

BAB II

LANDASAN TEORI

II.1. Dividen

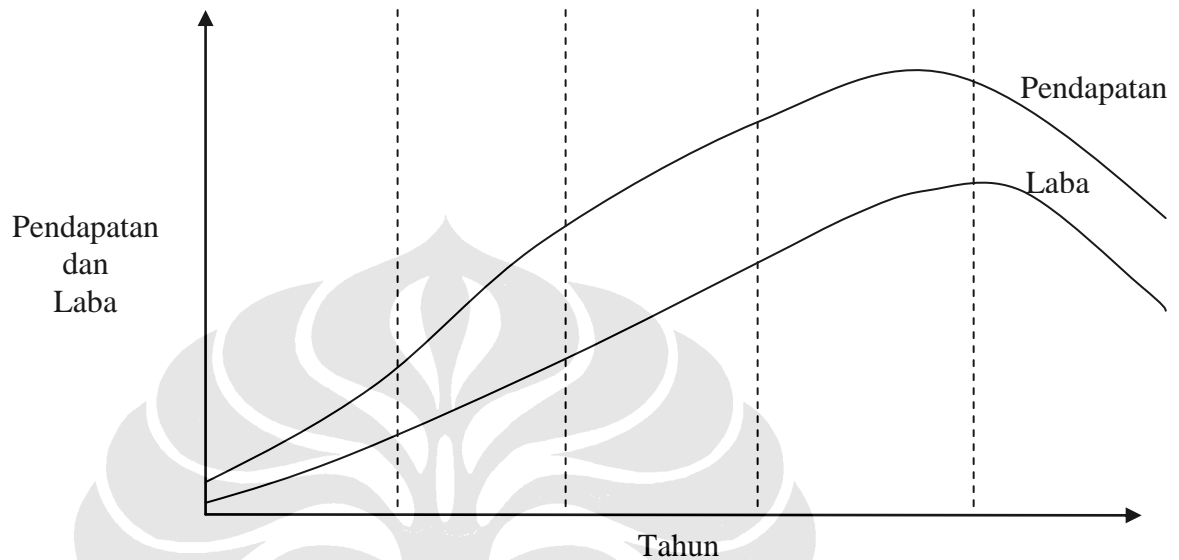
II.1.1. Kebijakan Dividen

Keown (2005) menjelaskan bahwa kebijakan dividen perusahaan terkait dengan dua hal. Yang pertama adalah rasio pembagian dividen (*dividend payout ratio*), yang menggambarkan jumlah dividen yang dibayarkan relatif terhadap laba perusahaan. Yang kedua adalah stabilitas dari pembagian dividen tersebut. Stabilitas ini bisa jadi sama pentingnya dengan seberapa besar dividen yang dibagikan.

Di dalam memformulasikan kebijakan dividen, manajer menghadapi *trade-off*. Ketika manajemen sudah menetapkan seberapa banyak harus berinvestasi dan telah memilih kombinasi utang-modal, keputusan untuk memberikan dividen yang besar secara relatif menahan lebih sedikit laba; padahal laba ditahan merupakan cara pendanaan internal. Dengan pembagian dividen yang besar, berarti perusahaan menjadi semakin bergantung terhadap pendanaan eksternal. Sebaliknya, pembagian dividen yang rendah berarti menahan laba lebih banyak, sehingga meningkatkan sumber pendanaan internal (Keown, 2005). Namun manajer sebaiknya berpikir lebih jauh tentang pengaruhnya di dalam memberikan dividen yang lebih sedikit, dengan mempertimbangkan siapa saja yang menanam modal dalam usahanya; apakah terdapat investor yang lebih suka dividen ketimbang kenaikan harga saham atau tidak.

II.1.2. Kebijakan Dividen Berdasarkan Siklus Hidup Perusahaan

Di bawah ini adalah gambaran tentang kecenderungan kebijakan dividen dalam tahapan siklus hidup perusahaan (Damodaran, 2001):



Tahap pertumbuhan	Tahap 1 <i>Start-up</i>	Tahap 2 Ekspansi Cepat	Tahap 3 Pertumbuhan Tinggi	Tahap 4 Pertumbuhan Dewasa	Tahap 5 Menurun
Kebutuhan Dana Eksternal	Tinggi, namun dibatasi oleh infrastruktur	Tinggi, relatif terhadap nilai perusahaan	Sedang, relatif terhadap nilai perusahaan	Rendah, seiring dengan menurunnya operasi	Rendah, seiring dengan menurunnya operasi
Pendanaan Internal	Negatif atau rendah	Negatif atau rendah	Rendah, relatif terhadap kebutuhan pendanaan	Tinggi, relatif terhadap kebutuhan pendanaan	Lebih banyak dari pada kebutuhan pendanaan
Kapasitas untuk membayar dividen	Tidak ada	Tidak ada	Sangat rendah	Meningkat	Tinggi

Tabel 2-1 Kebijakan Dividen Berdasarkan Siklus Hidup Perusahaan

II.1.3. Tipe Dividen

Terdapat beberapa cara untuk membagikan dividen menurut Damodaran (2001). Yang pertama, dividen dapat dibayarkan dalam bentuk tunai atau sebagai tambahan saham.

Dividen saham meningkatkan jumlah dari saham yang beredar dan secara umum menurunkan harga per lembar saham. Kedua, dividen dapat berupa dividen reguler, yang dibayarkan pada interval yang reguler (misalnya triwulan, semesteran, atau tahunan), atau dividen spesial, yang dibayarkan sebagai tambahan dari dividen reguler. Terakhir, perusahaan terkadang membayar dividen yang lebih besar dari pada laba ditahan yang terdapat dalam pembukuannya. Jenis dividen yang terakhir ini disebut sebagai *liquidating dividends*.

II.1.4. Ukuran Kebijakan Dividen

Biasanya kebijakan dividen diukur dengan dua ukuran, yaitu *dividend yield* dan *dividend payout ratio* (Damodaran, 2001). *Dividend yield* menghubungkan dividen yang dibayarkan, dengan harga dari saham perusahaan:

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividen tahunan per lembar saham}}{\text{Harga saham per lembar saham}}$$

Dividend yield signifikan karena merupakan salah satu dari dua komponen dalam perhitungan *total expected return*. Komponen penyeimbangannya adalah perubahan harga saham:

$$\text{Expected Return on Stock} = \text{Dividend Yield} + \text{Price Appreciation}$$

Dividend payout ratio menghubungkan antara dividen yang dibayarkan dengan laba dari perusahaan:

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividen}}{\text{Laba}}$$

Rasio ini dipakai dalam berbagai cara dan kegunaan. Cara yang pertama digunakan dalam valuasi sebagai cara untuk mengestimasi dividen di masa mendatang, karena kebanyakan analis cenderung mengestimasi laba ketimbang dividen. Kedua, *retention ratio*

– proporsi dari laba yang diinvestasikan kembali oleh perusahaan (*retention ratio* = $1 - \text{dividend payout ratio}$) – berguna dalam mengestimasi pertumbuhan laba di masa mendatang; perusahaan dengan *retention ratio* yang tinggi (*dividend payout ratio* yang rendah) umumnya memiliki tingkat pertumbuhan laba yang lebih tinggi ketimbang perusahaan dengan *retention ratio* yang lebih rendah (*dividend payout ratio* yang lebih tinggi). Ketiga, *dividend payout ratio* cenderung untuk mengikuti siklus hidup dari perusahaan, dimulai dari nol ketika perusahaan sedang dalam pertumbuhan yang tinggi.

II.1.5. Teori Dividen

II.1.5.1. *Residual Dividend Theory*

Dalam pandangan bahwa pembagian dividen itu tidak mempengaruhi nilai dari perusahaan, terdapat teori yang bernama *residual dividend theory*. Selama terdapat peluang investasi dengan tingkat pengembalian yang melebihi atau sama dengan tingkat yang diekspektasi, perusahaan akan memakai laba ditahan serta surat berharga untuk meningkatkan basis modal yang dapat mendukung pendanaannya. Jika perusahaan masih memiliki laba ditahan setelah mendanai semua peluang investasi yang menguntungkan, laba ini akan didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen kas. Dengan metode seperti ini, jumlah pembagian dividen akan terus berfluktuasi, sejalan dengan peluang investasi yang dimiliki setiap periodenya; di satu sisi, perusahaan mungkin tidak akan membagikan dividen sama sekali, jika seluruh "persediaan" modal internal terpakai; di sisi lain, perusahaan mungkin akan membagikan seratus persen labanya, bila tidak memiliki peluang investasi yang menguntungkan sama sekali (Van Horne, 2002).

Keown (2005) juga menjelaskan tentang teori ini bahwa perusahaan akan cenderung memakai pendanaan internal, karena pendanaan eksternal memakan biaya tambahan. Dengan begitu, kebijakan dividen perusahaan menjadi sebagai berikut:

1. Pertahankan rasio utang optimum dalam mendanai investasi di masa mendatang.
2. Menerima investasi jika memiliki NPV (*Net Present Value*) yang positif.
3. Mendanai proporsi ekuitas dari pendanaan investasi baru dengan dana internal. Hanya bila dana internal sudah terpakai seluruhnya, perusahaan akan menerbitkan saham baru.
4. Jika sumber pendanaan internal memiliki sisa setelah membuat semua investasi, bayarkan dividen kepada investor. Namun, jika seluruh dana internal diperlukan untuk mendanai proporsi ekuitas dari pendanaan suatu investasi, jangan bayarkan dividen.

Lebih lanjut Keown menyimpulkan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh peluang investasi perusahaan, campuran struktur modal, dan ketersediaan dana internal.

II.1.5.2. *Clientele Effect Theory*

Jika investor tidak menganggap dividen yang ia terima pada suatu waktu tertentu tidak cukup atau di bawah ekspektasinya, ia dapat menjual sebagian dari kepemilikannya untuk “menciptakan dividen”. Kemudian, jika dividen yang diterima lebih besar dari pada yang diekspektasi, ia dapat membeli tambahan saham dengan kelebihan dana yang didapat dari dividen. Namun, cara ini tidaklah gratis. Ada pajak yang dikenakan terhadap transaksi jual / beli saham. Bahkan investor harus membayar pajak atas dividen tersebut, sebelum bisa menginvestasikan uang tersebut. Kemudian, ketika mempertimbangkan untuk menjual / membeli saham, ada biaya yang dikeluarkan ketika mencari informasi dan mengolahnya hingga menjadi suatu keputusan.

Lebih lanjut Keown (2005) menjelaskan bahwa investor cenderung untuk tidak memilih saham yang mengharuskannya untuk ”menciptakan dividen”. Sebaliknya, para investor memiliki preferensi, apakah itu dividen, atau *capital gain*. Tentunya mereka lebih cenderung memilih saham yang memenuhi preferensi mereka. Investor yang lebih cenderung untuk memiliki pendapatan dalam jangka pendek akan memilih saham-saham

perusahaan yang rasio pembagian dividennya relatif tinggi. Investor lain, yang memiliki dana besar, lebih cenderung untuk ”menghindari” pajak dengan memilih perusahaan yang pembagian dividennya rendah, tetapi dapat menghasilkan *capital gain* yang besar di waktu yang akan datang. Dengan begitu, teori ini mendukung pandangan bahwa dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

II.1.5.3. Bird-in-the-hand-theory: Pro dan Kontra

Pendapat yang mengatakan bahwa dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara implisit menganggap bahwa investor memakai *required rate of return* yang sama, baik untuk pendapatan dari *capital gain* maupun dari dividen. Namun teori ini berkata bahwa dividen lebih dapat diprediksi ketimbang harga saham; manajemen dapat mengontrol dividen, tetapi tidak dapat mendikte harga pasar sahamnya. Kepastian investor untuk menerima dividen lebih dapat diukur, ketimbang kepastian di dalam menerima *capital gain* tertentu. Perbedaan risiko ini menciptakan *required rate of return* yang lebih tinggi di dalam mendiskonto nilai *capital gain*. Dengan kata lain, nilai sekarang (*present value*) dari dividen lebih besar dari pada nilai sekarang dari *capital gain* (Keown, 2005).

Berdasarkan teori di atas, menurut Damodaran (2001), satu alasan mengapa investor lebih menginginkan dividen ketimbang *capital gain* adalah karena dividen jumlahnya sudah pasti, sedangkan *capital gain* tidak pasti. Hal ini tepat untuk investor yang *risk-averse*. Namun argumentasi ini dibantah. Hal yang paling sederhana adalah argumentasi lain yang menyatakan bahwa pilihannya bukan terletak antara dividen yang pasti di hari ini, dengan *capital gain* yang tidak pasti dalam suatu waktu di masa depan; tetapi antara dividen hari ini dengan kenaikan harga saham sampai pada hari ini. Hal ini dibuktikan bahwa harga saham menurun dalam jumlah yang sedikit di bawah jumlah dividen saat hari ex-dividen.

Respon lain adalah bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh arus kas dari proyek-proyeknya. Jika suatu perusahaan meningkatkan dividennya, tetapi kebijakan investasinya tidak berubah, maka perusahaan tersebut perlu untuk menggantikan dividennya dengan menerbitkan saham baru. Investor yang menerima dividen yang lebih tinggi akan mengetahui bahwa mereka mengalami kerugian (dengan cara perhitungan *present value*), dalam jumlah yang sama dengan kenaikan harga saham.

II.1.5.4. Signaling Theory

Dividen kas dapat dipandang sebagai sinyal bagi investor. Ketika perusahaan memiliki berita baik tentang profitabilitas masa depannya, ketimbang membuat pengumuman sederhana, membagikan dividen dapat menjadi cara yang lebih meyakinkan pasar. Saat perusahaan memiliki target rasio dividen yang stabil dalam jangka waktu tertentu dan kemudian mengganti rasio tersebut, investor dapat berpikir bahwa manajemen sedang mengumumkan perubahan atas ekspektasinya terhadap profitabilitas masa depannya. Sinyal kepada investor adalah bahwa manajemen dan dewan direktur sungguh mempercayai bahwa keadaan adalah lebih baik ketimbang yang direfleksikan oleh harga saham (Van Horne, 2002).

Lebih lanjut Van Horne menjelaskan, dengan dasar bahwa terdapat informasi asimetris – manajemen lebih banyak tahu ketimbang investor luar, dividen dapat menjadi informasi penting yang tidak didapat dari pelaporan keuangan dan informasi lain. Kesimpulannya, sinyal keuangan yang diciptakan oleh pembagian dividen muncul bila dividen yang dibagikan lebih besar atau kurang dari pada yang diekspektasi.

Berbagai studi tentang sinyal keuangan dividen juga dirangkum oleh Van Horne. Studi-studi tersebut menyimpulkan bahwa kenaikan dividen menyebabkan *return* positif, dan penurunan dividen menyebabkan *return* negatif. Namun keduanya tidak bersifat

simetris: Penurunan dividen memiliki efek negatif yang lebih besar ketimbang efek positif yang dihasilkan oleh kenaikan dividen.

II.1.5.5. Sticky Dividend Theory

Perusahaan umumnya tidak sering mengubah jumlah dividennya. Keengganan untuk mengubah dividen ini, yang dinamakan ”*sticky dividends*”, berakar pada beberapa faktor. Pertama, perhatian perusahaan pada kemampuannya untuk mempertahankan dividen yang lebih tinggi di periode-periode mendatang. Kedua, pandangan negatif pasar terhadap penurunan dividen dan kejatuhan konsekuen pada harga saham. Studi atas perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat, dalam kurun waktu tahun 1989 sampai 1998, menunjukkan bahwa jumlah perusahaan yang tidak mengubah dividen per lembar sahamnya lebih banyak dari pada perusahaan yang mengubahnya. Di antara perusahaan yang mengubahnya, persentase perusahaan yang menaikkan dividen lebih banyak ketimbang yang menurunkan dividen (Damodaran, 2001).

II.1.5.6. Kebijakan Dividen Alternatif

Keown (2005) menjelaskan bahwa apapun kebijakan dividen jangka panjang suatu perusahaan, kebanyakan mereka memilih salah satu dari alternatif berikut:

1. Rasio pembagian dividen konstan

Dengan kebijakan ini, persentase dari laba yang dibagikan sebagai dividen adalah konstan. Walaupun secara rasio stabil, namun secara absolut / nominal, jumlah dividen dapat berubah setiap tahunnya, sejalan dengan perubahan laba.

2. Pembagian dividen per lembar saham yang stabil

Kebijakan ini menjaga nilai nominal dividen yang stabil dalam kurun waktu tertentu. Kenaikan dividen tidak akan terjadi sebelum manajemen yakin bahwa level dividen

yang lebih tinggi tersebut akan dapat dipertahankan di masa mendatang. Manajemen juga tidak akan menurunkan jumlah nominal dividen sampai terdapat cukup bukti yang mengindikasikan bahwa keberlanjutan dari dividen sekarang tidak dapat dipertahankan.

3. Pembagian dividen reguler kecil beserta dengan ekstra akhir tahun

Dividen ekstra ini hanya dibayarkan pada tahun-tahun di mana perusahaan memiliki kinerja yang sangat baik. Dividen ekstra ini diumumkan di akhir tahun fiskal, ketika keuntungan perusahaan dapat diprediksi. Tujuan manajemen adalah menghindari konotasi akan dividen yang permanen. Namun kebijakan ini bisa jadi kurang bermanfaat bila investor justru mengharapkan dividen ekstra yang berulang.

II.2. Variabel Independen: Profitabilitas, Likuiditas, *Dividend Yield*, dan Harga

Saham

II.2.1. Rasio Keuangan

II.2.1.1. Kegunaan dari Rasio Keuangan

Analisis rasio adalah alat analisis keuangan yang paling populer dan paling banyak digunakan. Rasio keuangan dapat mengidentifikasi area yang memerlukan investigasi lebih lanjut. Analisis rasio dapat membuka hubungan yang penting dan dasar pembandingan dalam melihat kondisi dan tren yang sulit dideteksi hanya dengan menginspeksi komponen individual dari rasio tersebut. Seperti kebanyakan alat analisis keuangan, rasio keuangan sangat berguna bila berbasis pada masa depan. Jadi analisis perlu memikirkan dan mengukur faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan rasio. Oleh karena itu, kegunaan analisis ini bergantung pada kemampuan analisis mengaplikasikan dan menginterpretasikannya (Wild, 2007).

Van Horne (2002) menjelaskan bahwa rasio keuangan digunakan untuk analisis tren atau juga pembandingan dengan perusahaan lain dan rata-rata industri. Dalam analisis

tren, terdapat dua hal yang dapat dilakukan. Yang pertama, analis dapat membandingkan rasio sekarang dengan masa lalu atau pun ekspektasi di masa depan. Yang kedua, rasio keuangan dapat dihitung untuk membuat proyeksi, kemudian dibandingkan dengan rasio sekarang atau masa lalu.

Jika rasio keuangan dipakai sebagai pembanding dengan perusahaan lain dan rata-rata industri, analis akan mendapatkan gambaran tentang bagaimana kondisi dan kinerja perusahaan relatif dibandingkan perusahaan lain atau pun rata-rata industri. Perbedaan antara rasio-rasio keuangan atau pun unsur-unsur di dalam rasio tersebut dapat ditelusuri oleh analis untuk kemudian mengambil suatu kesimpulan, yang pada akhirnya dapat dipakai untuk menentukan keputusan.

Kieso (2004) menjelaskan bahwa terdapat empat jenis rasio keuangan, yakni rasio likuiditas, rasio aktivitas, rasio profitabilitas, dan rasio *coverage*. Rasio likuiditas mengukur kemampuan jangka pendek perusahaan untuk melunasi kewajiban-kewajibannya. Rasio aktivitas mengukur seberapa efektif perusahaan di dalam menggunakan aktivitya. Rasio profitabilitas mengukur tingkat kesuksesan atau kegagalan perusahaan di dalam suatu periode tertentu. Rasio *coverage* mengukur tingkat perlindungan terhadap kreditor dan investor jangka panjang.

II.2.1.2. Profitabilitas

Menurut Van Horne (2002), rasio profitabilitas memiliki dua tipe, profitabilitas dalam hubungannya dengan penjualan dan profitabilitas dalam hubungannya dengan investasi. Kedua tipe ini dapat mengindikasikan efisiensi perusahaan di dalam operasinya. Di dalam melakukan audit, auditor menggunakan rasio profitabilitas untuk memeriksa apakah terdapat salah saji pada nilai profit (unsur-unsur dalam pendapatan dan beban), dan kaitannya dengan aktiva dan modal yang ditanamkan (Arens, 2006).

Wild (2007) menyatakan bahwa analisis profitabilitas adalah evaluasi atas pengembalian perusahaan terhadap investasi. Analisis ini berfokus pada sumber daya perusahaan dan tingkat profitabilitasnya, serta mengukur dampak dari berbagai pemicu (*driver*) dari profitabilitas.

II.2.1.3. Likuiditas

Rasio likuiditas digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Intinya, analisis dapat membandingkan antara kewajiban jangka pendek dengan sumber daya jangka pendek yang tersedia likuid untuk melunasi kewajiban tersebut (Van Horne, 2002).

Arens (2006) memberikan tiga jenis rasio likuiditas yang dapat dipakai di dalam prosedur analitis auditor, yakni *cash ratio*, *quick ratio*, dan *current ratio*. *Cash ratio* (kas ditambah *marketable securities*, kemudian dibagi dengan utang jangka pendek) dipakai untuk mengevaluasi kemampuan membayar utang dengan segera. Sedangkan *current ratio* (aktiva lancar dibagi dengan utang jangka pendek) memerlukan konversi dari aktiva seperti persediaan barang dagangan dan piutang dagang menjadi kas, sebelum dapat melunasi kewajibannya. Perbedaan antara *quick ratio* dengan *current ratio* adalah bahwa dalam *quick ratio*, unsur persediaan barang dagangan dan *prepaid expense* tidak dimasukkan (Kieso).

II.2.2. Dividend Yield

Seperti sudah dijelaskan sebelumnya, *dividend yield* menghubungkan dividen yang dibayarkan dengan harga dari saham perusahaan (Damodaran, 2001):

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividen tahunan per lembar saham}}{\text{Harga saham per lembar saham}}$$

Dividend yield signifikan karena merupakan salah satu dari dua komponen dalam perhitungan *total expected return*. Komponen penyeimbangannya adalah perubahan harga saham:

$$\text{Expected Return on Stock} = \text{Dividend Yield} + \text{Price Appreciation}$$

Beberapa investor juga menggunakan *dividend yield* sebagai ukuran atas risiko dan sebagai 'layar' investasi; di mana mereka akan berinvestasi pada saham dengan *dividend yield* yang tinggi. Studi-studi mengindikasikan bahwa saham dengan *dividend yield* yang tinggi menghasilkan *excess return*, setelah menyesuaikan dengan kinerja dan risiko pasar.

II.2.3. Harga Pasar Saham

Lipsey (1996) mengatakan bahwa harga ekuilibrium adalah tingkat harga di mana kuantitas yang diminta sama dengan yang ditawarkan. Mekanisme pasar menciptakan harga pasar. Mekanisme pasar ditentukan oleh permintaan dan penawaran. Dalam hal pasar saham, hal ini bergantung dari valuasi masing-masing pemain terhadap saham tertentu; karena investor mengambil keputusan atas saham tersebut berdasarkan valuasi yang dibuatnya. Jones (2004) menjelaskan bahwa dengan mengetahui nilai intrinsik dari saham tertentu, investor dapat membandingkannya dengan harga pasarnya; di mana nilai intrinsik dihitung dengan analisis fundamental (penilaian saham dengan data seperti data keuangan, kondisi ekonomi, dan lain-lain; tidak sekedar melihat pola-pola perubahan harga saham – yakni analisis teknikal). Secara umum nilai intrinsik dapat dihitung dengan dua cara, yakni dengan teknik diskonto arus kas dan dengan teknik perbandingan *multiple* atau rasio. Dengan mengetahui berapa nilai intrinsik dan data nilai pasar suatu saham, keputusan yang bisa diambil antara lain:

1. Beli atau tahan bila sudah memiliki, bila saham *undervalued*, yakni harga pasar lebih kecil dari pada nilai intrinsik.

2. Hindari atau jual, bila saham *overvalued*, yakni harga pasar lebih besar ketimbang nilai intrinsiknya.

Jones (2004) lebih lanjut menjelaskan bahwa ketika melakukan valuasi saham, asumsi-asumsi harus dibuat, karena keterbatasan informasi. Hal ini pun menyebabkan tidak seorang pun yang mengetahui model valuasi mana yang terbaik untuk saham tertentu. Valuasi saham lebih cenderung seperti seni, ketimbang ilmu.

II.3. Keterkaitan antara Dividen dengan Variabel-variabel Independen

II.3.1. Keterkaitan antara Dividen dengan Rasio Profitabilitas Periode Sebelumnya

Setiap periode, perusahaan harus menentukan kebijakan antara menahan laba atau mendistribusikan sebagian atau seluruhnya kepada pemegang saham sebagai dividen kas. Selama masih ada proyek investasi yang *return*-nya melebihi atau sama dengan ekspektasi, perusahaan akan menggunakan laba yang ditahan untuk membiayai proyeknya. Jika setelahnya terdapat sisa dari laba ditahan, jumlah ini akan didistribusikan kepada pemegang saham. Jika tidak, tidak ada dividen yang dibagikan. Inilah yang disebut kebijakan dividen residual (Van Horne, 2002). Hal ini menjelaskan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh besarnya laba yang dihasilkan selama ini, dan kebutuhan pendanaan perusahaan di masa depan.

Benartzi, Michaely, dan Thaler (1997) di dalam penelitiannya mencoba membuktikan apakah kebijakan dividen merupakan sinyal dari masa lalu atau masa depan. Beberapa studi yang dikutip Van Horne (2002) tentang sinyal keuangan dari dividen menjelaskan bahwa perubahan besarnya dividen mempengaruhi perubahan harga saham di masa yang akan datang.

Sejalan dengan Watts (1973); Benartzi, Michaely, dan Thaler (1997) mengatakan sebaliknya, bahwa mereka tidak dapat membuktikan bahwa perubahan dividen memiliki

konten informasi mengenai masa depan, dalam hal ini terkait dengan laba. Perubahan dividen lebih cenderung menjelaskan apa yang *telah* terjadi. Penelitian tersebut membuktikan bahwa besarnya dividen dipengaruhi oleh laba periode sekarang dan satu periode sebelumnya.

Terdapat tiga alternatif kebijakan dividen menurut Arthur J. Keown et al. (2005), yakni: *Dividend payout ratio* yang konstan, dividen per lembar saham yang stabil, serta dividen reguler kecil ditambah ekstra akhir tahun. Dari antara ketiga alternatif ini, yang paling sering digunakan adalah kebijakan dividen stabil. Penelitian ini akan menguji apa saja faktor yang menjadi penyebab perubahan besarnya dividen.

Harada dan Nguyen (2005) membuktikan bahwa perubahan dividen dipengaruhi oleh perubahan pada kinerja operasional perusahaan periode sebelumnya. Mereka memakai rasio ROA (*Return on Assets*) sebagai tolok ukur kinerja operasional perusahaan, yaitu perbandingan antara laba bersih dengan total aktiva. Putra (2006) membuktikan bahwa makin besar ROA, makin besar pula dividen per lembar saham; semakin kecil ROA, semakin kecil dividen per lembar saham. Hubungan positif antara kinerja dengan dividen juga menjadi kesimpulan penelitian Niken (2007). Satwiko (2004) berkesimpulan bahwa ketika laba per saham meningkat, kebijakan dividen yang paling banyak diambil oleh perusahaan yang *listing* di Bursa Efek adalah meningkatkan dividen per lembar saham; dan ketika laba per saham turun, kebijakan dividen yang paling banyak diambil adalah menurunkan dividen per lembar saham.

Namun di dalam penelitian yang lain tentang kebijakan dividen di abad 21, Brav et al. (2005) mendapatkan kesimpulan bahwa perubahan laba yang hanya sementara tidak mendorong manajemen untuk meningkatkan dividen. Malah sebaliknya, ketika mengalami kenaikan laba yang temporer, perusahaan-perusahaan di Amerika Serikat *tidak memilih* untuk membagikan dividen kas, tetapi cenderung untuk melakukan pembelian saham

kembali. Para CFO (*Chief Financial Officer*) mengatakan bahwa kebijakan pembelian saham kembali bertujuan untuk meningkatkan rasio laba per saham. Mereka cenderung untuk membagikan dividen kas, hanya bila mereka yakin bahwa perubahan labanya dapat dipertahankan. Jadi dapat disimpulkan, kebijakan dividen akan menurun / tidak meningkat bagi perusahaan yang berpikir bahwa kenaikan labanya hanya sementara, dan tidak yakin dapat dipertahankan.

Teori tentang hubungan antara siklus hidup perusahaan dengan kebijakan dividen menjelaskan hubungan yang negatif antara profitabilitas dengan kebijakan dividen (Damodaran, 2001). Pada saat perusahaan sedang pada tahapan kinerja yang tinggi, perusahaan tersebut cenderung untuk menahan labanya untuk mendukung perkembangan perusahaan. Namun ketika perusahaan sudah berada pada tahapan di mana kesempatan investasinya cenderung menurun, perusahaan tersebut barulah mulai membayar dividen.

Berdasarkan berbagai studi di atas, dapat diambil kesimpulan bahwa profitabilitas dapat mempengaruhi kebijakan dividen dalam dua arah. Oleh karena itu, penelitian ini akan menguji bagaimana hubungan antara kedua variabel dengan hipotesanya yang pertama:

H1: Tingkat kinerja perusahaan pada tahun tertentu memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen pada periode setelahnya.

II.3.2. Keterkaitan antara Dividen dengan *Dividend Yield* Periode Sebelumnya

Van Horne (2002) mengatakan bahwa para investor menginginkan stabilitas dalam hal besarnya dividen yang dibagikan, dan bahkan jika memungkinkan mereka menginginkan kenaikan dividen. Kebijakan dividen mengurangi ketidakpastian yang ditanggung investor. Ketika perusahaan mengalami penurunan laba, pasar akan tetap percaya kepada saham tersebut bila dividen tidak dipotong. Dividen yang stabil akan

menjadi sinyal yang baik bahwa manajemen percaya kinerja di masa depan akan lebih baik, walaupun saat ini sedang mengalami penurunan.

Lebih lanjut menurut Van Horne (2002), ketika laba meningkat, perusahaan meningkatkan dividen hanya bila perusahaan tersebut dapat mempertahankan level yang sama di masa yang akan datang.

Menurut Harada et al. (2005), pembagian dividen yang tinggi semestinya menurunkan kemungkinan kenaikan tingkat dividen di masa yang akan datang. Melalui pernyataan ini, sebaliknya dapat disimpulkan bahwa pembagian dividen yang rendah semestinya meningkatkan kemungkinan kenaikan tingkat dividen di masa yang akan datang.

K. V. Smith (1971) dalam teorinya "*increasing-stream hypothesis of dividend policy*" mengatakan bahwa terdapat kecenderungan bagi manajemen untuk "mempermulus" arus dividen. Manajer akan berusaha keras untuk menghindari pemotongan dividen, bahkan menyesuaikan dengan keinginan investor, yakni kenaikan dividen.

Hal ini sejalan dengan hasil penelitian sebelumnya oleh Lintner (1956), yang mengatakan bahwa perusahaan-perusahaan memiliki target rasio pembayaran dividen. Mengacu pada target ini, perusahaan melakukan penyesuaian atas tingkat dividennya dari tahun ke tahun. Sehingga dapat disimpulkan, kebijakan dividen dari tahun ke tahun memiliki arah yang sama, yakni menuju targetnya masing-masing. Dengan kata lain, kebijakan dividen di tahun tertentu memiliki hubungan yang positif dengan kebijakan dividen di tahun setelahnya.

Berdasarkan studi-studi terdahulu, penelitian ini akan meneliti hipotesa yang kedua:

H2: Tingkat pembagian dividen suatu perusahaan pada tahun tertentu memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen pada periode setelahnya.

II.3.3. Keterkaitan antara Dividen dengan Rasio Likuiditas Periode Sebelumnya

Menurut Van Horne (2002), kebijakan dividen suatu perusahaan bergantung dari kebutuhan kasnya di masa datang. Oleh karena itu, perusahaan harus menilai kebutuhannya akan kas melalui *cash budgeting* dan memproyeksikan sumber yang potensial untuk pendanaannya.

Donaldson serta Myers (1999) berpendapat tentang *pecking order theory*, di mana perusahaan cenderung untuk mendanai kebutuhan investasinya dari internal, yakni dari kas yang dimiliki oleh perusahaan saat ini.

Dalam teori *residual dividend* (Myers, 1984), perusahaan hanya membagikan dividen bila terdapat sisa dana kas setelah mendanai semua investasi yang layak (biasanya diindikasikan dengan *Net Present Value* yang positif). Dari teori ini dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh ketersediaan kas perusahaan.

Van Horne (2002) mengatakan bahwa kebijakan dividen bergantung pada likuiditas perusahaan. Posisi aktiva lancar suatu perusahaan, termasuk kas, adalah lebih menentukan kemampuan perusahaan di dalam kebijakan dividen, ketimbang seberapa besar jumlah laba ditahan, karena laba ditahan belum tentu berbentuk kas seluruhnya (Keown, 2005).

Sedangkan Palepu (2004) berpendapat bahwa dividen adalah cara untuk mengurangi ketidakefisienan dari *free cash flow*. Ketidakefisienan ini diindikasikan oleh investasi manajer pada proyek yang tidak menguntungkan, atau pun menambah kompensasi manajemen.

Namun penelitian lain memiliki kesimpulan yang berbeda. Brav et al. (2005) melalui surveynya kepada 384 eksekutif keuangan di Amerika Serikat tentang kebijakan dividen, mendapatkan kesimpulan bahwa jumlah kas di neraca tidak menjadi bahan pertimbangan di dalam memberikan dividen. Yang paling menentukan justru adalah level dividen sebelumnya. Jika terdapat kelebihan kas, mereka cenderung untuk melakukan

pembelian saham kembali, ketimbang membagikan dividen. Rata-rata responden memilih pendapat "Sangat Tidak Setuju" untuk pernyataan: "Memiliki kas ekstra atau aset yang likuid – relatif terhadap jumlah kas yang diinginkan – merupakan faktor penentu dalam kebijakan dividen."

Dari berbagai hal di atas, penelitian ini akan menguji dan menjawab hipotesanya yang ketiga untuk melihat apakah likuiditas perusahaan dalam Indeks LQ 45 memiliki hubungan dengan kebijakan dividennya:

H3: Likuiditas suatu perusahaan pada tahun tertentu memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen pada periode setelahnya.

II.3.4. Keterkaitan antara Dividen dengan Perubahan Harga Saham Periode Sebelumnya

Di dalam berbagai studi yang dikutip Van Horne (2002) tentang *financial signaling*, harga saham terbukti terpengaruh oleh perubahan kebijakan dividen. Kenaikan dividen akan meningkatkan harga saham, sedangkan penurunan dividen akan menurunkan harga saham. Dari studi ini, para penentu kebijakan dividen dapat melihat bahwa besarnya dividen yang dibagikan akan menjadi sinyal dan mempengaruhi harga sahamnya.

Tujuan dari suatu perusahaan adalah memaksimalkan kesejahteraan pemiliknya (Van Horne, 2002). Jones (2004) mengatakan bahwa tujuan dari investor adalah memaksimalkan *return*. *Return* bagi investor pada pasar saham memiliki dua unsur, yakni *dividend yield* dan *capital gain*. *Dividend yield* adalah arus kas periodik yang diberikan kepada pemegang saham. *Dividend yield* dapat dihitung dengan membagi dividen dengan harga pasar sekarang. Sedangkan *capital gain (loss)* adalah perubahan harga saham dalam periode tertentu. Dengan menjumlahkan kedua komponen ini, akan didapatkan jumlah *total return*.

Jones (2004) juga menjelaskan bahwa terdapat dua jenis *return*, yakni *expected return* dan *realized return*. *Expected return* adalah tingkat pengembalian yang diharapkan oleh investor. *Realized return* adalah tingkat pengembalian yang terjadi dalam rentang waktu tertentu.

Untuk memaksimalkan kesejahteraan investor, manajemen harus mencari kebijakan yang dapat memaksimalkan *total return* yang diperoleh investor, yakni sampai sebesar yang diekspektasinya. Manajemen dalam hal ini terkait langsung dengan komponen *total return* yang pertama, yakni kebijakan dividen; manajemen tidak dapat mendikte harga pasar sahamnya (Keown, 2004). Dalam kebijakan ini, manajemen harus dapat menyeimbangkan besarnya dividen dengan besarnya *opportunity cost* dari berkurangnya laba ditahan, yang sebenarnya dapat digunakan untuk pendanaan internal (Van Horne, 2002).

Jadi secara internal, manajemen harus dapat menganalisis kebutuhan pendanaan untuk perencanaan investasi dan operasinya. Namun secara eksternal, manajemen juga harus dapat memaksimalkan *total return* yang diperoleh pemilik, di mana manajemen terkait langsung dengan komponen yang pertama, yakni kebijakan dividen.

Penelitian ini ingin menguji apakah terdapat fakta bahwa *financial signaling* dengan membagikan dividen ini dilakukan oleh manajemen untuk menaikkan harga sahamnya. Atau sebaliknya, apabila harga saham sudah cukup tinggi, manajemen akan mengacu pada *expected total return* dari saham perusahaannya, sehingga berpikir hanya perlu memberikan dividen untuk memenuhi ekspektasi pasar, sekalipun jumlah dividen harus diturunkan. Hal ini tentu tidak terlepas dari asumsi *sticky dividend policy*, sehingga dividen tahun lalu dan sekarang tidak berbeda jauh. Asumsi ini penting karena penelitian ini membandingkan antara *return* saham *tahun lalu* dengan dividen *tahun ini*.

Di dalam jurnalnya, Baker et al. (1985) menyimpulkan bahwa salah satu faktor yang paling besar pengaruhnya terhadap kebijakan dividen perusahaan adalah usaha untuk mempertahankan atau meningkatkan harga saham. Kesimpulan ini diambil berdasarkan survey kepada CFO (*Chief Financial Officer*) dari 562 perusahaan di Bursa Saham New York.

Brav et al. (2005) di dalam surveynya kepada 166 eksekutif keuangan perusahaan di Amerika Serikat yang membayar dividen, menyimpulkan bahwa rata-rata responden menganggap bahwa kebijakan dividen tidak dipengaruhi oleh harga pasar saham perusahaannya. Namun sekitar 34.8% responden berpendapat bahwa harga saham adalah faktor penting di dalam kebijakan dividen.

Dari berbagai hal di atas, penelitian ini pun akan menguji hipotesa yang terakhir:

H4: Perubahan harga saham pada tahun tertentu memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen pada periode setelahnya.