

## **BAB II**

### **LANDASAN TEORI**

#### **2.1 Pengertian Dividen**

Menurut Thombos Sitanggang (2007), dividen adalah bagian dari laba bersih perusahaan yang dibagikan untuk pemegang saham perusahaan. Sementara kebijakan dividen, menurut Emery (2004) dapat disederhanakan sebagai *payout ratio*, rasio yang menggambarkan kas dividen sebagai proporsi dari pendapatan. *Payout Ratio* perusahaan pada umumnya bervariasi pada waktu. Contohnya, perusahaan kecil dan tumbuh dengan cepat menyimpan seluruh pendapatannya untuk membantu membiayai pertumbuhannya. Seiring dengan matangnya perusahaan, *dividend* yang dibayarkan cenderung meningkatkan proporsi pendapatan yang dibayarkan dalam bentuk dividen.

#### **2.2 Cara Pembayaran Dividen**

Dividen harus dideklarasikan oleh *board of directors* perusahaan. Pada saat direksi mengumumkan dividen, tanggal tersebut disebut *record date*. Masing-masing pemegang saham akan menerima cek dengan tanggal pembayaran untuk dividen yang diumumkan pada saham yang dimiliki. Perdagangan saham harus diselesaikan tiga hari setelah transaksi. Konsekuensinya, mayoritas perdagangan saham dan *dealer* sekuritas menerbitkan *ex-dividend date*, yaitu dua hari kerja setelah tanggal pencatatan. Pada tanggal tersebut, saham mulai diperdagangkan dengan *ex-dividen*, yaitu tanpa hak dividen.

Para pemegang saham harus memperhatikan tanggal-tanggal penting yang berkaitan dengan pembagian dividen

- Tanggal pengumuman adalah tanggal pada saat pembayaran dividen diumumkan oleh perusahaan.
- Tanggal *ex-dividend* adalah tanggal dimana pembeli saham sebelum tanggal tersebut berhak atas dividen.
- Tanggal pencatatan adalah tanggal dimana semua pemegang saham yang terdaftar pada tanggal tersebut berhak atas dividen.
- Dividen dibayarkan pada tanggal pembayaran kepada semua pemegang saham yang berhak menurut catatan yang dibuat pada tanggal pencatatan.

### 2.3 Jenis Dividen

- Dividen tunai (*cash dividen*), yaitu dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk uang cash.
- Dividen saham (*stock dividen*), yaitu dividen yang dibagikan perusahaan dalam bentuk saham perusahaan sehingga jumlah saham perusahaan menjadi bertambah. Namun demikian *cash flow* perusahaan tidak terganggu karena perusahaan tidak perlu mengeluarkan uang kas.
- Dividen property (*property dividen*), yaitu dividen yang dibagikan dalam bentuk aktiva lain selain kas atau saham, misalnya aktiva tetap dan surat-surat berharga.
- 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.

## 2.4 Kebijakan Dividen

### 2.4.1 Pengertian Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah kebijakan yang diambil perusahaan dalam menentukan besarnya porsi dari laba untuk dibagikan kepada pemegang sahamnya. Dalam arti sederhana, *dividend policy* adalah *payout ratio*, rasio pembayaran dividen pada *earning*. *Payout ratio* perusahaan berbeda-beda sepanjang waktu. Contohnya, perusahaan kecil dan sedang tumbuh dengan cepat mempunyai kemungkinan untuk menyimpan seluruh *earning*-nya untuk beberapa tahun untuk membiayai pertumbuhannya, sementara perusahaan yang sudah *mature*, biasanya memulai untuk membayar dividen pada suatu waktu, dan kemudian pada titik tertentu perusahaan tersebut meningkatkan porsi dividen yang dibayarkan.

Menurut Miller dan Modigliani (1961), bila kebijakan investasi perusahaan tetap, pembayaran *cash dividend* tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan dalam pasar *frictionless*, dimana diasumsikan tidak ada pajak dan biaya transaksi. Karena biarpun perusahaan melakukan pembayaran dalam bentuk dividen, hal tersebut harus ditutupi dengan menjual *equity* baru.

Apabila perusahaan mempunyai kebijakan investasi yang tetap, pembayaran dari *cash dividend* tidak akan mempengaruhi *value* perusahaan, dalam *frictionless market*. Karena apabila perusahaan membayar dalam bentuk dividen, harus ditutupi dengan menerbitkan saham baru. Jika investasi perusahaan sama atau melebihi operating profit, maka jelas perusahaan harus menerbitkan saham baru jika ingin membayar dividen. Logika tersebut juga terjadi pada perusahaan yang profitnya melebihi investasi. Perusahaan bisa tetap membayar dividen yang diinginkan dan total *market valuation* tidak akan terpengaruhi.

## 2.4.2 Alternatif Kebijakan Dividen

Menurut Keown, Martin dan scott (2005), dibanding kebijakan dividen jangka panjang perusahaan, kebanyakan perusahaan memilih salah satu dari pola pembayaran tahun ke tahun:

### 1. *Constant dividend payout ratio*

Dalam kebijakan ini, persentase *earning* yang dibayarkan dalam bentuk dividen dipertahankan konstan. Walaupun *dividend-to-earning ratio* stabil, jumlah uang dari dividen secara natural berfluktuasi dari tahun ketahun tergantung dari variasi profit.

### 2. *Stable dollar dividend per share payout*

Kebijakan ini menjaga secara relative jumlah uang yang dibagikan melalui dividen adalah konstan. Peningkatan jumlah uang dalam dividen biasanya tidak terjadi sampai manajemen yakin jika tingkat dividen yang lebih tinggi bisa dijaga sampai masa depan. Manajemen juga tidak akan mengurangi jumlah uang dalam dividen sampai ada bukti yang secara jelas mengindikasikan bahwa kesinambungan pembayaran dividen dengan jumlah yang sekarang tidak dapat dilanjutkan.

### 3. *Small, regular dividend plus year-end extra dividend payout*

Perusahaan yang mengikuti kebijakan ini secara regular membayar jumlah yang kecil pada dividen dengan ditambah extra dividen pada akhir tahun dimana perusahaan mengalami peningkatan keuntungan. Extra dividen ini diumumkan pada akhir tahun fiskal, pada saat keuntungan perusahaan periode tersebut sudah bisa diestimasi. Tujuan manajemen adalah untuk menghindari konotasi dari dividen yang permanen.

### 2.4.3 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Perusahaan dalam Membagikan Dividen

Menurut Keown, Martin dan scott (2005), ada beberapa factor yang mempengaruhi kebijakan perusahaan dalam membagikan dividen :

#### 1. Hambatan Peraturan (*Legal restrictions*)

Peraturan tertentu dapat membatasi pembagian dividen. Peraturan ini termasuk dalam dua kategori, pertama adalah peraturan yang mencegah perusahaan dalam membayar dividen. Umumnya perusahaan tidak membayar dividen jika kewajiban perusahaan melebihi asetnya, jika jumlah dividennya melebihi akumulasi profit, dan jika dividen yang dibayarkan dari modal yang diinvestasikan dalam perusahaan. Kedua, adalah peraturan yang unik bagi masing-masing perusahaan, yaitu peraturan yang dikenakan karena adanya pembatasan dalam hutang dan kontrak saham preferred. Contohnya adalah peraturan yang melarang manajemen untuk membagikan dividen sampai hutang terbayarkan atau perusahaan harus menjaga *working capital* pada tingkat tertentu.

#### 2. Posisi Likuiditas (*Liquidity Position*)

Kontras dengan opini pada umumnya, fakta bahwa perusahaan menunjukkan *retained earning* di *balance sheet* tidak mengindikasikan tersedianya kas untuk membayar dividen. Posisi likuid aset termasuk kas perusahaan, pada dasarnya terpisah dari akun *retained earnings*. Secara historis, perusahaan dengan ukuran *retained earning* yang cukup telah berhasil menghasilkan kas dari operasi. Dana ini dapat digunakan untuk re-investasi dalam jangka waktu yang pendek atau digunakan untuk membayar hutang yang jatuh tempo. Sebuah perusahaan secara ekstrem dapat menghasilkan profit, namun tetap tidak memiliki kas yang baik.

Karena dividen dibayar dengan kas, perusahaan harus mempunyai kas yang cukup untuk membayar dividen.

3. Ketiadaan atau Kurangnya Sumber Lain Pembiayaan (*Absence or Lack of Other Source of Financing*)

Sebuah perusahaan dapat menyimpan keuntungan untuk kepentingan investasi atau membayar dividen atau menerbitkan hutang atau saham untuk membiayai investasi.

Bagi beberapa perusahaan kecil membayar dividen atau menerbitkan hutang atau saham untuk membiayai investasi tidak realistis. Perusahaan-perusahaan tersebut tidak mempunyai akses ke pasar modal, oleh karena itu perusahaan tersebut harus mengandalkan dana internal. Konsekuensinya, *dividend payout ratio* secara umum jauh lebih rendah untuk perusahaan kecil atau perusahaan yang baru berdiri.

4. Kemampuan Perusahaan Memprediksi Pendapatan (*Earning Predictability*)

*Dividend Payout Ratio* Perusahaan tergantung pada kemampuan perusahaan untuk memprediksi profit untuk beberapa waktu tertentu. Jika pendapatan Sangat berfluktuasi, maka manajemen tidak dapat mengandalkan dana internal untuk membiayai kebutuhan dana masa depan. Jika terjadi *profit*, maka perusahaan akan menahan dana yang cukup banyak dalam rangka berjaga-jaga.

5. Pengendalian dari Kepemilikan (*Ownership Control*)

Bagi perusahaan besar, pengendalian dari kepemilikan *common stock* bukanlah masalah besar. Tetapi, untuk perusahaan kecil dan menengah, menjaga pengendalian *voting* merupakan prioritas utama. Jika penawaran saham baru kurang menarik bagi pemegang saham lama, maka pemilik perusahaan akan memilih hutang dan penahanan *earning* yang lebih banyak untuk membiayai kebutuhan dana.

## 6. Inflasi (*Inflation*)

Dengan adanya inflasi, aset menjadi mahal. Seiring dengan meningkatnya biaya penggantian aset, dana dari depresiasi tidak mencukupi. Oleh karena itu, perusahaan perlu menahan profit dalam jumlah yang cukup.

Selain itu, Gwilym, Seaton, Thomas (2004) menemukan bahwa salah satu faktor yang mempengaruhi besar atau kecilnya dividen adalah keadaan keuangan perusahaan, apakah perusahaan tersebut mengalami keuntungan atau kerugian. Ditemukan bahwa kerugian yang dialami beberapa perusahaan di Inggris merupakan kondisi yang penting dalam memotong dividen. Ternyata ukuran kerugian yang dialami juga merupakan faktor penting dalam melakukan pemotongan dividen. Walaupun demikian, beberapa perusahaan yang mengalami kerugian tidak memotong dividen. Bukti lain juga memberikan informasi bahwa perusahaan yang mempunyai hutang lebih banyak, akan lebih tinggi juga kemungkinan pengurangan dividennya, selama kondisi perusahaan rugi. Faktor lainnya yang menurut Gwilym, Seaton, Thomas (2004) merupakan faktor penting dalam menentukan kebijakan dividen adalah *profit margin*. *Profit margin* ditemukan merupakan faktor penting yang dapat menjelaskan kebijakan dividen pada tahun dimana perusahaan rugi dan tahun-tahun setelah perusahaan rugi, dengan *margin* yang lebih rendah, ternyata meningkatkan kemungkinan pemotongan dividen.

Sementara, penelitian yang dilakukan Klaus Gugler (2000) menyatakan bahwa *ownership* dan *control structure* perusahaan adalah faktor yang signifikan mempengaruhi *dividend payout policy*, di negara Austria perusahaan yang dikendalikan oleh negara mempunyai dividen dalam jumlah yang besar. Sementara perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga mempunyai *dividend payout ratio* yang relatif lebih rendah. Lebih jauh lagi Klaus Gugler (2000) menemukan bahwa dividen yang tinggi kurang penting bagi bank

karena dapat meningkatkan resiko kebangkrutan dan menurunkan keamanan pembayaran bunga.

## 2.5 Teori-teori Seputar Dividen

### 2.5.1 *The Residual Theory of Dividend Payments*

Dividen adalah laba yang dibagikan kepada pemegang saham yang merupakan sisa dari *earning* setelah tersebut perusahaan menyisihkan *earning* tersebut untuk keperluan investasi. Teori ini membantu menjelaskan mengapa perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan cepat menahan seluruh *earning*-nya sementara perusahaan yang telah *mature* dan berada dalam industri dengan pertumbuhan lambat cenderung mempunyai kebijakan pembayaran dividen yang tinggi. Hal tersebut juga menjelaskan pola siklus hidup dari pembayaran dividen pada perusahaan. Perusahaan muda yang baru berdiri yang tumbuh dengan cepat jarang membayar dividen, tapi perusahaan tersebut bisa membayar dividen yang tinggi sewaktu mereka *mature* dan tingkat pertumbuhan mereka rendah.

Menurut Keown, Martin dan scott (2005), dengan adanya *floatation cost* dalam menerbitkan saham baru pembiayaan dengan laba ditahan lebih dipilih. Dividen hanya akan dibayar jika profit tidak sepenuhnya digunakan untuk keperluan investasi.

*The residual Theory of Dividend Payments* mempunyai satu masalah empiris, dimana sebenarnya pembayaran dividen kebanyakan merupakan *cash outflow* yang paling stabil. Para manajer perusahaan sangat berhati-hati dalam mengubah-ubah kebijakan dividen. Lebih jauh lagi, perusahaan secara rutin menerbitkan saham untuk membiayai pembayaran dividen yang stabil.

### 2.5.2 Signaling Theory

*Signaling teori* menyatakan bahwa perubahan pada kebijakan dividen dapat dijadikan investor sebagai sinyal mengenai keadaan keuangan perusahaan, khususnya mengenai kekuatan dari *earning*-nya. Perubahan dividen telah lama dianggap mengandung informasi. Bhattacharya (1979), John and Williams (1985), dan Miller Rock (1985) membangun hipotesis sinyal dari kebijakan dividen, yang mengatakan bahwa perubahan dividen, mengandung informasi yang berguna tentang keadaan masa depan *cash flow* perusahaan. Hipotesis *signaling* mengandung dua prediksi. Pertama, hubungan yang positif antara perubahan yang positif dan reaksi harga awal diharapkan pada saat pengumuman. Prediksi ini sudah didukung oleh Pettit (1972), Aharony and Swary (1980), Brickely (1983) and Kalay and Loewenstein (1986). Prediksi yang kedua mengasumsikan peningkatan dividen berhubungan dengan profitabilitas perusahaan di masa depan atau peningkatan *earning*.

Sementara Nissim dan Ziv (2001) menyatakan bahwa peningkatan dividen berhubungan positif dengan *abnormal earning* setelah disesuaikan dengan pengukuran eror, jadi penelitian mereka mendukung hipotesis *signaling*.

Para pendukung dari *signaling theory* ini percaya bahwa kebanyakan dividen perusahaan digunakan sebagai metode pemberian pesan yang memiliki biaya yang lebih rendah daripada alternatif metode lainnya. Menurut Bhattacharya (1979), pendapatan dividen dikenakan pajak personal, tingkat dari pajak mempunyai hubungan positif dengan kekuatan dari sinyal dividen. Tingkat pajak yang lebih tinggi seharusnya memberikan insentif bagi manajer perusahaan untuk memberikan informasi yang sebenarnya tentang *cash flow* yang diharapkan dari perusahaan. Oleh karena itu, dividen yang dikenakan pajak adalah sinyal yang bagus dan kredibel tetapi mahal bagi perusahaan dengan kinerja buruk untuk dapat meniru tindakan tersebut.

Menurut William L. Megginson, *corporate insiders* secara umum mempunyai informasi yang lebih baik mengenai aktivitas perusahaan yang sekarang dan prospek perusahaan di masa depan. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa, pasar modal bukan pasar sempurna karena adanya *insider trading*, jadi bagi *outside investor* dividen merupakan sinyal yang mahal. Bagi perusahaan yang berkualitas baik, dividen merupakan sinyal yang potensial walaupun mahal, karena perusahaan dengan kualitas yang buruk akan sulit menirukannya. Salah satu contoh kegunaan dividen sebagai sinyal yang berguna bagi perusahaan berkualitas tinggi adalah pembayaran dividen yang tinggi. Strategi pemberian sinyal dengan dividen yang besar tersebut tidak dapat ditirukan oleh perusahaan dengan kualitas yang rendah.

Sementara Grullon, Michaely, and Swaminathan (2002) berargumen bahwa peningkatan dividen adalah sinyal bagi pasar bahwa perusahaan tersebut bergerak dari tingkat pertumbuhan yang tinggi ke arah tingkat pertumbuhan yang rendah (*mature*), daripada peningkatan dividen tersebut diartikan sebagai sinyal akan profitabilitas. Kesempatan investasi yang sedikit dan penurunan tingkat re-investasi dapat menurunkan resiko dan kelebihan kas, yang mengisyaratkan bahwa peningkatan dividen dapat berhubungan dengan penurunan resiko dimasa depan. Senada dengan Grullon, Michaely, and Swaminathan (2002), Klaus Gugler (2000) telah membuktikan bahwa dividen secara negatif mempengaruhi capital investment dan R&D. Hasil tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan yang tidak mempunyai tingkat pertumbuhan yang baik dan tidak menginvestasikan pendapatannya di R&D mempunyai *dividen payout ratio* yang lebih besar

Jika kebijakan dividen dapat merefleksikan pandangan manajer akan profitabilitas, maka akan ada kemungkinan bahwa dividen dapat memprediksi pendapatan masa depan perusahaan. Lintner (1956) menemukan bahwa dividen hanya akan meningkat jika

manajemen percaya bahwa pendapatan akan meningkat secara permanen. Sementara Modigliani dan Miller (1959), menyatakan hipotesis mereka bahwa pengumuman dividen dapat diartikan indikasi bahwa pendapatan masa depan akan mengecewakan. Watts (1973) menemukan bukti bahwa hubungan positif antara dividen saat ini dan pendapatan masa depan 310 perusahaan dengan periode tahun 1946-1967.

### 2.5.3 *Clientele effect theory*

Dalam Keown, Martin, dan Scott Jr. (2003), dijelaskan bahwa masing-masing investor memiliki preferensi tersendiri atas return akan saham yang mereka miliki. *Return* tersebut diperoleh dalam dua bentuk yaitu *capital gain* dan dividen. *Capital Gain* merupakan selisih antara harga beli dan harga jual, terbentuk dengan adanya aktivitas perdagangan saham di pasar sekunder. Investor individual dan institusional yang memiliki kebutuhan yang mendesak atas *current income* akan lebih memilih berinvestasi pada perusahaan-perusahaan yang memberikan pembayaran dividen (kas) yang besar. Sedangkan investor lainnya, terutama yang cenderung menghindari pajak, lebih memilih berinvestasi pada perusahaan-perusahaan yang memberikan dividen kecil namun *capital gain* yang besar. Menurut argumen ini, kebijakan dividen seharusnya ditujukan untuk memenuhi kebutuhan segmen investor tertentu. Kebijakan dividen tertentu akan menarik segmen tertentu. Kemudian tugas perusahaan (manajer keuangan) adalah melayani segmen tersebut. Lebih jauh lagi, terdapat teori *tax preference theory* yang menurut Emery, Finnery, Stowe (2004) menyatakan bahwa investor tidak terlalu menyukai dividen karena dividen tidak *tax deductible*.

Avanidhar Subrahmanyam (2004) dengan sumber data Taiwan Economic Journal (TEJ) data bank dan Taiwan Stock Exchange (TWSE) dengan periode 1 Januari 1995 sampai dengan 31 Desember 1999 menemukan bahwa pemegang saham Thailand,

individual yang dikenakan pajak yang tinggi cenderung untuk menyimpan perusahaan yang membayar dividen yang rendah atau tidak membayar dividen sama sekali.

Dalam penelitian lain, Faulkender, Milbourn dan Thakor (2006) menemukan bahwa investor yang memiliki sifat risk aversion menginvestasikan dananya pada saham-saham yang memiliki dividen tinggi karena saham-saham tersebut cenderung memiliki tingkat resiko yang lebih rendah.

#### **2.5.4 Bird in The Hand Theory**

Seperti yang dikutip Keown, Martin, dan Scott Jr. (2003) Bird in the Hand Theory adalah teori yang memiliki keyakinan bahwa pandangan dividen memberikan nilai yang lebih tinggi kepada investor dibandingkan *capital gain*. Hal ini dikarenakan dividen memiliki tingkat kepastian yang lebih tinggi daripada *capital gain*.

Teori ini berpendapat bahwa investor menyukai dividen karena kas di tangan lebih bernilai daripada kekayaan dalam bentuk lain. Konsekuensinya, harga saham perusahaan akan sangat ditentukan oleh besarnya dividen yang dibagikan. Dengan demikian, semakin tinggi dividen yang dibagikan, semakin tinggi pula nilai perusahaan.

#### **2.5.5 Expectations Theory**

Dalam Keown, Martin, dan Scott Jr. (2003), menjelaskan bahwa tidak peduli keputusan apa, bagaimana harga pasar merespon aksi manajemen tidak ditentukan seluruhnya dari tindakan itu sendiri, tapi juga ditentukan dari ekspektasi investor yang berkaitan dengan tindakan atau keputusan yang akan dibuat oleh manajemen. Pada saat dividen aktual diumumkan, maka investor membandingkan keputusan aktual dengan harapan mereka. Jika jumlah dividen sesuai dengan harapan, maka harga pasar dari saham akan cenderung tidak berubah. Jika dividen aktual lebih besar atau lebih kecil daripada yang diharapkan, investor akan menilai ulang persepsi mereka akan perusahaan tersebut.

Mereka akan mempertanyakan arti dari perubahan yang tidak diharapkan tersebut. Mereka mungkin akan menggunakan keputusan dividen yang tidak diharapkan sebagai petunjuk tentang perubahan yang tidak diharapkan pada *earning*, yang dapat diartikan perubahan yang tidak diharapkan pada dividen mempunyai informasi yang berisikan tentang *earning* perusahaan dan faktor penting lainnya. Pendeknya, keputusan aktual manajer akan dividen mungkin tidak terlalu signifikan, kecuali keputusan tersebut berbeda dengan ekspektasi investor. Jika terdapat perbedaan antara ekspektasi dan aktual tersebut, maka cenderung ada pergerakan pada harga saham.

## 2.6 Pandangan Dasar Tentang Kebijakan Dividen

Menurut Keown, Martin, dan Scott Jr. (2003), terdapat tiga pandangan dasar tentang kebijakan dividen:

### 2.6.1 Pandangan 1 :Kebijakan dividen tidak relevan

Posisi dividen yang tidak relevan adalah penting, jika terdapat dua asumsi yaitu :

- keputusan investasi dan peminjaman sudah dibuat dan keputusan ini tidak terpengaruh dengan jumlah pembayaran dividen.
- pasar modal adalah pasar modal yang sempurna, dalam arti (1) investor dapat menjual dan membeli saham tanpa menyebabkan adanya biaya transaksi, seperti komisi broker (2) perusahaan dapat menerbitkan saham tanpa mengeluarkan biaya (3) tidak ada pajak perusahaan maupun personal (4) informasi lengkap tentang perusahaan tersedia (5) tidak ada pertentangan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham (6) tidak ada biaya financial distress dan biaya kebangkrutan

Dengan kedua asumsi tersebut, dapat dikatakan tidak ada hubungan antara kebijakan dividen dengan harga saham. Satu kebijakan dividen sama baiknya dengan kebijakan yang lain. Secara agregat, investor hanya peduli pada total *return* dari keputusan

investasi. Tidak ada bedanya, apakah *return* yang didapat datang dari *capital gain* atau pendapatan dividen.

Untuk membiayai pertumbuhan perusahaan mempunyai pilihan antara menerbitkan saham, yang berarti keuntungan yang ada dibagikan dalam bentuk dividen atau menggunakan keuntungan internal untuk membiayai pertumbuhan dengan membayar dividen yang lebih sedikit, tetapi tidak menerbitkan saham sama sekali. Dalam kasus pertama, pemegang saham menerima pendapatan dividen dan dalam kasus kedua nilai dari saham yang investor pegang meningkat sehingga dapat menciptakan *capital gain*.

Kebijakan pembayaran dividen perusahaan dapat mempengaruhi harga saham apabila pemegang saham tidak mempunyai cara lain untuk menerima pendapatan dari investasinya. Dengan mengasumsikan pasar modal secara relatif adalah efisien, pemegang saham yang memerlukan pendapatan mendesak dapat selalu menjual sahamnya. Jika perusahaan membayar dividen, investor dapat mengurangi dividen yang diterimanya, dengan menggunakan dividen tersebut untuk membeli saham. Investor tersebut dapat secara personal membuat arus penerimaan dividen sesuai keinginannya, tidak terpengaruh dengan kebijakan dividen.

### **2.6.2 Pandangan 2 : High Dividends Increase Stock Value**

Dividen lebih dapat diprediksi daripada *capital gain*, manajemen dapat mengatur dividen tetapi tidak dapat mengatur harga saham. Investor mengalami ketidakpastian yang lebih dalam menerima pendapatan dari *capital gain* dibandingkan dividen. Dengan kata lain, setiap rupiah dari dividen yang diharapkan akan dihargai lebih daripada setiap rupiah dalam *capital gain*. Pandangan yang menyatakan bahwa dividen lebih pasti daripada *capital gain* disebut “bird-in-the-hand” *dividend theory*.

Namun teori yang menyatakan dividen lebih sedikit risikonya dibandingkan *capital gain* ternyata mendapat kritik. Peningkatan dividen perusahaan tidak mengurangi risiko dasar saham, daripada pembayaran dividen mengharuskan pihak manajemen menerbitkan saham baru, hal tersebut hanya mengalihkan risiko dan kepemilikan dari pemegang saham lama kepada pemegang saham baru. Jika tujuan investor hanya menghindari risiko, maka sebaiknya investor menyimpan uang di bank.

### 2.6.3 Pandangan 3 : Low dividends Increase Stock Value

Pandangan ketiga ini sebenarnya lebih berfokus pada perbedaan perlakuan pajak pada dividen dan *capital gain*. Seperti banyak peraturan perpajakan yang berlaku, *capital gain* dikenakan pajak lebih rendah. Perbedaan pendapatan antara dividen dan *capital gain* adalah pajak pada pendapatan dividen dibayarkan setelah dividen diterima, sementara pajak pada *capital gain* ditunda sampai saham benar-benar terjual. Untuk merangkumnya, bila berkaitan dengan pajak, ada keinginan untuk memaksimalkan *after-tax return*. Investor cenderung menunda pajak semaksimal mungkin. Saham yang mempunyai karakteristik dividen yang rendah dan *capital gain* yang tinggi, dapat dikatakan saham yang dapat menunda pengenaan pajak, mempunyai kemungkinan besar dijual pada harga premium dibandingkan dengan saham yang membutuhkan pengenaan pajak yang tidak dapat ditunda, yaitu saham dengan dividen tinggi dan *capital gain* yang rendah. Dalam hal ini, kedua macam saham mempunyai perbedaan perlakuan pajak yang dapat dibandingkan. Dengan demikian, kebijakan pembayaran dividen yang rendah dapat menghasilkan harga saham yang tinggi.