

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Pengertian Pasar Modal

Pasar modal secara lebih sederhana dapat diartikan, pasar dimana diterbitkan serta di perdagangan surat-surat berharga jangka panjang, khususnya obligasi dan saham (Siswanto Sudoma, 1990).

Dari pengertian itu pasar modal dapat dibedakan atas pasar tempat diterbitkan untuk pertama kalinya surat-surat berharga yang lazim sebagai pasar perdana (primary market) dan pasar tempat surat-surat berharga yang sudah beredar dan bukan emisi baru, kemudian surat-surat berharga itu diperjualbelikan di masyarakat yang dikenal dengan pasar sekunder (secondary market). Definisi yang resmi menurut keputusan Menteri Keuangan RI tentang Emisi Efek Melalui Bursa menyatakan bahwa pasar perdana adalah penawaran efek emiten kepada pemodal selama masa tertentu sebelum efek tersebut dicatatkan di bursa, sedangkan pasar sekunder adalah perdagangan saham setelah melewati masa penawaran pada pasar perdana.

Bursa efek merupakan pasar sekunder tempat diperdagangkannya saham terdaftar yang telah beredar atau berasal dari pasar perdana. Di dalam pasar ini, saham atau obligasi dijual kepada masyarakat, dan diperdagangkan antara pemilik sekarang dan pemilik potensial. Keuntungan dari penjualan itu tidak kembali kepada emiten tetapi kepada pemilik efek yang menjualnya. Pasar modal

memiliki beberapa instrumen yaitu saham, right, obligasi, warrant, dan sertifikat danareksa.

Di Indonesia terdapat tiga tempat Bursa Efek diantaranya Bursa Efek Jakarta (BEJ) atau Jakarta Stock Exchange (JSX), Bursa Eek Surabaya, dan Bursa Efek Semarang. Namun Bursa Efek yang terbesar dan tertua adalah Bursa Efek Jakarta.

2.2 Pengertian dan Tujuan Pembagian Deviden

Sebagai keuntungan yang diperoleh perusahaan dalam operasinya akan didistribusikan kepada pemegang saham dan sebagian lagi akan ditahan untuk diinvestasikan pada investasi yang menguntungkan. Terkait dengan keuntungan tersebut maka manajer keuangan harus dapat mengambil keputusan mengenai besarnya keuntungan yang harus dibagikan kepada pemegang saham dan berapa yang harus ditahan guna mendanai perkembangan atau pertumbuhan perusahaan. Keputusan tersebut akan mempunyai pengaruh yang menentukan terhadap nilai perusahaan. Besarnya keuntungan yang dibagikan kepada pemegang saham disebut *dividen*. Pada umumnya perusahaan membayarkan deviden dalam bentuk kas (tunai), dan karena kebijakan ini akan mempengaruhi kebijakan pembelanjaan perusahaan maka keputusannya dilakukan dengan hati-hati dan harus juga melibatkan para pemegang saham sebagai pemilik perusahaan. Biasanya diputuskan dalam RUPS.

Selain dalam bentuk tunai, deviden dapat juga dibayarkan dalam bentuk saham, artinya deviden menjadi hak pemegang saham diganti dengan saham.

Walaupun jumlah saham akhirnya berubah tapi proporsinya masih tetap tidak berubah. Hal ini disebabkan karena pemegang saham lama menerima saham sebagai pengganti deviden sesuai dengan proporsi kepemilikan sahamnya. Kebijakan ini diambil karena perusahaan mempunyai peluang investasi yang menguntungkan sementara perusahaan tidak ingin menggunakan dana eksternal oleh beberapa sebab. Dengan pemberian deviden saham ini maka perusahaan dapat menahan kas lebih banyak untuk membiayai investasi sehingga tidak perlu menarik dana dari luar perusahaan. Selain itu pembagian deviden saham dapat juga disebabkan oleh karena perusahaan tidak ingin harga sahamnya terlalu tinggi sehingga tidak terbeli oleh investor. Harapannya ialah bahwa dengan menambah jumlah lembar saham maka harga saham tersebut diharapkan akan turun. Dengan harga yang lebih rendah diharapkan akan lebih menarik bagi sebagian besar investor sehingga akan meningkatkan frekwensi perdagangan. Namun demikian deviden saham dapat pula digunakan untuk menggantikan deviden kas karena perusahaan mengalami kesulitan finansial dan kalau hal ini terjadi maka deviden saham tidak dapat mencerminkan prospek yang baik. *Stock dividend* akan mengakibatkan *earning per share* menurun, hal ini karena jumlah lembar saham yang bertambah besar. *Stock dividend* berbeda dengan menerbitkan saham baru karena dalam penerbitan saham baru, apabila investor lama tidak memiliki dana untuk membeli saham baru maka mengakibatkan proporsi kepemilikan berubah sedangkan dalam *stock dividend* proporsi kepemilikan tidak berubah.

Sesuai dengan fungsi manajemen pembelanjaan pada umumnya, maka pembagian deviden bertujuan untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang

saham. Disamping itu tujuan pembagian deviden juga untuk menunjukkan likuiditas perusahaan. Dengan dibayarkannya deviden maka diharapkan perusahaan tersebut di mata investor akan memiliki nilai yang tinggi. Dengan pembayaran deviden yang terus menerus perusahaan ingin menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghadapi gejolak perekonomian dan mampu memberikan hasil kepada pemegang saham. Sebagian investor memandang bahwa resiko deviden lebih rendah dibanding resiko capital gain selain itu untuk memenuhi kebutuhan para pemegang saham akan pendapatan tetap yang digunakan untuk keperluan konsumsi dan juga deviden dapat digunakan sebagai alat komunikasi antara manajer dan pemegang saham. Informasi secara keseluruhan tentang kondisi intern perusahaan sering tidak diketahui oleh investor, sehingga melalui devidenlah pertumbuhan perusahaan atau prospek perusahaan bisa diketahui. Hal ini ditunjang oleh beberapa hasil penelitian yang menunjukkan arti pentingnya keuntungan dibagikan kepada para pemegang saham. Graham dan Dodd (dikutip dari Friend and Puckett, 1964) menyatakan bahwa satu deviden rata-rata mempunyai pengaruh sampai empat kali harga saham dibandingkan dengan satu dolar ditahan (*retained earning*). Pernyataan ini juga diperkuat oleh Gordon dan Durand seperti yang dikutip Amos Naibaho (2000) menyatakan bahwa efek deviden terhadap harga saham masih beberapa kali lebih besar daripada laba ditahan. Disamping itu investor masih memandang bahwa resiko deviden lebih kecil dibandingkan dengan *capital gain* yang akan diperoleh akibat menahan laba. Sementara itu Johnson (1996) seperti yang dikutip Amos Naibaho (2000) menunjukkan bahwa ada kecenderungan perusahaan mempertahankan tingkat

pembayaran deviden dan meningkatkan level tersebut hanya apabila perusahaan yakin bahwa peningkatan tersebut dapat dipertahankan pada periode selanjutnya. Pembayaran deviden ini tetap dilakukan bahkan pada saat resesi dimana perusahaan-perusahaan mengalami kerugian. Dengan demikian maka pembagian deviden dipandang oleh manajer maupun oleh pemegang saham sebagai suatu indikasi bahwa perusahaan masih prospektif dimana kerugian bersifat temporal dan perusahaan tidak mengalami kesulitan finansial.

Keengganan perusahaan dalam memotong deviden menjadikan dasar bagi Lintner (1956) seperti yang dikutip Mutamimah dan Sulistyono untuk melakukan penelitian dengan memperkenalkan *Lintner's lagged partial adjustment model*. Menurut Lintner perusahaan menetapkan target *dividend payout ratio* yang didasarkan pada target keuntungannya. Apabila keuntungan yang ditargetkan telah dicapai dan dianggap telah stabil maka perusahaan akan menyesuaikan besarnya deviden yang dibayarkan hingga mencapai target yang telah ditetapkan. Penyesuaian tersebut dilakukan secara bertahap dan kecepatan penyesuaian itu disebut *speed of adjustment*. Disini Lintner menunjukkan bahwa disebagian besar situasi, kebijakan deviden bukan merupakan hasil sampingan dari penyimpanan tapi merupakan keputusan primer dan keputusan aktif.

Pendapat Lintner diperkuat lagi oleh hasil penelitian Turnovsky (1967) seperti yang dikutip Amos Naibaho (2000) bahwa *retained earning* merupakan sisa setelah deviden dibagikan. Hasil yang ditunjukkan oleh penelitian Turnovsky adalah kebutuhan dana untuk investasi bukan merupakan penentu dalam

menentukan *retained earning*. Pernyataan ini mengindikasikan bahwa *retained earning* merupakan elemen residu pada ciri-ciri profit perusahaan.

Pada akhirnya perusahaan membayarkan deviden demi memenuhi kebutuhan para pemegang saham akan pendapatan tetap yang digunakan untuk digunakan untuk keperluan konsumsi. Feldstein dan Green (1983) seperti yang dikutip Amos Naibaho (2000) memberikan alasan mengapa perusahaan membayarkan deviden yaitu karena ada sebagian investor yang merupakan investor kecil, lembaga keuangan dan organisasi non profit yang membutuhkan pendapatan tetap yang akan mereka gunakan untuk *finance consumption*. Walaupun keperluan konsumsi itu dapat juga dibiayai dengan menjual secara periodik sebagian saham untuk memperoleh uang kas tapi hal ini tidak layak dilakukan karena mereka harus membayar biaya transaksi. Masih menurut Feldstein dan Green bahwa deviden dapat digunakan sebagai alat komunikasi antara manajer dan pemegang saham. Hal ini di karenakan laporan keuangan yang konvensional saja tidak mencukupi sebagai informasi akan prospek perusahaan. Dengan deviden diharapkan manajer dapat memberi sinyal akan pertumbuhan perusahaan dan juga keuntungan yang berkelanjutan.

Ada 3 pendapat dalam menentukan suatu kebijakan deviden, yaitu : (Suad Husnan dan Emy. P, 1994:332):

1. Pendapat yang menginginkan deviden dibagikan sebesar-besarnya

Argumentasi dari pendapat ini mengatakan bahwa harga saham dipengaruhi oleh deviden yang dibagikan. Kesalahan dari pendapat ini adalah, bahwa peningkatan pembayaran deviden hanya dimungkinkan apabila laba yang

diperoleh perusahaan juga mengalami peningkatan, sehingga perusahaan tidak dapat membagikan deviden yang lebih besar apabila laba yang diperoleh perusahaan tidak meningkat.

Memang benar bahwa harga saham akan meningkat jika perusahaan mampu membagikan deviden yang lebih besar dari tahun sebelumnya, dan peningkatan pembayaran deviden itu disebabkan oleh meningkatnya laba perusahaan. Meskipun demikian, kenaikan harga saham tersebut disebabkan oleh kenaikan laba, bukan oleh kenaikan pembayaran deviden.

Perusahaan tidak harus membagikan semua laba yang diperoleh sebagai deviden, hanya karena perusahaan harus membagikan deviden sebesar-besarnya. Keputusan laba untuk ditahan dibenarkan jika laba tersebut dapat diinventasikan dan menghasilkan tingkat keuntungan yang lebih besar dari biaya modalnya.

2. Dividen tidak relevan

Pendapat bahwa dividen tidak relevan mendasarkan diri atas pemikiran bahwa membagikan deviden dan menggantinya dengan menerbitkan saham baru, mempunyai dampak yang sama terhadap kekayaan pemegang saham. Pendapat ini mengatakan bahwa perusahaan bisa saja membagikan deviden dalam jumlah yang besar ataupun kecil, asalkan dapat menutup kekurangan dana dari sumber ekstern.

3. Dividen dibagikan sekecil-kecilnya

Pendapat ini mendasarkan diri pada kemungkinan adanya ketidaksempurnaan pasar modal. Perusahaan akan menanggung biaya emisi (floatation cost) yang diabaikan pada deviden tidak relevan jika menerbitkan saham

baru. Mereka lebih cenderung untuk tidak membagikan deviden atau membagikan sedikit deviden apabila keputusan investasi menunjukkan bahwa dana tersebut dapat diinvestasikan dan mempunyai prospek yang bagus, dan diharapkan dapat mendatangkan keuntungan yang lebih besar.

Masalah kebijakan deviden ini sangat penting bagi perusahaan dengan 2 (dua) alasan yaitu :

1. Pembayaran deviden mungkin akan mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham tersebut.
2. Laba ditahan biasanya merupakan sumber dana internal yang terbesar dan yang terpenting bagi pertumbuhan perusahaan.

2.3 Macam-macam Deviden dan Alternatif Pembayaran Deviden

Deviden yang dibayarkan kepada pemegang saham ditinjau dari bentuknya ada 2 (dua) macam yaitu:

1. Deviden tunai (cash dividend)

Bagian keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk Cash (tunai)

2. Deviden saham (stock dividend)

Bagian keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk saham.

Perusahaan harus memutuskan berapa besarnya keuntungan yang ditahan dan berapa besar yang akan dibagikan kepada pemegang saham yang telah

menanamkan dananya dan juga terhadap pertumbuhan perusahaan. Ada tiga macam alternatif pembayaran (Martin, Petty, Keown, Scott Jr, 1991).

1. Dividend payout yang konstan.

Dengan dividend payout yang konstan maka perusahaan menetapkan rasio yang tetap terhadap keuntungan. Berapapun keuntungan yang diperoleh persentase keuntungan yang dibagikan selalu sama. Sebagai akibatnya maka jumlah uang yang dibayarkan akan berbeda tergantung pada keuntungan yang diperoleh. Hal ini tidak akan menjadi masalah sepanjang keuntungan yang diperoleh setiap periodenya selalu meningkat. Tetapi apabila keuntungannya diperoleh lebih kecil daripada periode sebelumnya maka deviden yang dibayarkan akan turun. Oleh karena itu kebijakan rasio yang tetap akan mengakibatkan pembayaran deviden yang berfluktuasi dengan naik turunnya keuntungan yang diraih.

2. Jumlah yang stabil.

Kebijakan ini akan menyebabkan perusahaan membayarkan jumlah yang tetap untuk beberapa periode. Pembayaran akan dinaikan apabila perusahaan merasa yakin bahwa kenaikan itu dapat dipertahankan untuk periode-periode selanjutnya. Perusahaan juga tidak akan melakukan penurunan deviden sampai benar-benar terbukti bahwa perusahaan tidak sanggup lagi membayarkannya.

3. Jumlah yang kecil ditambah deviden ekstra.

Perusahaan membayarkan deviden dalam jumlah yang kecil dan apabila ada keuntungan yang melonjak maka pada akhir periode perusahaan menambahkan deviden ekstra. Tujuan manajemen melakukannya adalah untuk

menghindarkan konotasi deviden permanen. Akan tetapi hal ini menyebabkan investor tidak dapat mengestimasi deviden dan menjadi ragu-ragu untuk menanamkan dananya.

2.4 Teori Kebijakan Deviden

Terdapat 3 (tiga) teori kebijakan deviden yang dapat digunakan sebagai landasan dalam membuat kebijakan deviden yang tepat bagi perusahaan. Brigham dan Weston (1990) menyebutkan beberapa teori kebijakan deviden yaitu :

1. Dividend Irrelevance

Modigliani Miller seperti yang dikutip Mutamimah dan Sulistyoyo (2000) berpendapat bahwa kebijakan deviden tidak mempunyai efek pada harga saham perusahaan maupun pada cost of capital nya, argumen inilah yang disebut bahwa kebijakan deviden tidak relevan. Modigliani Miller menyatakan bahwa apabila pembayaran deviden dinaikkan, maka perusahaan dapat mengimbangnya dengan cara mengeluarkan saham baru sebagai pengganti sejumlah pembayaran deviden tersebut. Lebih lanjut Modigliani Miller mempunyai alasan bahwa nilai suatu perusahaan ditentukan oleh earning power dan tingkat resiko asset perusahaan.

2. Bird-in-the Hand Theory

Myron Gordon dan J. Lintner seperti yang dikutip Mutamimah dan Sulistyoyo (2000) mengemukakan bahwa para pemegang saham lebih suka kalau eaning dibagikan dalam bentuk deviden daripada ditahan (retained earning). Alasan mereka adalah bahwa pembayaran deviden merupakan penerimaan yang pasti dibandingkan dengan capital gain. Mereka mengkiaskan bahwa satu burung

ditangan lebih berharga daripada seribu burung di udara. Teori inilah yang disebut *bird in-the hand theory*.

3. Tax Differential Theory

Litzenberger dan Ramaswamy seperti yang dikutip Mutamimah dan Sulisty (2000) menyatakan bahwa apabila deviden dikenai pajak dengan jumlah yang lebih tinggi daripada pajak atas *capital gain*. Pemodal menginginkan agar deviden tersebut dibagikan dalam jumlah kecil dengan maksud untuk memaksimumkan nilai perusahaan.

2.5 Deviden Per Share dan Variabel-Variabel yang Mempengaruhi

Dalam menentukan kebijakan deviden manajer harus memperhatikan kesejahteraan para pemegang saham. Disamping itu manajer juga harus meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Keputusan deviden yang menciptakan keseimbangan diantara deviden saat ini dan pertumbuhan dimasa yang akan datang sehingga memaksimumkan harga saham itu disebut kebijakan deviden yang optimal (Weston, Brigham, 1990). Adapun variabel-variabel yang mempengaruhi pembayaran deviden menurut beberapa ahli adalah:

1. Menurut Bambang Riyanto (1998) yang mempengaruhi deviden adalah:

a. Posisi Likuiditas

Oleh karena deviden merupakan *cash out flow* maka makin kuat posisi likuiditas perusahaan berarti semakin besar kemampuannya untuk membayar deviden.

b. Kebutuhan dana untuk pembayaran hutang

Semakin besar hutang suatu perusahaan maka semakin besar kebutuhan dana untuk membayar hutang sehingga semakin kecil dana yang dibayarkan sebagai deviden.

c. Tingkat pertumbuhan perusahaan

Semakin pesat tingkat pertumbuhan perusahaan semakin besar dana yang dibutuhkan untuk membiayainya. Perusahaan biasanya cenderung menahan laba untuk membiayai pertumbuhan tersebut.

d. Pengawasan terhadap perusahaan

Pada umumnya perusahaan cenderung membiayai kebutuhan dana ekspansi dari dana intern untuk mempertahankan kontrol pemegang saham.

2. Menurut Martin Petty, Keown, Scott Jr (1991) yang mempengaruhi deviden adalah:

a. Legal restriction

Adanya peraturan-peraturan tertentu akan membatasi besar deviden yang dibayarkan.

b. Liquidity position

Besarnya keuntungan yang diperoleh dan laba yang ditahan yang tinggi tidak mesti menyebabkan kas yang tinggi juga. Karena ada kemungkinan keuntungan dan laba ditahan tersebut telah digunakan untuk membayar hutang ataupun membeli aktiva.

c. Absence or lack of other sources of financing

Bagi perusahaan yang baru tumbuh maka sumber dana intern sangat penting artinya. Hal ini dikarenakan perusahaan tersebut sulit memperoleh pinjaman

ataupun menjual sahamnya. Sebagai konsekwensinya maka laba ditahan akan tinggi sehingga deviden yang dibayarkan akan rendah atau bahkan tidak dibagikan.

d. Earning predictability

Apabila *earning* berfluktuasi maka deviden tidak dapat disandarkan semata-mata dari *earning* tersebut. Diperlukan adanya *trend earning* yang stabil untuk menentukan porsi dari deviden

e. Ownership control

Apabila perusahaan membayar deviden yang tinggi akan menyebabkan laba ditahan tidak cukup untuk membayar investasi baru. Perusahaan harus menerbitkan saham baru untuk mencukupi dana. Sehingga kontrol pemegang saham lama akan berkurang. Hal ini tidak diinginkan oleh pemegang saham sehingga mereka lebih menyukai tidak memperoleh deviden.

f. Inflation

Inflasi menyebabkan depresiasi tidak mencukupi untuk membeli aktiva sehingga perusahaan memerlukan menahan laba yang lebih besar. Sehingga deviden akan semakin kecil.

Banyak penelitian menunjukkan bahwa deviden yang naik sering dikaitkan dengan naiknya harga saham. Sementara penurunan deviden secara umum menunjukkan bahwa harga saham turun. Hal ini menunjukkan bahwa investor secara umum lebih menyukai deviden daripada capital gain. Berarti pula bahwa terdapat adanya informasi yang penting (information content) dalam pengumuman deviden. Fenomena ini terjadi karena informasi bagi investor

tentang kondisi perusahaan sangat terbatas. Sehingga salah satu cara yang mereka gunakan untuk mengetahui kondisi perusahaan dengan melihat naik turunnya perusahaan.

Penelitian terhadap deviden dipelopori oleh Lintner (1956) seperti yang dikutip Mutamimah dan Sulistyono yang juga melakukan wawancara terhadap manajer-manajer tentang apa sebenarnya yang mempengaruhi pembagian deviden. Manajer menghindari pemotongan deviden dan akan meningkatkan besar deviden bila peningkatan itu diyakini dapat mempertahankan pada periode selanjutnya. Peningkatan deviden dilakukan secara berangsur-angsur dengan tingkat kecepatan sebesar speed of adjustmentnya. Lintner mengajukan model sebagai berikut:

$$\Delta D_i = a_i + C_i(D_i^* - D_{i,t-1}) + U_i$$

Dimana:

ΔD_i = Perubahan deviden perusahaan i dari tahun t-1 ke tahun t

D_i^* = Target deviden perusahaan i pada periode t

$D_{i,t-1}$ = Deviden aktual perusahaan i pada periode t-1

C_i = Speed of adjustment

a_i = Intersep

U_i = Error

Target deviden (D_i^*) dapat dihitung dengan menggunakan rumus

$$D_i^* = r_i E_i$$

Dimana:

r_i = Target dividend payout ratio

E_i = Keuntungan perusahaan pada periode tahun t

Sehingga dengan demikian rumus tersebut menjadi :

$$\Delta Di_t = a_i + CiriE_i - CiDi_{t-1} + U_i$$

Penelitian Lintner menunjukkan bahwa yang mempengaruhi perolehan deviden adalah deviden tahun sebelumnya dan tingkat keuntungan tahun yang bersangkutan. Hasil estimasi besarnya *speed of adjustment* dan *target dividend payout ratio* merupakan informasi bagi calon investor sebagai bahan pertimbangan pengambilan keputusan investasi saham.

Model Lintner juga menjadi dasar bagi penelitian Fama dan Blasiak (1968) yang dikutip dari Siswanti dimana Fama menambahkan variabel bebas earning periode sebelumnya, sehingga model Lintner dimodifikasi menjadi:

$$\Delta Di_t = aE_i + bDi_{t-1} + cE_{i-1} + \epsilon$$

Model Fama ini mampu memberi hasil yang lebih baik dalam arti mampu memprediksi lebih baik. Hal ini juga ditunjukkan oleh Zainal Arifin (1993) dalam Edi Sulistianto (2003) yang menggunakan model Fama untuk menentukan variabel-variabel yang mempengaruhi deviden. Hasil lain yang ditunjukkan oleh Arifin adalah bahwa walaupun faktor-faktor tersebut secara signifikan mempengaruhi deviden namun nampaknya perusahaan-perusahaan di Bursa Efek Jakarta belum mementingkan deviden sebagai alat untuk mencerminkan baik buruknya kondisi perusahaan. Setelah diuji dengan uji varian tidak ada hubungan antara kenaikan keuntungan dengan dividend payout ratio. Begitu juga dengan uji antara kenaikan atau penurunan keuntungan dengan kenaikan atau penurunan dividend per share yang menunjukkan adanya signifikansi yaitu bila keuntungan

turun maka dividend per share turun dan sebaliknya. Dengan kata lain perusahaan-perusahaan mempunyai kecenderungan tidak mempertahankan tingkat deviden. Perusahaan juga belum memanfaatkan adanya pengumuman deviden untuk menawarkan saham baru, karena uji chi kuadrat menunjukkan tidak ada signifikansi antara saat pengumuman kenaikan deviden yang dapat digunakan untuk menaikkan harga saham.

Sementara itu Widyantoro Setyawan dalam Edi Sulistianto (2003), didalam mengukur faktor-faktor variabel-variabel yang mempengaruhi deviden pada perusahaan BUMN mengajukan 4 variabel, yaitu RIN (Rencana Investasi), RPMK (Rencana Penambahan Modal Kerja), RPH (Rencana Pembayaran Hutang), TPK (Tingkat Kesehatan Perusahaan). Baik Arifin maupun Setyawn meninjau dari sudut pandang manajemen dan bukan dari laporan-laporan keuangan perusahaan. Hasil yang diperoleh Setyawan adalah keempat variabel tersebut hanya dua yang signifikan yaitu variabel RIN (Rencana Investasi) dan RPMK (Rencana Penambahan Modal Kerja), namun demikian kedua koefisien variabel tersebut sangat rendah. Hal ini mengindikasikan bahwa laba yang ditahan belum digunakan. Sebagai sumber utama modal kerja kebijakan pada persero lebih bersifat residual artinya besarnya deviden yang akan dibagikan pada pemegang saham sangat tergantung keadaan dan kondisi perusahaan saat itu. Karena koefisien regresi yang kecil maka sumbangan variabel-variabel tersebut terhadap deviden pun akan kecil, sehingga penghasilan para pemegang saham dalam jangka panjang belum jelas atau sulit diprediksi.

Pada tahun 1994 (Jurnal Pasar Modal Indonesia, Februari 1997) telah dilakukan suatu survei di BEJ yang bertujuan untuk menilai pandangan para pemimpin eksekutif terhadap kebijakan pembagian deviden dan kebutuhan struktur modal. Hasil survei tersebut menunjukkan bahwa bagi para eksekutif, variabel utama yang berpengaruh terhadap kebutuhan deviden adalah variabel keuntungan dan kesempatan investasi. Selain itu mereka juga menyebutkan tersedianya cash, cash flow perusahaan, dan harga saham.

2.6 Pengembangan Hipotesis

Penelitian ini mengacu pada beberapa penelitian yang sudah dilakukan sebelumnya. Adapun perbedaannya adalah adanya penambahan variabel yang paling mempengaruhi deviden per share. Variabel-variabel yang akan diajukan dalam penelitian ini adalah:

1. Current Ratio (CR)

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya yang segera harus dipenuhi. Sementara itu keuntungan yang besar belum menunjukkan kemampuan untuk membayar, karena tidak menunjukkan jumlah dana yang benar-benar tersedia dalam kas. Keuntungan yang diperoleh perusahaan tersebut belum menunjukkan jumlah dana yang ada dalam kas. Apalagi jika dana tersebut telah diinvestasikan dalam aktiva yang dibutuhkan perusahaan sehingga dalam hal ini posisi likuiditas perusahaan rendah. Karena deviden merupakan cash out flow, maka deviden tergantung pada kemampuan membayar (current ratio) dari perusahaan tersebut.

2. Debt to Equity Ratio (DER)

Debt to equity ratio mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh berapa bagian dari modal sendiri yang digunakan untuk membayar utang. Semakin rendah debt to equity ratio semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam membayar seluruh kewajibannya. Penggunaan utang sebagai sumber pendanaan akan menyebabkan perusahaan harus menanggung beban tetap berupa bunga dan cicilan utang. Semakin besar proporsi utang yang digunakan dalam struktur modal maka semakin besar pula kewajiban yang ditanggung oleh perusahaan yang bersangkutan. Pada gilirannya peningkatan utang akan mempengaruhi besar kecilnya pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham termasuk deviden yang akan diterima karena kewajiban tersebut lebih diprioritaskan daripada pembagian deviden. Apabila beban utang semakin tinggi maka kemampuan perusahaan didalam membagikan deviden semakin rendah, dengan demikian maka debt to equity ratio mempunyai hubungan negatif dengan deviden.

3. Deviden Tahun Sebelumnya (DPS_{t-1})

Pada umumnya perusahaan tidak bersedia mengurangi jumlah deviden yang dibayarkan dan akan meningkatkan deviden apabila peningkatan itu dapat dipertahankan untuk tahun tahun selanjutnya. Deviden yang stabil dapat memberikan kepada investor bahwa perusahaan mempunyai prospek baik dimasa akan datang. Apabila deviden tidak diturunkan walaupun keuntungan yang diperoleh perusahaan tersebut turun maka kepercayaan investor terhadap

perusahaan akan lebih besar, dengan demikian maka deviden tahun sebelumnya mempunyai hubungan positif terhadap deviden per share.

4. Earning Per Share (EPS)

Earning per share merupakan keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasinya. Deviden akan dibagikan apabila perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan yang layak kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajiban bunga dan pajak. Oleh karena itu deviden diambilkan keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tentu saja akan mempengaruhi besarnya deviden

5. Total Assets Turn Over (TATO)

Perputaran penjualan yang tinggi akan mencerminkan kinerja perusahaan secara finansial. Semakin tinggi perputaran aset perusahaan, berarti semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam membagikan deviden per sahamnya. Sebaliknya semakin rendah perputaran aset perusahaan, maka semakin rendah kemampuan perusahaan dalam membagikan deviden per sahamnya.

6. Pertumbuhan Penjualan

Pertumbuhan penjualan yang tinggi akan mencerminkan pada tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan membutuhkan dana yang tinggi untuk membiayai pertumbuhan tersebut. Pada umumnya perusahaan yang membutuhkan dana akan cenderung terlebih dahulu menggunakan dana internal. Hal ini disebabkan karena dana eksternal akan membutuhkan biaya yang relatif tinggi untuk memperolehnya sehingga perusahaan akan menggunakan sebagian besar atau bahkan seluruh

keuntungannya sebagai pendanaan pertumbuhan. Apabila sebagian besar keuntungan yang diperoleh ditanamkan kembali sebagai investasi maka akibatnya dana untuk membayarkan deviden makin rendah. Dengan kata lain perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan membayarkan deviden yang rendah. Dengan demikian maka hubungan deviden per share dengan pertumbuhan penjualan akan negatif, semakin tinggi pertumbuhan penjualan akan menyebabkan deviden per share semakin rendah.

7. Size Perusahaan

Besar kecilnya ukuran suatu perusahaan akan mempengaruhi akses perusahaan tersebut ke pasar modal sehingga akan mempengaruhi kemampuannya dalam memperoleh dana yang dibutuhkan. Perusahaan yang besar dan sehat dimana posisi likuiditas, solvabilitas dan rentabilitasnya sangat baik akan lebih mudah masuk ke pasar modal. Sementara itu perusahaan yang kecil yang belum stabil operasinya akan lebih sulit masuk ke pasar modal guna menghimpun dana. Hal ini disebabkan karena investor maupun calon investor pada umumnya tidak menyukai risiko (menghindari). Oleh karena itu perusahaan kecil akan cenderung menghimpun dana melalui pembiayaan internal. Tentu saja hal ini akan mempengaruhi juga kebijakan devidennya yang berkaitan dengan pembayaran deviden per lembar saham.

Dari 7 faktor tersebut peneliti akan mengambil suatu analisis bahwa kemungkinan faktor-faktor itu akan akan berpengaruh secara negatif maupun positif terhadap deviden per share. Tabel 2.1 dibawah ini akan menjelaskan mana yang akan berpengaruh negatif dan positif masing masing faktor tersebut.

Tabel 2.6.1 Hubungan Variabel Bebas Terhadap Variabel Terikat.

Faktor-faktor yang mempengaruhi deviden	Pengaruh yang diharapkan
Current Ratio (CR)	Current ratio mempunyai hubungan positif terhadap DPS.
Debt to Equity Ratio (DER)	Debt to equity ratio mempunyai hubungan negatif terhadap DPS.
Deviden Tahun Sebelumnya (DPS_{t-1})	Deviden tahun sebelumnya mempunyai hubungan positif terhadap DPS
Earning Per Share (EPS)	Earning per share mempunyai hubungan positif terhadap DPS
Total Asset Turn Over (TATO)	Total Asset turn over mempunyai hubungan positif terhadap DPS.
Pertumbuhan Penjualan	Pertumbuhan penjualan mempunyai hubungan negatif terhadap DPS
Size Perusahaan	Size perusahaan mempunyai hubungan positif terhadap DPS.