

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Pengertian Dividen

Perusahaan yang sukses akan memperoleh pendapatan (*income*). Pendapatan tersebut dapat diinvestasikan ke dalam bentuk *operating asset*, diinvestasikan ke dalam bentuk sekuritas, digunakan untuk melunasi utang, ataupun didistribusikan kepada para pemegang saham. Pendapatan perusahaan yang didistribusikan kepada para pemegang saham inilah yang disebut sebagai dividen. Besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham dapat direpresentasikan oleh suatu rasio yang disebut sebagai *dividend payout ratio* yang merupakan persentase dari pendapatan setelah pajak yang berubah menjadi dividen. Besaran yang menyangkut dividen lainnya adalah *dividend per share* yaitu besarnya dividen untuk tiap-tiap lembar saham.

Pada praktiknya, dividen tidak selalu dibagikan dalam bentuk kas. Adapun bentuk-bentuk dividen lainnya adalah :

- a) Dividen saham (*stock dividen*), yaitu dividen yang dibagikan perusahaan dalam bentuk saham perusahaan sehingga jumlah saham perusahaan menjadi bertambah. Namun demikian arus kas perusahaan tidak terganggu karena perusahaan tidak perlu mengeluarkan kas.
- b) Dividen properti (*property dividen*), yaitu dividen yang dibagikan dalam bentuk aktiva lain selain kas atau saham, misalnya aktiva tetap dan surat-surat berharga.
- c) Dividen likuidasi (*liquidating dividen*), yaitu dividen yang diberikan kepada pemegang saham sebagai akibat dilikuidasikannya perusahaan. Dividen

diperoleh dari selisih antara nilai realisasi aset perusahaan dikurangi dengan semua kewajibannya.

2.2 Kebijakan Dividen

Kebijakan mengenai dividen mengacu kepada pilihan perusahaan apakah akan membagikan dividen dalam bentuk kas ataupun dalam bentuk lainnya, berapa besaran dividen yang akan dibagikan, dan seberapa sering dividen akan dibagikan. Kebijakan dividen perusahaan dapat berubah-ubah sepanjang waktu sesuai dengan pertimbangan perusahaan pada waktu itu dan berbeda antar satu perusahaan dengan perusahaan lainnya. Dalam melaksanakan kebijakan dividennya, perusahaan dapat menggunakan satu dari alternatif kebijakan dividen mengenai pola pembayaran dividen berikut.

a) Rasio pembayaran dividen konstan

Dalam kebijakan ini, *dividend payout ratio* yang ditetapkan perusahaan konstan dari tahun ke tahun. Akan tetapi, walaupun *dividend payout ratio* konstan, jumlah nominal dividen per saham akan berfluktuasi sesuai dengan variasi pendapatan setelah pajak perusahaan.

b) Dividen per saham konstan

Kebijakan ini merupakan kebalikan dari kebijakan rasio pembayaran dividen konstan. Dalam kebijakan ini, perusahaan menetapkan besaran dividen per saham yang konstan dari tahun ke tahun. Jadi, walaupun pendapatan setelah pajak perusahaan mengalami fluktuasi dari tahun ke tahun, akan tetapi besarnya dividen per saham yang dibagikan perusahaan akan tetap sama.

c) Dividen kecil dan teratur plus ekstra akhir

Dalam kebijakan ini, perusahaan membagikan dividen yang kecil untuk tiap lembar sahamnya secara teratur. Apabila nantinya pada akhir tahun laba perusahaan mengalami peningkatan maka terdapat ekstra dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham.

2.3 Prosedur Pembagian Dividen

Pembagian dividen ditentukan oleh dewan direksi perusahaan melalui Rapat Umum Pemegang Saham. Berikut ini adalah prosedur yang umum digunakan perusahaan saat pembagian dividen (Ross et al., 2005).

1. *Declaration Date*

Tanggal pengumuman resmi keputusan pembagian dividen yang diambil pada saat Rapat Umum Pemegang Saham

2. *Cum Dividend Date*

Tanggal dimana seluruh pemegang saham perusahaan sampai batas tanggal tersebut berhak mendapatkan dividen

3. *Date of Record*

Tanggal pencatatan pemegang saham perusahaan yang berhak mendapatkan dividen

4. *Ex Dividen Date*

Tanggal dimana pemegang saham tidak lagi berhak mendapatkan dividen

5. *Date of Payment*

Tanggal pembayaran dividen kepada mereka yang berhak

Setiap tahapan memiliki durasi yang berbeda-beda antara satu perusahaan dengan perusahaan lainnya. Hal ini tergantung kepada kebijakan masing-masing perusahaan yang diputuskan pada saat Rapat Umum Pemegang Saham.

2.3 Teori – Teori Mengenai Kebijakan Dividen

Black (1976) menyatakan bahwa, “*the harder we look at the dividends picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that just do not fit together*”. Pernyataan tersebut menunjukkan bahwa permasalahan mengenai dividen masih menyerupai *puzzle* yang belum terpecahkan. Hal ini juga terkait dengan preferensi

investor terhadap dividend dan *capital gain*. *Capital gain* yaitu imbal hasil yang diterima investor karena adanya perbedaan harga saham dimana harga jual saham sekarang lebih tinggi dibandingkan harga saham pada saat pembelian. Beberapa teori kebijakan dividen mencoba menjelaskan permasalahan mengenai dividen. Teori-teori tersebut adalah *Dividend Irrelevance Theory*, *The Bird-in-the-Hand Theory*, *Signaling Theory*, *Residual Theory*, *Clientele Effect Theory*, *Agency Theory*, dan *Expectation Theory*.

2.3.1 Dividend Irrelevance Theory

Teori ini dikemukakan oleh Merton Miller dan Franco Modigliani (1961). Miller dan Modigliani menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak dapat mempengaruhi nilai perusahaan, dimana menurut Miller dan Modigliani nilai perusahaan hanya ditentukan oleh profitabilitas asset perusahaan dan kompetensi manajemen perusahaan. Dalam merumuskan teori ini, Miller dan Modigliani mengasumsikan suatu pasar yang sempurna, investor bersifat rasional, dan adanya kepastian yang sempurna (*perfect certainty*). Asumsi-asumsi tersebut menjadikan suatu pasar dengan kondisi-kondisi sebagai berikut.

- a) Tidak ada pihak yang dapat mempengaruhi harga.
- b) Adanya informasi yang simetri untuk semua pihak.
- c) Tidak ada biaya transaksi seperti biaya komisi ataupun biaya transfer.
- d) Tidak ada perbedaan pajak antara dividen dengan *capital gain* ataupun antara profit yang didistribusikan dengan profit yang tidak didistribusikan.
- e) Investor menginginkan lebih banyak kekayaan dibandingkan sedikit kekayaan.
- f) Investor bersifat *indifferent* antara dividend dan *capital gain*.
- g) Setiap investor memiliki kepastian investasi di masa depan dan atas profit perusahaan di masa depan.

- h) Dengan adanya kepastian tersebut, seluruh perusahaan hanya mengeluarkan satu jenis sekuritas, yaitu *common stock*.

Apabila asumsi-asumsi tersebut terpenuhi, maka tidak ada pengaruh antara dividen dengan nilai saham perusahaan. Bagi investor, akan sama saja nilainya apabila investor menerima dividen ataupun memperoleh keuntungan melalui *capital gain* karena pembayaran dividen dan kenaikan harga saham memberikan arus kas yang sama besarnya bagi investor. Namun, tidak realistisnya beberapa asumsi yang digunakan oleh Miller dan Modigliani menyebabkan teori ini tidak disetujui oleh beberapa ahli keuangan.

2.3.2 The Bird-in-the-Hand Theory

Teori ini menyatakan bahwa dividen memiliki tingkat kepastian yang lebih tinggi dibandingkan *capital gain*. Menurut teori ini, investor lebih memilih dividen yang sudah pasti jumlah nominalnya daripada mengharapkan adanya *capital gain* yang masih mungkin berfluktuasi.

Karena tingkat kepastian dividen yang lebih tinggi dibandingkan *capital gain*, maka investor akan cenderung membeli saham-saham yang membagikan dividen. Semakin tinggi dividen yang dibagikan maka semakin tinggi minat investor terhadap saham. Tingginya minat investor terhadap saham tersebut akan menyebabkan meningkatnya harga saham. Akibatnya, harga saham akan ditentukan oleh besarnya dividen yang dibagikan.

2.3.3 Signaling Theory

Teori ini menyatakan bahwa terdapat ketidaksimetrisan informasi yang terjadi antara manajer dan investor. Menurut William L. Megginson, *corporate insiders* (manajer) secara umum mempunyai informasi yang lebih baik mengenai aktivitas perusahaan yang sekarang dan prospek perusahaan di masa depan. Oleh karena itu,

Universitas Indonesia

dividen dapat menjadi penyampai informasi mengenai kinerja keuangan perusahaan dari manajer kepada investor.

Menurut teori ini, apabila perusahaan mengumumkan dividen yang lebih tinggi daripada yang diantisipasi pasar, hal ini akan diinterpretasikan sebagai sinyal bahwa perusahaan memiliki prospek kinerja keuangan di masa depan yang lebih cerah daripada yang diekspektasikan. Brickley (1983), Healy dan Palepu (1988), dan Aharony dan Dotan (1994) membuktikan bahwa peningkatan dividen menyebabkan peningkatan pendapatan perusahaan di masa mendatang. Dengan adanya sinyal baik seperti ini, investor akan membeli saham perusahaan tersebut sehingga harga sahamnya naik.

Sebaliknya, jika perusahaan mengumumkan dividen yang lebih rendah daripada yang diharapkan maka hal ini akan diinterpretasikan sebagai sinyal buruk. Miller dan Modigliani (1961) menyatakan bahwa penurunan dividen dapat mengindikasikan bahwa pendapatan perusahaan di masa mendatang akan mengecewakan. Hal ini akan mengakibatkan investor menjual saham yang mereka miliki sehingga menyebabkan turunnya harga saham perusahaan.

2.3.4 Residual Theory

Menurut teori ini, pembayaran dividen dilakukan jika perusahaan memiliki dana sisa setelah membiayai investasi-investasi yang memiliki Net Present Value positif dengan menggunakan pendapatan perusahaan yang ditahan (*retained earnings*). Dengan kata lain, pembayaran dividen merupakan prioritas terakhir perusahaan. Apabila perusahaan tidak memiliki dana sisa, maka tidak ada pembayaran dividen yang dilakukan.

Keputusan pembiayaan investasi dengan menggunakan pendanaan internal, yaitu dengan menggunakan pendapatan yang ditahan lebih disukai perusahaan dibandingkan dengan pembiayaan eksternal karena biaya yang dikeluarkan akan lebih murah. Oleh karena itu, perusahaan akan cenderung membiayai proyek-proyek investasi dengan menggunakan pendapatan ditahan. Sehingga, selama masih ada investasi yang dapat dibiayai maka dividen yang akan dibayarkan perusahaan akan semakin sedikit tergantung kepada sisa dana internal yang ada.

Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan cepat cenderung jarang membayarkan dividen dan memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih rendah dibandingkan perusahaan yang pertumbuhannya sudah lambat karena ukurannya sudah besar. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan menahan pendapatannya untuk membiayai proyek-proyek investasi yang layak sehingga rasio pembayaran dividennya kecil. Sedangkan perusahaan yang sudah besar tidak terlalu banyak lagi membiayai proyek-proyek investasi sehingga lebih banyak menggunakan pendapatannya untuk membayarkan dividen.

2.3.5 Clientele Effect Theory

Menurut teori ini, kebijakan dividen ditujukan untuk memenuhi kebutuhan segmen investor tertentu. Perusahaan akan menetapkan kebijakan dividen untuk memenuhi kebutuhan segmen investor tertentu karena setiap investor memiliki preferensi tersendiri terhadap imbal hasil yang mereka peroleh.

Perusahaan yang memiliki rasio pembayaran dividen yang tinggi akan menarik investor yang lebih menyukai imbal hasil dalam bentuk kas yang pasti jumlah nominalnya. Sedangkan investor yang ingin menghindari pajak dan lebih menyukai imbal hasil dalam bentuk capital gain akan memilih perusahaan yang

sahamnya mengalami kenaikan harga. Jadi, perusahaan memiliki kebijakan dividen tertentu untuk investor tertentu.

2.3.6 Agency Theory

Masalah keagenan merupakan isu penting dalam bidang keuangan. Masalah keagenan terjadi karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer, pemilik perusahaan, dan investor. Masalah keagenan akan memunculkan biaya agensi yaitu biaya yang timbul akibat adanya perbedaan kepentingan tersebut. Menurut teori ini, dividen dapat dijadikan sebagai alat untuk meminimalisir biaya agensi.

Dengan adanya pembayaran dividen, maka manajer harus mengeluarkan saham baru ataupun menggunakan utang baru untuk membiayai investasi. Hal ini menyebabkan manajer harus mengelola perusahaan dengan lebih baik karena investor menginginkan imbal hasil yang baik atas investasi yang dilakukan perusahaan. Di samping itu, dengan adanya investor yang lebih banyak dan adanya kreditur baru maka pengawasan atas kinerja perusahaan akan menjadi lebih ketat sehingga masalah keagenan dapat diminimalisir.

2.3.7 Expectation Theory

Teori ini menyatakan bahwa para pemegang saham memiliki harapan masing-masing terhadap besarnya dividen yang akan dibayarkan perusahaan. Harapan atas besarnya dividen yang akan dibayarkan dapat dipengaruhi oleh faktor-faktor internal perusahaan seperti besarnya dividen tahun lalu, keputusan investasi perusahaan, dan pendapatan perusahaan tahun ini. Harapan pemegang saham juga dapat dipengaruhi oleh faktor-faktor eksternal seperti kondisi perekonomian dan politik negara.

Pada saat dividen diumumkan dan dibagikan, maka pemegang saham akan membandingkan keadaan aktual dengan harapan mereka. Hal ini akan mempengaruhi harga saham perusahaan. Apabila dividen aktual ternyata relatif sama dengan harapan

Universitas Indonesia

pemegang saham maka harga saham tidak terpengaruh. Sebaliknya, apabila terdapat perbedaan yang cukup besar antara dividen aktual dengan harapan pemegang saham, maka harga saham akan terpengaruh secara signifikan. Jadi, sebaiknya perusahaan bersikap sangat hati-hati dalam menentukan besaran dividen yang akan dibayarkan.

2.4 Teori Stakeholder

Teori ini pada awalnya muncul karena adanya perkembangan kesadaran dan pemahaman bahwa perusahaan memiliki *stakeholder*, yaitu pihak-pihak yang berkepentingan dengan perusahaan. Ide bahwa perusahaan memiliki *stakeholder* ini kemudian menjadi hal yang banyak dibicarakan dalam literatur-literatur manajemen baik akademis maupun profesional. Studi yang pertama kali mengemukakan mengenai stakeholder adalah *Strategic Management: A Stakeholder Approach* oleh Freeman (1984). Sejak itu banyak sekali studi yang membahas mengenai konsep *stakeholder*.

Teori *stakeholder* menyatakan bahwa perusahaan memiliki pihak-pihak yang memiliki kepentingan terhadap perusahaan. Pihak-pihak ini dapat meliputi investor dan pihak-pihak non investor seperti pelanggan, karyawan, pemasok, masyarakat sekitar, dan pemerintah (Robbins dan Coulter, 2007). Menurut teori ini, perusahaan memiliki kontrak dengan *stakeholder*-nya. Dengan demikian, *stakeholder* memegang peranan penting dalam menentukan kesuksesan perusahaan. Salah satu faktor penting dalam teori stakeholder adalah adanya pembedaan antara *explicit* dan *implicit claim*. *Explicit claim* direfleksikan oleh garansi produk, kontrak harga, dan kontrak upah. Sedangkan *implicit claim* dapat menjadi terlalu ambigu untuk dituangkan ke dalam bentuk tertentu. Beberapa contoh dari *implicit claim* adalah kemampuan perusahaan untuk menyediakan layanan, mempekerjakan karyawan tanpa kontrak, dan melanjutkan sumber pasokan tanpa negosiasi baru. *Explicit* dan *implicit claim* dapat mempengaruhi tingkat pendapatan perusahaan. Akan tetapi *implicit claim* memiliki

risiko yang lebih tinggi bagi perusahaan apabila tidak dipenuhi dibandingkan *explicit claim*.

Cornell dan Shapiro (1987) menginvestigasi pengaruh teori stakeholder terhadap kebijakan investasi dan kebijakan dividen perusahaan. Menurut Cornell dan Shapiro tidak hanya *investor stakeholder* yang mempengaruhi kebijakan investasi dan kebijakan dividen perusahaan akan tetapi *non-investor stakeholder* (pelanggan, karyawan, pemasok, distributor, dan perusahaan lain) juga berperan dalam penentuan kebijakan tersebut. Non-investor stakeholder mempengaruhi kebijakan investasi dan dividen perusahaan melalui *implicit claim*. *Implicit claim* dapat mempengaruhi tingkat pendapatan operasi bersih perusahaan yang tentunya menentukan bagaimana kebijakan investasi dan dividen perusahaan.

Kemampuan perusahaan untuk memenuhi *implicit claim*-nya tidak lepas dari peranan fungsi bisnis lain dari perusahaan seperti fungsi pemasaran, logistik dan disain organisasi. Dengan demikian, teori stakeholder melalui *implicit claim* juga menghubungkan antara fungsi keuangan perusahaan dengan fungsi-fungsi lain dalam perusahaan.

2.5 Penelitian – Penelitian Sebelumnya

Beberapa penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi dividen telah dilakukan oleh para ahli keuangan sejak dulu. Beberapa faktor yang telah teridentifikasi dapat mempengaruhi *dividend payout ratio* meliputi profitabilitas, risiko, arus kas, biaya agensi, dan pertumbuhan (Higgins, 1981; Rozeff, 1982; Lloyd et al., 1985; Pruitt dan Gitman, 1991; Jensen et al., 1992; Alli et al., 1993; Collins et al., 1996; D'Souza, 1999).

Profit telah lama menjadi indikator kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Pruitt dan Gitman (1991) dalam studinya menunjukkan bahwa profit

perusahaan di masa sekarang dan di masa lalu merupakan faktor penting yang mempengaruhi pembayaran dividen. Baker et al. (1985) juga menemukan bahwa faktor penentu utama pembayaran dividen adalah pendapatan perusahaan di masa mendatang.

Pruitt dan Gitman (1991) juga menemukan bahwa risiko, yang didefinisikan sebagai variabilitas pendapatan dari tahun ke tahun merupakan faktor penentu kebijakan dividen perusahaan. Perusahaan yang memiliki pendapatan yang relatif stabil biasanya dapat memprediksi bagaimana pendapatan perusahaan di masa mendatang sehingga perusahaan cenderung memiliki *dividend payout ratio* yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki pendapatan yang berfluktuasi. Di dalam studi yang lain yang dikemukakan oleh Rozeff (1982), Llyod et al. (1985), dan Collins et al. (1996) menggunakan nilai beta perusahaan sebagai indikator risiko pasar perusahaan. Mereka menemukan hubungan yang signifikan dan negatif antara beta dan *dividend payout*. Mereka menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki risiko pasar yang lebih tinggi akan membayar dividen yang rendah.

Alli et al. (1993) dalam studinya menunjukkan bahwa pembayaran dividen lebih bergantung kepada arus kas perusahaan yang merefleksikan kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividen dibandingkan. Alli et al. berpendapat bahwa pendapatan perusahaan kurang mampu merefleksikan kemampuan perusahaan untuk membayarkan dividen karena besarnya pendapatan lebih dipengaruhi oleh praktik-praktik perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan *agency theory* dalam penjelasannya mengenai *dividend payout*. Mereka menunjukkan bahwa biaya agensi akan meningkat apabila manajer hanya mementingkan kepentingan sendiri daripada memenuhi kepentingan pemegang saham. Easterbrook (1984) menyatakan bahwa dividen dapat bertindak sebagai alat untuk memonitor dan bertindak sebagai *bonding mechanism*. Rozeff (1982) memperlihatkan hubungan yang negatif antara *dividend*

Universitas Indonesia

payout dengan *insider holding* yang didukung oleh Jensen et al. (1992) dan Collins et al. (1996).

Green et al. (1993) mempelajari hubungan antara keputusan pembiayaan dan investasi dengan kebijakan dividen perusahaan. Studi mereka menunjukkan bahwa tingkat dividen yang dibayarkan tidak sepenuhnya ditentukan setelah pembiayaan investasi yang dilakukan oleh perusahaan. Menurut Green et al., keputusan dividen diambil bersamaan dengan keputusan investasi dan pembiayaan. Penemuan mereka tentunya bertentangan dengan pendapat Miller dan Modigliani (1961). Partington (1983) juga menunjukkan bahwa target *dividend payout ratio*, motif perusahaan membayarkan dividen, dan situasi yang menentukan pembayaran dividen bersifat independen terhadap kebijakan investasi perusahaan.

Higgins (1981) mengindikasikan adanya hubungan langsung antara pertumbuhan perusahaan dengan kebutuhan pembiayaan perusahaan. Perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi membutuhkan pembiayaan eksternal karena modal kerja yang dibutuhkan biasanya melebihi tambahan arus kas dari penjualan yang baru. Higgins menyatakan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara *dividend payout ratio* dengan kebutuhan pendanaan perusahaan untuk membiayai kesempatan pertumbuhan.

Dalam penelitian ini, faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen didasarkan kepada penelitian Holder, Langrerh, dan Hexter (1998) yang mempelajari mengenai faktor-faktor penentu kebijakan dividen yang dipengaruhi oleh Teori Stakeholder. Adapun faktor-faktor tersebut adalah :

- 1) Net organizational capital yang ditunjukkan oleh pendekatan *focus of the firm*
- 2) Ukuran perusahaan yang menggunakan pendekatan tingkat penjualan perusahaan

- 3) Biaya agensi yang ditunjukkan oleh jumlah pemegang saham biasa dan arus kas bebas perusahaan
- 4) Biaya transaksi yang ditunjukkan oleh tingkat pertumbuhan penjualan

Dalam penelitian oleh Holder et al. tersebut, diperoleh hasil bahwa semua faktor di atas secara signifikan mempengaruhi *dividend payout ratio*. Net organizational capital dan biaya transaksi memiliki hubungan yang negatif dengan *dividend payout ratio* sedangkan ukuran perusahaan dan biaya agensi memiliki hubungan yang positif dengan *dividend payout ratio*.

