatif mahal dan tidak memungkinkan perusahaan yang memiliki kinerja lemah menirunya. Hanya perusahaan yang memiliki kinerja yang bagus yang tetap dapat menghasilkan laba dan mendanai kegiatan investasinya walaupun membayar dividen yang cukup besar. Sedangkan, perusahaan yang memiliki kinerja yang lemah akan mengalami penurunan laba karena tidak dapat membiayai kegiatan investasinya jika terus-menerus membayar dividen. Oleh sebab itu, Penman (1983) menyatakan dalam memprediksi laba masa depan akan lebih akurat ketika memasukkan informasi dividen daripada tidak memasukkannya.

Ketika perusahaan membayarkan dividen untuk pertama kalinya, investor dapat menginterpretasikan bahwa saat ini manajer yakin bahwa profitabilitas perusahaan tidak hanya cukup untuk mendanai kegiatan investasinya, tetapi apat juga untuk membayarkan dividen. Karena investor dan manajer memahami sekali dividen

dibayarkan, akan menganggap inisiasi dividen tersebut sebagai keyakinan manajemen bahwa laba perusahaan yang akan datang cukup untuk mendanai kegiatan investasi yang dimiliki juga (Ross, Wasterfield, dan Jaffe, 2008: 603). Ketika manajemen memutuskan untuk meningkatkan pembayaran dividen, manajer akan termotivasi untuk meningkatkan laba perusahaan agar dapat menarik minat investor untuk menanamkan modalnya.

Namun, ada atau tidaknya kandungan informasi atas perubahan dividen mengenai laba masa depan masih menjadi perdebatan hingga kini. Pihak yang mendukung *dividend signalling theory* menyatakan perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividennya, memberikan sinyal bahwa manajemen optimis bahwa laba di masa mendatang cukup untuk membiayai proyek investasinya dan dapat mempertahankan pembayaran dividen pada *payout level* yang baru (Arifin 2005: 116). Nissim dan Ziv (2001) serta Lukose dan Rao (2004) membuktikan bahwa perubahan *dividend per share* pada *year=0* memiliki pengaruh yang positif terhadap *future EPS*, *future ROA*, dan *future ROE* pada *year+1* hingga *year+5*. Sementara itu, pihak yang tidak mendukung *dividend signalling theory* menyatakan memang terdapat hubungan positif antara perubahan *dividend per share* dengan *future profitability*, tetapi tidak signifikan karena banyak faktor yang menentukan laba perusahaan. Hasil penelitian Bernatzi et.al. (2003) dan Savov (2006) menyatakan perubahan *dividend per share* memiliki kandungan informasi yang lemah terhadap *future profitability*. Mereka menemukan bukti empiris bahwa perubahan pembayaran dividen berkorelasi negatif dengan *future profitability*. Selain itu, cara mendistribusikan *excess cash flow*, tidak hanya dalam bentuk dividen, tetapi bisa juga dalam bentuk *repurchase*. Pihak yang tidak mendukung *dividend signalling theory* menyatakan *stock repurchase* lebih efektif dalam meningkatkan laba per lembar saham terkait dengan berkurangnya jumlah saham yang beredar (Fama dan French, 2000).

Disebabkan terdapat dua pandangan yang berbeda mengenai pengaruh perubahan *dividend per share* terhadap *future profitability*, penulis tidak memiliki dapat memprediksi apakah pengaruh perubahan *dividend per share* terhadap *future*

profitability bernilai positif atau negatif sehingga hipotesis yang dikembangkan adalah sebagai berikut:

H₆ : Perubahan *dividen per share* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *future profitability*

Selain dinyatakan dalam bentuk rupiah per lembar saham, kebijakan dividen juga menyangkut seberapa besar laba perusahaan yang dibagikan dalam bentuk dividen, apakah hanya sebagian atau seluruhnya yang akan dibagikan kepada para pemegang saham. Fama dan Blacomin (1968) menyatakan bahwa manajer sebenarnya memiliki target *dividend payout ratio* dan pembayaran *dividend per share* dikaitkan dengan perkiraan laba yang akan diperoleh perusahaan di masa mendatang.

Arnott dan Asness (2003) serta Zhou dan Ruland (2006) menemukan bukti empiris bahwa *dividend payout ratio* memiliki pengaruh yang positif terhadap *future earning growth*, semakin tinggi *dividend payout ratio*, semakin tinggi pula *future earning growth*. Sementara itu, Nuri (2008) dan Tarigan (2009) menyatakan perubahan *dividend payout ratio* justru memiliki pengaruh negatif terhadap *future earning growth* karena sebelum *dividend payout ratio* meningkat, laba telah dulu meningkat sehingga pengaruhnya terhadap laba masa depan adalah negatif. Di sisi lain, Nurmalia (2007) menyatakan pengaruh negatif ini disebabkan dividen bukan digunakan sebagai sinyal mengenai kinerja keuangan perusahaan di masa depan, tetapi hanya digunakan perusahaan untuk menarik aliran modal yang lebih besar lagi dari para investor. Senada dengan Nurmalia, Zhou dan Ruland juga menyatakan hanya perusahaan yang benar-benar memiliki performa yang bagus yang tetap dapat memperoleh laba yang tinggi dan mampu membiayai kegiatan investasinya walaupun perusahaan terus-menerus membayar dividen. Hasil pengujian empiris pada umumnya menunjukkan *dividend payout ratio* memiliki pengaruh negatif terhadap *future earning*. Hal ini disebabkan tidak dibedakannya sampel yang digunakan menjadi perusahaan yang memiliki kinerja yang bagus dan perusahaan yang memiliki kinerja buruk karena pada perusahaan yang memiliki kinerja buruk, dividen hanya digunakan sebagai alat untuk menarik

para investor yang menyukai *payout level* yang tinggi bukan sebagai *signalling device* mengenai kinerja masa depan.

Disebabkan terdapat dua pandangan yang berbeda mengenai pengaruh *dividend payout ratio* terhadap *future profitability*, penulis tidak dapat memprediksi apakah pengaruh perubahan *dividend payout ratio* terhadap *future profitability* bernilai positif atau negatif sehingga hipotesis yang dikembangkan adalah sebagai berikut:

H₇ : *Dividend payout ratio* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *future profitability*

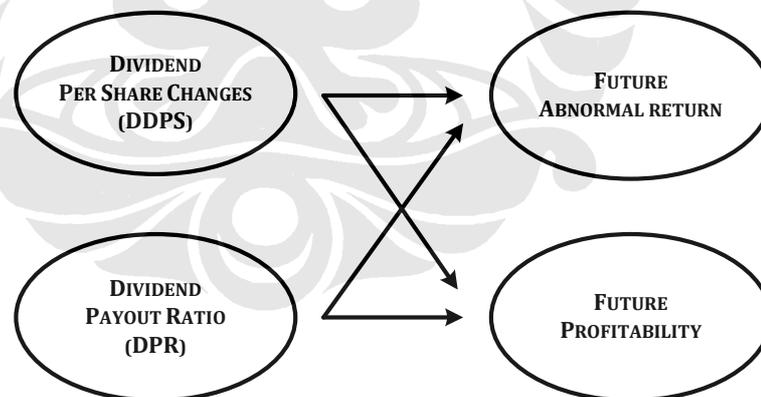
Berdasarkan *dividend signalling hypothesis*, perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividennya diduga akan memperoleh laba yang jauh lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tidak mengubah pembayaran dividennya atau perusahaan yang menurunkan pembayaran dividennya karena dividen digunakan sebagai *signalling device* oleh manajemen mengenai ekspektasi mengenai laba masa depan. Aharony dan Dotan (1994) menyatakan perusahaan yang meningkatkan (menurunkan) dividennya pada *year=0* akan memperoleh laba yang positif (negatif) pada periode berikutnya. Hasil pengujian empiris yang dilakukan oleh Lukose dan Rao (2004) juga membuktikan bahwa kebijakan dividen itu relevan. Mereka menyatakan perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen atau tidak mengubah kebijakan pembayaran dividennya menghasilkan laba yang lebih tinggi dibandingkan dengan laba perusahaan yang menurunkan pembayaran dividennya. Sementara itu, Benartzi et.al. (1997) menemukan bukti empiris bahwa tidak ada perbedaan laba yang signifikan pada *year+1* dan *year+2* antara perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen dengan perusahaan yang menurunkan pembayaran dividennya.

Berdasarkan teori dan penelitian sebelumnya, dikembangkan suatu hipotesis sebagai berikut :

- H₈ : Terdapat perbedaan *future profitability* yang signifikan antara perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen dengan perusahaan yang tidak mengubah pembayaran dividen
- H₉ : Terdapat perbedaan *future profitability* yang signifikan antara perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen dengan yang menurunkan pembayaran dividen
- H₁₀ : Terdapat perbedaan *future profitability* yang signifikan antara perusahaan yang tidak mengubah pembayaran dividen dengan perusahaan yang menurunkan pembayaran dividen

Untuk menguji pengaruh kebijakan dividen yang diproksikan dengan perubahan *dividend per share* dan *dividend payout ratio* terhadap *future abnormal return* dan *future profitability*, penulis mengembangkan suatu kerangka model penelitian yang dapat dilihat dapat dilihat pada gambar 2.1.

Gambar 2.1
Kerangka Model Penelitian



Kerangka model pada gambar 2.1 dimaksudkan untuk menjawab tujuan penelitian yang terangkum dalam hipotesis yang telah dirumuskan sebelumnya, yaitu:

- a. Untuk menyelidiki pengaruh kebijakan dividen terhadap *future abnormal return*, di mana kebijakan dividen ini diproksikan dengan perubahan *dividend per share* (H_1) dan *dividend payout ratio* (H_6)
- b. Untuk menyelidiki pengaruh kebijakan dividen terhadap perubahan *future profitability*, di mana kebijakan dividen ini diproksikan dengan perubahan *dividend per share* (H_2) dan *dividend payout ratio* (H_7)

Selain kebijakan dividen yang diduga memiliki pengaruh terhadap *future abnormal return* dan *future profitability*, penulis menambahkan beberapa variabel kontrol untuk mengurangi bias terhadap hasil penelitian, yaitu *price to book value* sebagai proksi dari kesempatan investasi, *cash flow*, *debt to equity ratio*, dan *total assets* sebagai proksi dari ukuran perusahaan.

Kesempatan investasi yang diproksikan dengan *price to book value* (PBV) diduga memiliki pengaruh terhadap *future abnormal return* dan *future profitability*. Nilai PBV yang tinggi dapat diartikan bahwa pasar menghargai lebih tinggi daripada nilai buku ekuitasnya. Perusahaan yang sedang dalam tahap *growth*, biasanya memiliki nilai PBV yang cukup tinggi (Murhadi, 2008). Nilai PBV yang tinggi menunjukkan bahwa pasar percaya perusahaan memiliki prospek yang cerah di masa mendatang sehingga profit yang dihasilkan akan semakin meningkat. Selain itu, investor berharap bahwa manajemen dapat menciptakan nilai yang lebih tinggi dari aset yang ada (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008: 66) sehingga mempengaruhi harga saham.

Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kas memiliki pengaruh langsung terhadap kebijakan dividen karena pada umumnya dividen dibayar secara tunai. Perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi tentunya lebih disukai karena menunjukkan seberapa cepat aset yang dimiliki perusahaan dapat dikonversi menjadi kas. Selain itu, Sloan (1996) dan Nurmalia (2007) menyatakan arus kas memiliki relevansi dan persistensi yang lebih tinggi dibandingkan dengan laba akrual sehingga hasil prediksi atas *future abnormal return* dan *future profitability* akan lebih akurat jika memasukkan informasi mengenai arus kas.

Dalam mendanai kegiatan investasinya, perusahaan dapat menggunakan *internal financing (retained earning)* atau *external financing (equity atau debt)*. Penggunaan hutang menyebabkan perusahaan memiliki tanggung jawab yang lebih besar dalam menggunakan dana yang dipinjamkan oleh *debtholder* sehingga perusahaan hanya akan memilih investasi yang memiliki NPV positif dan berusaha keras dalam meningkatkan *future profitability* (Mulyono, 2008). Namun, penggunaan hutang yang terlalu tinggi seringkali direspon negatif oleh pasar karena penggunaan hutang yang terlalu besar dalam struktur modal semakin memperkecil kontrol pemegang saham terhadap aset perusahaan (Healy, Palepu, dan Bernard, 2004: 516).

Ukuran perusahaan menjelaskan efektivitas perusahaan dalam memanfaatkan sumber *working capital* yang berasal dari aset untuk memaksimalkan nilai perusahaan, selain itu ukuran perusahaan dapat mengeliminasi perbedaan karakteristik antara perusahaan kecil dan perusahaan besar. Ketika perusahaan berada dalam tahap *growth* menuju *mature*, total aset yang dimiliki perusahaan semakin besar sehingga semakin besar profit yang dapat dihasilkan di masa mendatang dari penggunaan aset tersebut sehingga mempengaruhi harga saham (Antony dan Ramesh, 2002).

Sementara itu, untuk menguji apakah terdapat perbedaan *future abnormal return* dan *future profitability* antara perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen dengan perusahaan yang tidak mengubah pembayaran dividen (H_3 dan H_7), antara perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen dengan perusahaan yang menurunkan pembayaran dividen (H_3 dan H_8), serta antara perusahaan yang tidak mengubah pembayaran dividen dengan perusahaan yang menurunkan pembayaran dividen (H_5 dan H_{10}), penulis akan menggunakan uji beda rerata yang akan dijelaskan lebih lanjut dalam metodologi penelitian.