

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1. Latar Belakang Masalah**

Krisis ekonomi yang terjadi di beberapa negara di kawasan Asia seperti Malaysia, Thailand, Singapura dialami juga oleh Indonesia. Krisis ekonomi yang dimulai dengan krisis moneter dan ditandai dengan merosotnya nilai tukar Rupiah terhadap Dollar Amerika telah menurunkan kualitas ekonomi Indonesia. Laju inflasi pun meningkat cepat seiring dengan melemahnya nilai tukar.

Pembangunan industri merupakan salah satu bagian dari usaha jangka panjang dalam merombak struktur ekonomi dari struktur agraris menuju ke struktur industri. Perubahan struktur ekonomi diarahkan untuk lebih seimbang dan serasi. Hal ini dilakukan untuk mengantisipasi dampak krisis moneter dan ekonomi yang dialami oleh perusahaan-perusahaan yang bergerak di bidang industri. Banyak dari perusahaan yang tutup ataupun yang beroperasi jauh di bawah kapasitas produksinya. Hal itu disebabkan oleh tingginya harga bahan baku, turunnya penjualan akibat melemahnya daya beli masyarakat dan di sisi lain disebabkan oleh beratnya beban hutang perusahaan bagi yang melakukan pinjaman dalam valuta asing. Dengan demikian sebagian besar kebutuhan dalam negeri diupayakan dapat dipenuhi oleh kemampuan sendiri, karena itu perusahaan-perusahaan Indonesia semakin meningkat baik dalam hal jumlah maupun kualitas.

Sektor industri dari tahun ke tahun semakin besar peranannya dalam perekonomian. Hal ini dapat dilihat dari sumbangannya terhadap PDB yang semakin meningkat dari tahun ke tahun. Sektor industri merupakan tumpuan masa depan ekonomi Indonesia, sebab sudah diputuskan strategi pembangunan lebih dititikberatkan pada sektor industri. Hal ini dibuktikan dengan semakin besarnya laju pertumbuhan PDB sektor ini dibandingkan dengan sektor pertanian.

Sektor industri makanan dan minuman termasuk salah satu bagian ekonomi yang memegang peranan penting dalam perekonomian Indonesia. Prospek perkembangan industri manufaktur bidang makanan dan minuman cukup baik. Pada masa krisis, saham industri manufaktur bidang makanan dan minuman termasuk saham yang tahan terhadap krisis. Hal ini disebabkan karena produksi makanan dan minuman merupakan kebutuhan primer yang tetap dibutuhkan oleh masyarakat. Selain itu mobilitas penduduk yang cukup tinggi menuntut pemenuhan akan makanan dan minuman dengan cara praktis.

Suatu perusahaan selalu dihadapkan pada tiga permasalahan penting yang saling berkaitan di dalam pengelolaan keuangan. Begitu pula dalam perusahaan industri makanan dan minuman. Ketiga permasalahan tersebut meliputi keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan untuk menentukan seberapa besar deviden yang harus dibagikan kepada para pemegang saham. Keputusan- keputusan ini akan mempunyai pengaruh terhadap *value of firm* yang dicerminkan dari harga pasar saham perusahaan.

Keputusan untuk menentukan berapa besar dividen yang harus dibagikan kepada para pemegang saham disebut dengan kebijakan dividen (*dividend policy*). Kebijakan pembagian dividen adalah salah satu fenomena yang secara umum paling diperhatikan oleh semua perusahaan karena dalam menentukan kebijakan dan pembagian dividen ini akan mempunyai pengaruh secara langsung terhadap nilai perusahaan. Berkaitan dengan kebijakan dividen tersebut terlihat bahwa terdapat beberapa pihak yang saling berbeda kepentingan, yaitu antara kepentingan pemegang saham, pemegang obligasi dan pihak perusahaan itu sendiri. Besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan tergantung pada kebijakan dividen dari masing-masing perusahaan sehingga pertimbangan manajemen sangat diperlukan. Dengan demikian perlunya bagi pihak manajemen untuk mempertimbangkan faktor-faktor apa saja yang akan mempengaruhi kebijakan dividen yang ditetapkan oleh perusahaan.

Brigham dan Gapenski (1999) menyatakan bahwa setiap perubahan dalam kebijakan pembayaran dividen akan memiliki dua dampak yang berlawanan. Apabila dividen akan dibayarkan semua, kepentingan cadangan akan terabaikan. Sebaliknya bila laba ditahan semua, maka kepentingan pemegang saham akan uang kas juga akan terabaikan. Untuk menjaga kedua kepentingan, manajer keuangan harus menempuh kebijakan dividen yang optimal. Teori kebijakan dividen yang optimal diartikan sebagai rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) yang ditetapkan dengan memperhatikan kesempatan untuk menginvestasikan dana serta berbagai preferensi yang dimiliki para investor mengenai dividen daripada *capital gain*. (Husnan, 1988)

Ada pula beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen antara lain yang dikemukakan oleh Bambang Riyanto (1995) menyatakan bahwa kebijakan dividen itu dipengaruhi oleh posisi likuiditas, kebutuhan dana untuk membayar hutang, tingkat pertumbuhan bank dan pengawasan terhadap bank. Sedangkan Husnan dan Puji Astuti (1994) menyebutkan faktor operating cash flow, tingkat laba, kesempatan investasi, biaya transaksi dan pajak perorangan.

Pertumbuhan perusahaan secara terus menerus adalah diperlukan agar dapat hidup dan memberikan kemakmuran yang lebih tinggi kepada pemilik saham. Untuk tumbuh, perusahaan memerlukan dana yang lebih besar untuk mendanai perluasan investasinya. Dana tersebut dapat diperoleh dari berbagai sumber baik sumber internal maupun sumber eksternal. Sumber internal dapat berupa depresiasi dan laba ditahan. Apabila perusahaan mengandalkan pendanaan investasi dengan menggunakan laba ditahan maka dividen yang akan dibagikan akan berkurang. Laba ditahan merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan, sedangkan dividen merupakan aliran kas yang dibayarkan kepada para investor. Setiap perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan bersangkutan di satu pihak dan juga dapat membayarkan dividen kepada para investor di lain pihak, tetapi kedua tujuan tersebut selalu bertentangan. Dikatakan bertentangan sebab makin tinggi *dividend payout ratio* (DPR) yang ditetapkan oleh suatu perusahaan maka semakin kecil dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali di dalam perusahaan. Hal ini berarti bahwa semakin kecil DPR akan semakin besar laba ditahan perusahaan. Sebaliknya, bila perusahaan

menggunakan sumber dana eksternal maka ada kecenderungan membagikan dividen yang lebih besar.

Melihat pentingnya uraian dan variabel- variabel tersebut sebagai proses pengambilan keputusan investasi maka penulis melakukan penelitian dengan judul: **"ANALISIS FAKTOR - FAKTOR YANG MEMPENGARUHI DIVIDEND PAYOUT RATIO PADA PERUSAHAAN SEKTOR INDUSTRI KONSUMSI YANG LISTED DI BURSA EFEK JAKARTA PERIODE TAHUN 1998 – 2002"**.

## **1.2. Rumusan Masalah**

Berdasarkan uraian tersebut di atas peneliti mencoba untuk mengembangkan beberapa faktor yang diduga juga mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang bergerak di sektor industri konsumsi terutama sektor makanan dan minuman yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Faktor yang diduga tersebut antara lain meliputi :

- *Cash Position*
- *Profitability*
- *Growth (pertumbuhan perusahaan)*
- *Firm Size (ukuran perusahaan)*
- *Debt To Equity Ratio*

Selanjutnya masalah yang ingin dijawab adalah:

1. Apakah faktor yang diteliti dalam hal ini adalah variabel independen yaitu *cash position*, *profitability*, *growth potential* (potensi pertumbuhan), *firm size* (ukuran perusahaan) dan *debt to equity ratio* akan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) yang ditetapkan oleh pihak manajemen?
2. Bagaimana hubungan secara parsial dari masing- masing faktor yang diteliti yaitu *cash position*, *profitability*, *growth potential* (potensi pertumbuhan), *firm size* (ukuran perusahaan) dan *debt to equity ratio* terhadap *Dividend Payout Ratio*?
3. Bagaimana hubungan secara simultan dari masing- masing faktor yang akan diteliti yaitu *cash position*, *profitability*, *growth potential* (potensi pertumbuhan), *firm size* (ukuran perusahaan) dan *debt to equity ratio* terhadap *Dividend Payout Ratio*?

### **1.3 Batasan Masalah**

Untuk menghindari timbulnya salah pengertian dalam penelitian ini, maka diberikan batasan terhadap masalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang menjadi objek penelitian adalah perusahaan sektor industri makanan dan minuman yang telah listing di Bursa Efek Jakarta selama 5 tahun berturut- turut yaitu dari tahun 1998 sampai dengan tahun 2002.

2. Faktor- faktor yang diamati pada penelitian ini meliputi: *cash position*, *profitability*, *growth potential* (potensi pertumbuhan), *firm size* (ukuran perusahaan) dan *debt equity ratio*.

#### 1.4 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Untuk mengetahui apakah *cash position*, *profitability*, *growth potential* (potensi pertumbuhan), *firm size* (ukuran perusahaan) dan *debt to equity ratio* mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan sektor industri konsumsi terutama sektor industri makanan dan minuman yang *listed* di Bursa Efek Jakarta pada periode tahun 1998 sampai dengan tahun 2002.
2. Untuk mengetahui apakah terdapat hubungan secara simultan dari masing-masing faktor yang diteliti yaitu: *cash position*, *profitability*, *growth potential* (potensi pertumbuhan), *firm size* (ukuran perusahaan) dan *debt to equity ratio* terhadap *dividend payout ratio*.
3. Untuk mengetahui apakah terdapat hubungan secara parsial dari masing-masing faktor yang diteliti yaitu: *cash position*, *profitability*, *growth potential* (potensi pertumbuhan), *firm size* (ukuran perusahaan) dan *debt to equity ratio* terhadap *dividend payout ratio*.

### 1.5 Manfaat Penelitian

Adapun manfaat penelitian yang dapat diperoleh dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

#### 1. Bagi Mahasiswa

Penelitian ini dapat digunakan sebagai sarana untuk memperluas wawasan penulis dan mengembangkan ilmu pengetahuan khususnya yang berkaitan dengan masalah yang diteliti.

#### 2. Bagi Ilmu Pengetahuan

Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai referensi ilmu pengetahuan khususnya bidang manajemen keuangan.

#### 3. Menberi masukan kepada investor untuk mengetahui seberapa besar pengaruh faktor- faktor yang diteliti dalam hal ini variabel independen yaitu : *cash position*, *profitability*, *growth potential* (potensi pertumbuhan), *firm size* (ukuran perusahaan) dan *debt to equity ratio* baik secara simultan maupun parsial terhadap *dividend payout ratio* sehubungan dengan kebijakan dan pembayaran dividen yang telah ditetapkan oleh pihak manajemen pada perusahaan sektor industri terutama sektor makanan dan minuman.



## **1.6 Sistematik Penulisan**

### **Bab I PENDAHULUAN**

Pada bab ini diuraikan tentang latar belakang masalah, rumusan masalah, batasan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika penulisan.

### **Bab II LANDASAN TEORI**

Pada bab ini berisi penjelasan dan pembahasan rinci kajian pustaka yang meliputi hasil penelitian terdahulu, landasan teori dan hipotesis

### **Bab III METODE PENELITIAN**

Bab ini menguraikan berbagai hal diantaranya: objek penelitian, variabel penelitian, definisi operasional variabel, data dan teknik pengumpulan data, populasi dan sampel serta mode analisis.

### **Bab IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN**

Bab ini berisi temuan yang diperoleh dalam penelitian dan analisis secara kumulatif dan kualitatif.

### **Bab V KESIMPULAN DAN SARAN**

Bab ini berisi dua hal yaitu kesimpulan dan saran dari penelitian yang telah dilakukan.

## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA

#### 2.1 Hasil Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu berkaitan dengan kebijakan dividen pernah dilakukan di Indonesia, antara lain adalah penelitian yang dilakukan Dermawan (1997) yang berjudul “Faktor- faktor Penentu Kebijakan Pembayaran Dividen pada Perusahaan yang Go Publik di Bursa Efek Jakarta tahun 1994”. Dalam penelitian tersebut digunakan purposive sampling dengan jumlah sampel sebanyak 67 perusahaan yang listing di BEJ selama tahun 1991 sampai 1996. Penelitian tersebut menggunakan analisis regresi berganda terhadap variabel independen, yaitu: rata- rata rasio pembayaran deviden, *delta current liabilities*, *return on investment*, *expected capital expenditures*, *average growth in dividend*, *banyaknya pemegang saham*, *net plant* dibagi total assets dan cash flow variability sedangkan variabel dependennya adalah *dividend payout ratio*. Hasil yang diperoleh dalam penelitian ini adalah hanya rata- rata tingkat pertumbuhan dividen yang berpengaruh terhadap rasio pembayaran deviden. Selain itu hasil yang lain adalah faktor- faktor yang mempengaruhi besarnya rasio pembayaran dividen antara perusahaan manufaktur besar dan manufaktur kecil berbeda.

Penelitian yang lain yang serupa dilakukan oleh Widyantoro (1995) dengan judul “Analisis Beberapa faktor yang Berpengaruh Terhadap Kebijakan Dividen pada

Badan Usaha milik Negara Bentuk Persero". Penelitian tersebut menggunakan sampel purposive sebanyak 81 perusahaan yang diaudit pada tahun 1992. Dengan mengajukan model regresi berganda dengan empat variabel independen, yaitu: rencana pembayaran hutang, rencana investasi, rencana penambahan modal kerja dan tingkat kesejahteraan perusahaan, serta variabel dependennya adalah dividen untuk pemerintah. Hasil yang diperoleh dalam penelitian tersebut adalah faktor rencana investasi dan faktor rencana penambahan modal kerja saja yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

*Posisi penelitian ini terhadap Penelitian Terdahulu*

Persamaan dari penelitian ini dengan penelitian terdahulu yaitu sama- sama meneliti faktor- faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio* sebagai variabel dependen dan cash position, profitabilitas, growth potential (potensi pertumbuhan), firm size (ukuran perusahaan) dan debt to equity ratio sebagai variabel independennya.

Sedangkan perbedaannya adalah:

Pada penelitian ini perusahaan yang diteliti hanya dari perusahaan sektor industri konsumsi yaitu sektor industri makanan dan minuman yang listed di Bursa Efek Jakarta periode tahun 1998- 2002.

## **2.2 Landasan Teori**

### **2.2.1 Pasar Modal dan Bursa Efek**

Pasar modal (*capital market*) adalah suatu pengertian abstrak yang mempertemukan dua kelompok yang saling berhadapan tetapi kepentingannya saling mengisi, yaitu calon pemodal (*investor*) di satu pihak dan emiten yang membutuhkan dana jangka menengah dan jangka panjang di lain pihak atau dengan kata lain pasar modal adalah tempat bertemunya penawaran dan permintaan dana jangka menengah atau jangka panjang (Bambang Riyanto, 1995 : 219).

Pasar modal Indonesia seperti yang tercantum dalam pasal 5 ayat 1 Undang-undang Pasar Modal tahun 1995, yaitu kegiatan yang berkenaan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Definisi pasar modal menurut Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia No. 1548/KMK/90, pasar modal secara umum adalah suatu sistem organisasi yang terorganisasi, termasuk di dalamnya adalah bank- bank komersial dan semua lembaga perantara di bidang keuangan serta keseluruhan surat- surat berharga yang beredar (Sunariyah, 2000 : 4).

Definisi lain Pasar Modal secara formal adalah pasar untuk berbagi instrumen keuangan (*sekuritas*) jangka panjang yang biasa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan pemerintah, *public authorities* maupun perusahaan swasta. Sekuritas (istilah resmi pada UU No. 8 tahun 1995 tentang pasar modal adalah efek) merupakan secarik kertas yang menunjukkan hak

pemodal untuk memperoleh bagian dari prospek atau kekayaan organisasi yang menerbitkan sekuritas tersebut dan berbagai kondisi yang memungkinkan pemodal tersebut menjalankan haknya. (Suad Husnan, 2001 : 3).

Pasar modal banyak dijumpai pada banyak negara karena pasar modal menjalankan fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Sebagai fungsi ekonomi pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana ke pihak yang memerlukan dana (borrower) sedangkan sebagai fungsi keuangan, pasar modal menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi tersebut. Ada beberapa daya tarik pasar modal yaitu (Suad Husnan, 1999: 4)

1. Pasar modal diharapkan bisa menjadi alternatif penghimpunan dana selain sistem perbankan. Pasar modal memungkinkan perusahaan menerbitkan sekuritas berupa saham dan obligasi. Dengan demikian perusahaan bisa terhindar dari debt to equity ratio yang terlalu tinggi yang akan mengakibatkan cost of capital perusahaan terlalu besar.
2. Pasar modal memungkinkan para pemodal mempunyai beberapa pilihan investasi sesuai dengan preferensi resiko mereka seandainya tidak ada pasar modal maka investor mungkin bisa menginvestasikan hanya pada sistem perbankan saja. Di samping itu investasi sekuritas sangat likuid sehingga memungkinkan terjadi alokasi dana yang efisien.

Pasar modal juga sering disebut sebagai Bursa Efek atau Securities Exchange. Bursa efek adalah lembaga yang menyelenggarakan kegiatan perdagangan sekuritas sedangkan pengelola Bursa Efek dapat dilakukan secara swasta atau pemerintah.

Proses penjualan saham di stock exchange market (bursa efek) umumnya menggunakan sistem lelang (*auction*) sehingga pasar sekunder ini juga sering disebut dengan auction market. Dikatakan pasar lelang karena transaksi dilakukan secara terbuka dan harga ditentukan oleh *supply* (penawaran) dan *demand* (permintaan dari anggota bursa yang mengeluarkan harga penawaran terendah untuk dijual dan harga permintaan tertinggi untuk dibeli. Di Indonesia terdapat dua bursa efek yaitu Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya.

Pasar modal mencakup pasar perdana dan pasar sekunder. Pasar perdana merupakan tempat pertama kalinya efek baru dijual kepada investor oleh perusahaan yang mengeluarkan efek tersebut. Apabila perusahaan menjual efek untuk pertama kalinya maka penjualan ini disebut dengan penawaran perdana (*Initial Public Offering* atau *Going Public*). Dalam pasar perdana yang memegang peranan penting adalah *underwriter* (penjamin emisi) yang membantu perusahaan dalam proses *go public* pada penentuan harga perdana hingga efek yang ditawarkan kepada calon investor. Setelah efek dijual pada pasar perdana, maka suatu mekanisme harus tersedia dimana investor dapat memperdagangkan efek tersebut di pasar sekunder. Di Indonesia pasar sekunder tersedia untuk perdagangan saham dan obligasi.

### 2.2.2 Faktor- faktor yang mempengaruhi Perkembangan Pasar Modal

Pasar modal merupakan pertemuan antara *supply* ( penawaran ) dan *demand* (permintaan) dana jangka panjang maka keberhasilan penentuan pasar modal

ditentukan oleh *supply* dan *demand* tersebut. Secara rinci faktor- faktor yang mempengaruhi keberhasilan pasar modal antara lain (Suad Husnan, 1998 : 8):

1. *Supply* (penawaran) sekuritas

Faktor ini berarti harus banyak perusahaan yang bersedia menerbitkan sekuritas di pasar modal.

2. *Demand* (permintaan) sekuritas

Faktor ini berarti bahwa harus terdapat anggota masyarakat yang memiliki jumlah dana yang cukup besar untuk dipergunakan membeli sekuritas- sekuritas yang ditawarkan.

3. Kondisi politik dan ekonomi

Faktor ini akhirnya akan mempengaruhi *supply* dan *demand* akan sekuritas. Kondisi politik yang stabil akan ikut membantu pertumbuhan ekonomi yang pada akhirnya mempengaruhi *supply* dan *demand*.

4. Masalah hukum dan peraturan

Pembeli sekuritas pada dasarnya mengandalkan diri pada informasi yang disediakan oleh perusahaan- perusahaan yang menerbitkan sekuritas. Peraturan yang melindungi pemodal dari informasi yang tidak benar dan menyesatkan menjadi mutlak diperlukan.

5. Peran lembaga- lembaga pendukung pasar modal

Lembaga- lembaga seperti BAPEPAM, Bursa efek, akuntan publik, underwriter, wali amanat, notaris, konsultan hukum, lembaga clearing dan lain- lain perlu untuk bekerja dengan profesional dan bisa diandalkan sehingga kegiatan emisi

dan transaksi di bursa efek bisa berlangsung dengan cepat, efisien dan bisa dipercaya.

Lembaga- lembaga tersebut beserta penjelasannya disajikan berikut ini:

a. BAPEPAM

Merupakan lembaga yang dibentuk pemerintah untuk mengawasi pasar modal Indonesia. BAPEPAM merupakan singkatan dari Badan Pengawas Pasar Modal setelah sebelumnya merupakan singkatan Badan Pelaksana Pasar Modal.

b. Bursa Efek

Merupakan lembaga yang menyelenggarakan kegiatan perdagangan sekuritas. Di Indonesia terdapat dua bursa efek yaitu Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya.

c. Akuntan Publik

Pihak yang pertama memeriksa laporan keuangan dan memberikan pendapat terhadap laporan keuangan. Di pasar modal dituntut pendapat *wajar tanpa syarat* terhadap laporan keuangan dan perusahaan yang akan menerbitkan atau yang telah terdaftar di bursa.

d. Underwriter

Lembaga atau perusahaan yang berperan sebagai penjamin emisi yang menghubungkan emiten dengan para calon pemodal juga ikut serta dalam penetapan harga saham sehingga tidak menderita kerugian.



e. Wali amanat (Trustee)

Lembaga yang diperlukan untuk penerbitan obligasi. Wali amanat mewakili kepentingan pembeli obligasi.

f. Notaris

Pihak yang diperlukan untuk membuat berita acara rapat umum pemegang saham (RUPS) dan menyusun pernyataan keputusan- keputusan rapat umum pemegang saham.

g. Konsultan Hukum

Lembaga yang jasanya diperlukan agar jangan sampai perusahaan yang menerbitkan sekuritas di pasar modal ternyata terlibat persengketaan hukum dengan yang lain.

h. Lembaga *Clearing*

Lembaga yang menyebabkan jasa untuk melakukan perpindahan fisik dan sekuritas- sekuritas yang diperdagangkan di bursa efek karena perdagangan sekuritas tidak mungkin dilakukan dengan melakukan perpindahan fisik sekuritas- sekuritas yang diperdagangkan.

### 2.2.3 Efisiensi Pasar Modal

Secara umum pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar yang harga sekuritas- sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, semakin efisien pasar modal tersebut. Dengan demikian akan sulit atau bahkan hampir tidak mungkin bagi para

pemodal untuk memperoleh tingkat keuntungan di atas normal secara konsisten dengan melakukan transaksi perdagangan di bursa efek. Efisiensi dalam artian ini sering juga disebut sebagai efisiensi informasional (Suad Husnan, 1993, 246).

Perkembangan teori mengenai pasar modal yang efisien ini berbeda dengan perkembangan teori ekonomi pada umumnya dimana suatu teori yang muncul kemudian diikuti dengan berbagai penelitian untuk menguji secara empiris. Dan perspektif historis penelitian mengenai efisiensi pasar modal ini lebih dahulu berkembang dibanding teorinya itu sendiri. (Fama 1970 dan 1991 dalam Weston, Copeland, 1992 : 346) memberikan gambaran berbagai perkembangan baik teoritis dan empiris dalam topik efisiensi pasar modal. Ada tiga model pasar modal yang efisien yaitu Model Fair Game, Model Submartingale dan model Random Walk.

a. Model Fair Game

Model fair game menyatakan bahwa pada sistem perdagangan yang hanya mendasarkan pada himpunan informasi tertentu tidak ada expected return yang diperoleh.

b. Model Submartingale

Model Submartingale merupakan bentuk khusus dari model fair game berlaku pada asumsi bahwa expected return sama dengan nol. Keuntungan yang diperoleh investor semata-mata hanyalah kelebihan harga yang diharapkan atas harga pada saat  $t$ . Jadi keuntungan dari perdagangan yang diperoleh dari strategi membeli dan memegang secara acak.

c. Model Random Walk.

Model ini mengasumsikan bahwa perubahan harga adalah independen dan perubahan harga terdistribusi secara identik.

Dalam pasar modal yang efisien perubahan harga mengikuti pola *random walk*. Ini berarti bahwa perubahan harga di waktu yang lalu tidak bisa dipergunakan untuk memperkirakan perubahan harga di masa yang akan datang.

Adapun tiga bentuk atau tingkatan untuk menyatakan efisiensi pasar modal (Suad Husnan, 1993, 251)

a. *Weak Form Efficiency* (efisiensi bentuk lemah)

Keadaan dimana harga mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga di waktu lalu. Dalam keadaan seperti ini pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan menggunakan *trading rules* yang berdasarkan atas informasi harga di waktu yang lalu.

b. *Semi Strong Form Efficiency* (efisiensi dalam bentuk setengah kuat)

Keadaan dimana harga bukan hanya mencerminkan harga di waktu yang lalu tetapi semua informasi yang dipublikasikan. Keadaan ini disebut sebagai bentuk efisiensi setengah kuat (semi strong). Dengan kata lain para pemodal tidak bisa memperoleh tingkat keuntungan di atas normal dengan memanfaatkan *public information*.

c. *Strong Form Efficiency* (efisiensi dalam bentuk kuat) adalah bentuk efisiensi yang kuat dimana harga tidak hanya mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan tetapi juga informasi yang bisa diperoleh dari analisis

fundamental tentang perusahaan dan perekonomian. Dalam keadaan semacam ini pasar modal akan seperti rumah lelang yang ideal maksudnya harga selalu wajar dan tidak ada investor yang mampu memperoleh perkiraan yang lebih baik tentang harga saham.

#### 2.2.4 Teori Kebijakan Dividen

Untuk menjawab permasalahan tentang pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan ada berbagai pendapat atau teori tentang kebijakan dividen. menyebutkan adanya tiga teori dari preferensi investor, yaitu (Agus Sartono, 2002 : 282 – 289) :

1. *Dividend Irrelevance Theory*, adalah suatu teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh, baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Teori ini mengikuti pendapat Modigliani dan Miller (MM) yang menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya DPR tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan resiko bisnis. Dengan demikian kebijakan dividen sebenarnya tidak relevan untuk dipersoalkan.
2. *Bird-in-the-hand theory*, sependapat dengan Gordon dan Lintner yang menyatakan bahwa biaya modal sendiri akan naik jika DPR rendah. Hal ini dikarenakan investor lebih suka menerima dividen daripada *capital gain*. Menurut mereka investor memandang *dividend yield* ( $D_1/P_0$ ) lebih pasti daripada *capital gains yield* ( $g$ ). Dari sisi investor bahwa  $K_s$ , adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan

investor pada saham.  $K_s$  adalah keuntungan dari dividen ditambah keuntungan dari *capital gains*.

$$K_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Dimana :

$$\frac{D_1}{P_0} = \text{Keuntungan dividen}$$

$g$  = keuntungan Capital gains

2. *Tax Preference Theory*, adalah suatu teori yang menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan *dividend an capital gain* karena dapat menunda pembayaran pajak.

Berdasarkan ketiga konsep teori tersebut, perusahaan dapat melakukan hal-hal berikut:

1. Jika manajemen percaya bahwa *dividend irrelevance theory* dari MM adalah benar maka perusahaan tidak perlu mepedulikan berapa besar dividen yang harus dibagi.
2. Jika perusahaan menganut *bird-in- hand theory* maka perusahaan harus membagi seluruh EAT dalam bentuk dividen.
3. Jika manajemen cenderung mempercayai *tax preference theory* maka perusahaan harus menahan seluruh EAT atau dengan kata lain DPR = 0%.

Dua teori lain yang dapat membantu untuk memahami kebijakan dividen adalah: (Atmaja 2002 : 285)

1. *Information content, or signaling hypothesis*. Di dalam teori ini MM berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang di atas biasanya merupakan suatu “ sinyal “ kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa datang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang di bawah kenaikan normal biasanya diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit di masa mendatang. Namun demikian sulit dikatakan apakah kenaikan atau penurunan harga setelah adanya kenaikan dan penurunan dividen semata- mata disebabkan oleh efek sinyal atau mungkin disebabkan oleh efek sinyal dan preferensi terhadap dividen.
2. *Clientele effect*, yang menyatakan bahwa kelompok pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Kelompok investor yang membutuhkan penghasilan saat ini lebih menyukai suatu *dividend payout ratio* yang tinggi. Sebaliknya, kelompok investor yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan.

### 2.2.5 Faktor- faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen.

Ada beberapa faktor yang mempengaruhi manajemen dalam menentukan kebijakan dividen, antara lain (Napa .J. Awat, 1998 : 170) :

1. *Perjanjian hutang.* Pada umumnya perjanjian hutang antara perusahaan dengan kreditor membatasi pembayaran dividen. Misalnya, dividen hanya dapat diberikan jika kewajiban hutang telah dipenuhi perusahaan dan atau rasio- rasio keuangan menunjukkan bank dalam kondisi sehat.
2. *Pembatasan dari saham preferen,* maksudnya tidak ada pembayaran dividen untuk saham biasa jika dividen saham preferen belum dibayar.
3. *Tersedianya kas.* Dividen berupa uang tunai (*cash dividend*) hanya dapat dibayar jika tersedia uang tunai yang cukup. Jika likuiditas baik, perusahaan dapat membayar dividen.
4. *Pengendalian.* Jika manajemen ingin mempertahankan kontrol terhadap perusahaan, manajemen akan cenderung untuk segan menjual saham baru sehingga lebih suka menahan laba guna memenuhi kebutuhan dana. Akibatnya dividen yang dibayar menjadi kecil. Faktor ini menjadi penting pada perusahaan yang relatif kecil.
5. *Kebutuhan dana untuk investasi.* Perusahaan yang berkembang selalu membutuhkan dana baru untuk diinvestasikan pada proyek-proyek yang menguntungkan. Sumber dana baru yang merupakan modal sendiri (*equity*) dapat berupa penjualan saham baru dan laba ditahan. Manajemen cenderung memanfaatkan laba ditahan karena penjualan saham baru menimbulkan biaya

peluncuran saham (floatation cost). Oleh karena itu, semakin besar kebutuhan dana investasi maka semakin kecil DPR-nya.

6. *Fluktuasi laba.* Jika laba perusahaan cenderung stabil, perusahaan dapat membagikan dividen yang relatif besar tanpa khawatir harus menurunkan dividen jika laba tiba-tiba merosot. Sebaliknya jika laba perusahaan berfluktuasi, dividen sebaliknya kecil agar kestabilannya terjaga. Selain itu, perusahaan dengan laba yang berfluktuasi sebaiknya tidak banyak menggunakan hutang guna mengurangi resiko kebangkrutan. Konsekuensinya laba ditahan menjadi besar dan dividen mengecil.

Di dalam penentuan kebijakan dividen sangat perlu untuk dipertimbangkan adanya beberapa pendekatan dan faktor- faktor yang mempengaruhinya. Setelah berbagai pendekatan dan faktor- faktor tersebut dipahami, manajemen dapat memutuskan kebijakan dividen macam apa yang akan diaplikasikan sehingga dapat memenuhi keinginan para pemegang saham maupun keinginan perusahaan itu sendiri.

Selain itu ada beberapa faktor yang mempengaruhi perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen yang akan ditempuh. Faktor- faktor tersebut antara lain (Weston. Copeland, 1997 : 96) :

1. *Profitabilitas kesempatan investasi perusahaan*

Jika perusahaan tidak menemukan kesempatan investasi yang menguntungkan, laba dapat dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen. Sebaliknya jika terdapat kesempatan investasi yang menguntungkan laba dapat



ditahan kemudian diinvestasikan sesuai alternatif kesempatan investasi yang paling menguntungkan. Bagi perusahaan yang dalam taraf pertumbuhan dan memiliki kesempatan investasi yang menguntungkan sehingga tidak membayarkan dividen sama sekali bukanlah hal yang luar biasa. Mendanai investasi baru dengan laba ditahan lebih menguntungkan daripada membagikan sebagai dividen atau membiayai investasi baru tersebut dengan menerbitkan saham baru atau menerbitkan obligasi (utang).

Terlebih lagi mencari dana dari luar akan menimbulkan biaya transaksi seperti *floatation cost*.

Jika ternyata sebuah proyek yang akan dikerjakan tidak menguntungkan, lebih baik laba ditahan dalam bentuk asset lancar seperti saham, obligasi dan sebagainya (*marketable securities*) sehingga akan mudah tersedia dana jika ditemukan kesempatan investasi yang menguntungkan.

## 2. Pajak pemegang saham

Telah dikemukakan di atas terdapat perbedaan tarif pajak yang dikenakan antara dividen dengan *capital gain*. Di Indonesia, tarif pajak yang dibebankan kepada pemegang saham domestik adalah 15 %, sedangkan untuk investor asing sebesar 20 %. Sementara itu *capital gain* hanya dikenai tarif pajak sebesar 0,1 % untuk pemegang saham umum dan ditambah 5 % untuk pemegang saham pendiri.

Berbeda dengan tarif pajak atas *capital gain* di Amerika Serikat, di Indonesia pajak atas *capital gain* diperlakukan sebagai biaya transaksi sehingga *capital gain*

atau *capital loss* tetap harus membayarkan pajak sesuai dengan tarif yang telah ditetapkan.

Perbedaan yang besar antara tarif pajak yang dikenakan terhadap pembayaran dividen dengan *capital gain* akan menyebabkan beberapa investor lebih menyukai *capital gain* daripada dividen.

### 3. Pajak perusahaan

Bunga yang dibayarkan perusahaan perusahaan atas utang yang dimiliki merupakan faktor pengurang pajak sehingga semakin besar bunga yang harus dibayarkan kepada kreditur akan semakin besar pula perusahaan dapat menghemat pajak.

Demikian pula halnya jika laba perusahaan dipergunakan untuk berinvestasi (*retained earnings*) tidak akan dikenai pajak. Beban pajak yang harus ditanggung perusahaan dan kesempatan perusahaan untuk menghemat pajak menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi perusahaan dalam menentukan kebijakan dividen yang akan ditempuh.

### 4. Likuiditas perusahaan

Perusahaan biasanya akan menahan beberapa asset lancar seperti kas untuk memenuhi kebutuhan perusahaan akan kas bank yang telah direncanakan maupun yang tidak direncanakan.

Biasanya tingkat return yang diberikan oleh kas atau saham yang dipegang oleh perusahaan adalah rendah, sehingga pengakumulasian asset lancar perusahaan dalam jumlah besar tidak menguntungkan. Untuk mengurangi

kelebihan asset lancar tersebut perusahaan dapat membayarkannya kepada pemegang saham sebagai dividen atau dipergunakan untuk mengurangi utang.

#### 5. *Biaya transaksi pemegang saham*

Biaya transaksi yang harus ditanggung pemegang saham jika menjual ataupun membeli saham akan menyebabkan pemegang saham enggan untuk menjual maupun membeli saham.

Biaya transaksi tersebut dapat berupa komisi yang harus diberikan kepada pialang atau waktu yang harus dikorbankan pemegang saham untuk melakukan transaksi. Jika dilihat hanya dari sudut biaya transaksi tanpa memperhitungkan pajak yang ditanggung jika menerima dividen, maka pemegang saham mungkin lebih menyukai dividen.

Demikian pula jika pemegang saham mengalami kelebihan dana akibat dividen yang diberikan oleh perusahaan melebihi kebutuhan pemegang saham maka pemegang saham perlu menginvestasikan kembali kelebihan dana tersebut. Jika akan diinvestasikan dalam bentuk saham maka pemegang saham akan kembali dibebani biaya transaksi. Dalam kasus ini mungkin pemegang saham lebih menyukai jika dividen yang dibayarkan jumlahnya kecil agar pemegang saham tidak perlu menginvestasikan kelebihan dananya.

#### 6. *Biaya transaksi perusahaan*

Perusahaan juga menghadapi biaya transaksi jika ingin mendapatkan dana dari bursa efek. Biaya tersebut antara lain: biaya notaris, underwriter, komisi bagi para pialang, biaya memperoleh utang dari bank, biaya publikasi, biaya akuntansi

dan waktu yang dipergunakan manajemen dalam memperoleh dana dari pihak luar.

Biaya- biaya tersebut dapat dihindarkan jika perusahaan menggunakan dana internal yang berasal dari laba ditahan. Biaya yang ditimbulkan akibat pembayaran dividen dapat juga dihindarkan jika perusahaan tidak membayarkan deviden.

#### *7. Prosedur pembayaran dividen.*

Besarnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham ditentukan berdasarkan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Selanjutnya pembagian dividen tersebut meliputi tahap- tahap sebagai berikut:

- **Tanggal pengumuman**

Tanggal pengumuman merupakan tanggal saat manajemen mengumumkan jumlah dividen per lembar saham yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Biasanya pengumuman ini untuk dividen regular meliputi hal- hal yang penting seperti: besarnya dividen per lembar saham, tanggal pencatatan serta tanggal pembayaran. Sebagai contoh sebuah perusahaan menetapkan tanggal pengumuman 15 Juni 1999, tanggal pencatatan 15 Juli 1999 dan tanggal pembayaran 15 Agustus 1999.

- **Tanggal pencatatan**

Tanggal pencatatan merupakan tanggal saat perusahaan mencatat nama- nama pemegang saham, juga menjadi tanggal saat perusahaan menutup semua buku transfer saham dan menyusun daftar nama- nama pemegang saham. Daftar

pemegang saham yang tercatat menjadi panduan bagi perusahaan dalam membagikan dividen. Pemegang saham yang namanya tercantum dalam daftar tersebut akan mendapat dividen, sedangkan yang tidak tercatat namanya tidak akan menerima dividen.

- Tanggal ex. Dividen

Tanggal ex. dividen adalah tanggal empat hari sebelum tanggal pencatatan dividen. Tanggal ex. dividen diperlukan karena perusahaan-perusahaan pialang tidak mampu mencatat transaksi saham dalam waktu yang singkat sehingga ditetapkan bahwa investor yang membeli saham tanggal ex. dividen akan kehilangan haknya untuk memperoleh dividen. Misalnya tanggal pencatatan adalah 15 Juli 1999 maka jika investor berniat untuk memperoleh dividen dia harus membeli saham perusahaan tersebut sebelum tanggal 11 Juli 1999.

- Tanggal pembayaran

Tanggal pembayaran merupakan tanggal saat perusahaan membayarkan dividen kepada pemegang saham yang telah tercatat dalam daftar pemegang saham.

Menurut Bambang Riyanto, 1995 : 267 faktor-faktor yang mempengaruhi dividen suatu perusahaan antara lain sebagai berikut:

1. Posisi likuiditas perusahaan

Posisi kas atau likuiditas dari suatu perusahaan merupakan faktor yang penting yang harus dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk

menetapkan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham. Oleh karena dividen merupakan "*cash outflow*", maka makin kuat posisi likuiditas perusahaan berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen, makin kuat posisi likuiditas suatu perusahaan terhadap prospek kebutuhan dana diwaktu mendatang, maka semakin tinggi "*dividend payout ratio*"nya.

Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan tentunya akan memerlukan dana untuk membiayai investasinya dan akan menurunkan likuiditas perusahaan tersebut. Likuiditas sangat besar pengaruhnya terhadap kemampuan perusahaan dalam membayar dividen.

## 2. Kebutuhan dana untuk membayar hutang

Apabila suatu perusahaan akan memperoleh utang baru atau menjual obligasi baru untuk membiayai perluasan perusahaan, sebelumnya harus sudah di rencanakan bagaimana caranya untuk mengembalikan kembali utang tersebut. Perusahaan harus menyediakan dana sendiri yang berasal dari keuntungan untuk melunasi utang tersebut. Apabila dalam pelunasan utang tersebut diambil dari laba ditahan maka akan semakin kecil pendapatan yang akan dibayarkan sebagai dividen.

## 3. Tingkat pertumbuhan perusahaan

Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan berarti semakin besar kebutuhan akan dana untuk membiayai pertumbuhan perusahaan tersebut. Dengan demikian akan semakin besar keuntungan yang akan ditahan untuk membiayai pertumbuhan perusahaan maka akan mengurangi dividennya, tetapi jika perusahaan telah mencapai tingkat pertumbuhan dimana kebutuhan dananya dapat dipenuhi dari

pasar modal atau sumber ekstern lainnya maka perusahaan akan menetapkan dividen yang tinggi.

Tingkat pertumbuhan perusahaan tidak terlepas dari kemampuan perusahaan dalam meminjam dana. Perusahaan yang besar tentunya memiliki akses yang lebih baik ke pasar modal dari pada perusahaan kecil. Kemampuan perusahaan dalam meminjam yang lebih besar akan memperbesar kemampuan perusahaan dalam membayar dividen.

#### 4. Pengawasan terhadap perusahaan

Pengawasan terhadap perusahaan adalah faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Ada perusahaan yang mempunyai kebijakan hanya membiayai ekspansinya dengan dana yang berasal dari sumber intern saja dan ada pula kebijakan pembiayaan ekspansi dengan sumber dana ekstern yang mana akan memperbesar resiko finansialnya dan melemahkan pengawasan perusahaan dari kelompok dominan di perusahaan. Mempercayakan pada pembelanjaan intern dalam rangka usaha mempertahankan control terhadap perusahaan berarti mengurangi *dividen payout ratio*-nya.

Beberapa ahli menambahkan faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen yaitu : keadaan pemegang saham, stabilitas dividen, peraturan- peraturan hukum. Keadaan pemegang saham mempengaruhi penetapan kebijakan dividen yang akan diambil oleh perusahaan. Jika suatu perusahaan kepemilikannya tertutup maka pihak manajemen akan lebih mengetahui dividen yang diharapkan oleh pemegang saham dan dapat bertindak secara tepat. Jika sebagian pemegang saham tidak menyukai

dividen dan lebih menyukai *capital gains* maka perusahaan akan mempertahankan dividen payout yang rendah. Dengan *dividend payout* yang rendah perusahaan akan menginvestasikan labanya untuk investasi yang lebih menguntungkan. Namun jika perusahaan kepemilikannya terbuka dan besar maka manajemen akan dapat menilai dividen yang diharapkan dalam kondisi pasar yang ada.

Stabilitas dalam pembayaran dividen bagi kebanyakan investor lebih menarik dibanding pembagian dividen yang tinggi tetapi tidak stabil. Apabila faktor lain sama maka saham yang memberikan dividen yang stabil akan mempunyai harga yang lebih tinggi dibanding saham yang memberikan dividen yang tinggi tetapi tidak stabil. Bagi investor pembayaran dividen yang stabil merupakan indikator prospek perusahaan yang stabil pula dan resiko perusahaan relatif lebih rendah. Kebijakan dividen yang dijalankan tidak hanya sebatas prosentase dividen dalam hubungannya dengan laba tetapi menyangkut bagaimana dividen tersebut dapat diterima dan dipertahankan dalam waktu yang relatif lama.

Peraturan-peraturan hukum perlu diperhatikan bagi perusahaan yang akan membagikan dividen untuk menetapkan batasan-batasan hukum dimana kebijakan dividen perusahaan akan dijalankan. Peraturan-peraturan hukum ini berkaitan dengan penurunan modal, ketidaksolvabilitas, dan laba ditahan yang tidak semestinya. Peraturan-peraturan hukum diberbagai negara berbeda dengan negara lain. Misalnya ada negara yang melarang pembayaran dividen jika mengakibatkan penurunan modal. Maka dengan batasan ini perusahaan tidak dapat membagikan dividen jika dapat menurunkan modal perusahaan. Pembatasan tersebut untuk melindungi para kreditur.



Peraturan lain ada dinas perpajakan yang melarang penahanan laba lebih dari semestinya. Penahanan laba lebih dari semestinya dilakukan perusahaan untuk menghindarkan dari beban pajak. Jika laba diinvestasikan kembali sebagai laba ditahan untuk memperbaiki posisi keuangan maka pajak akan dapat ditangguhkan lain jika pajak dibagikan sebagai dividen.

## 2.2.6 Berbagai Macam Kebijakan Dividen

### Dividend Stability

Tanpa memperhatikan kebijakan yang ditempuh perusahaan dalam menetapkan *dividend payout ratio* jangka panjang, fluktuasi tahun ke tahun dapat mengikuti beberapa panduan sebagai berikut (Keown, Scott Jr, 2002 : 585) :

- *Stable dividend payout ratio*, kebijakan seperti ini menetapkan persentase laba yang dibayarkan secara stabil setiap tahun.

$$\text{DPR} = \frac{\text{deviden yang dibayarkan}}{\text{Laba}}$$

Hasilnya adalah jumlah dividen yang dibayarkan berfluktuasi sesuai dengan proporsi perubahan laba.

- *Stable dollar dividend*, jika uang tunai yang dibayarkan sebagai dividen relatif stabil dari tahun ke tahun mengikuti kecenderungan menurun atau menaik sesuai dengan trend sepanjang waktu.
- *Stable dollar dividend plus an "extra" dividend*, perusahaan membayarkan dividen secara stabil dan teratur (dalam satuan mata uang) ditambah dividen

tambahan pada akhir periode. Bukti empiris menunjukkan bahwa jarang perusahaan yang melaksanakan kebijakan pertama di atas, *stabilized dollar dividend* ditempuh oleh kebanyakan perusahaan di Amerika Serikat. Kebijakan ketiga dipraktekkan oleh sedikit perusahaan mungkin hanya 10 %.

Tujuan utama dari setiap kebijakan perusahaan adalah untuk memberikan manfaat kepada pemegang saham. Untuk menilai sebuah kebijakan dividen yang stabil, harus dapat ditunjukkan bahwa dengan menempuh kebijakan tersebut pemegang saham akan mendapat manfaat yang optimal.

#### Long run dividend payout ratio

Aspek pertama dari kebijakan dividen seperti dikemukakan di atas adalah stabilitas dividen. Aspek kedua adalah rata-rata persentase laba yang dibagikan sebagai dividen secara jangka panjang. Perusahaan dapat membuat perencanaan akan membayarkan *payout ratio* yang tinggi ataupun rendah tanpa mempertimbangkan kestabilan dividen dari tahun ke tahun. Perusahaan besar seperti General Motors, Du Pont dan Exxon cenderung menetapkan *payout ratio* yang tinggi sedangkan perusahaan yang relatif kecil pertumbuhannya cepat seperti Hewlett Packard cenderung menetapkan *payout* rendah bahkan tidak membayarkan sama sekali. Namun demikian tidak ada formulasi kebijakan dividen yang benar-benar tepat bagi sebuah perusahaan maupun semua perusahaan.

#### Residual dividend policy

Banyak perusahaan yang menerapkan kebijakan dividen residual. Secara garis besar dapat dijelaskan bahwa pendanaan dari investasi yang direncanakan bisa datang

dari utang, laba ditahan atau menerbitkan saham baru. Investasi yang didanai dari laba ditahan atau menerbitkan saham baru disebut investasi modal sendiri. Setiap periode manajemen mengevaluasi kesempatan- kesempatan investasi yang dihadapi perusahaan kemudian menerapkan proporsi sumber pendanaan bagi investasi yang disetujui apakah dari utang atau dari modal sendiri. Proporsi yang diinginkan tergantung pada kondisi pasar keuangan dan target tingkat utang yang ditetapkan manajemen. Jumlah dividen yang dibayarkan pada kebijakan dividen residual sama dengan laba yang tersisa setelah dikurangi laba yang dipergunakan untuk mendanai investasi atau semua laba ditahan maka tidak ada dividen yang dibayarkan. Atau jumlah dana yang dibutuhkan untuk investasi lebih besar dari laba, maka kekurangan dana tersebut diperoleh dari penerbitan saham baru sehingga dividen dibayarkan jika ada dana dari laba yang tersisa setelah kebutuhan perusahaan untuk berinvestasi tercukupi.

Perusahaan biasanya mengimplementasikan kebijakan dividen residual dengan tiga pendekatan umum, yaitu:

- *Pure residual dividend policy*

$$D_t = E_t - I_t$$

Dimana :  $D_t$  = jumlah dividen yang dibayarkan pada tahun  $t$

$E_t$  = pendapatan per tahun  $t$

$I_t$  = investasi yang didanai dari modal sendiri pada tahun  $t$

Jika  $E_t = I_t$ , maka  $D_t = 0$  artinya tidak ada dividen yang dibayarkan.

- *Fixed dividend payout*, pada pendekatan ini proporsi dividen terhadap pendapatan adalah tetap setiap tahun. Dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$D_t = Q_t \times E_t$$

Dimana:  $Q_t = \frac{D_t}{E_t} = \text{dividend payout ratio pada tahun } t$

- *Smoothed residual dividend policy*, pada pendekatan ini jumlah dividen yang dibayarkan mempunyai trend yang stabil.

Berbagai macam kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan di antaranya (Bambang Riyanto, 1997 : 269) :

1. Kebijakan dividen yang stabil, artinya jumlah dividen per lembar yang dibayarkan setiap tahunnya relatif tetap selama jangka waktu tertentu meskipun pendapatan per lembar saham per tahunnya berfluktuasi.
2. Kebijakan dividen dengan penetapan jumlah dividen minimal plus jumlah ekstra tertentu. Kebijakan ini menetapkan jumlah rupiah minimal deviden per lembar saham setiap tahunnya. Dalam keadaan keuangan yang lebih baik perusahaan akan membayarkan deviden ekstra di atas jumlah minimal tersebut.
3. Kebijakan dividen dengan penetapan DPR yang konstan. Perusahaan yang menjalankan kebijakan ini menetapkan DPR yang konstan, misalnya 50%. Hal ini berarti bahwa jumlah dividen per lembar saham yang dibayarkan setiap tahunnya akan berfluktuasi sesuai dengan perkembangan keuntungan netto yang diperoleh setiap tahunnya.

4. Kebijakan dividen yang fleksibel, berarti besarnya dividen yang diberikan setiap tahunnya disesuaikan dengan posisi finansial dan kebijakan finansial dari perusahaan yang bersangkutan.

Selain dibagikan secara tunai (*cash dividend*) seperti telah disebutkan di atas, dividen juga dapat diberikan non tunai.

Pemberian dividen *non cash* dapat dilakukan dengan cara *stock dividends*, *stock splits* maupun *stock repurchases* (Keown, Scott Jr, 2002 : 588).

1. *Stock dividend* adalah tindakan perusahaan memberikan saham baru sebagai pembayaran dividen (*non-cash dividend*). Dengan demikian jumlah saham para pemegang saham akan menjadi lebih banyak.
2. *Stock splits* adalah tindakan perusahaan memecah saham yang beredar menjadi bagian yang lebih kecil. *Stock dividend* dan *stock splits* tidak akan mengubah kekayaan para pemegang saham. *Stock dividends* dilakukan pada saat perusahaan ingin menghemat kas atau pada saat perusahaan kesulitan keuangan. *Stock splits* dilakukan untuk menjaga agar harga saham tetap berada pada "*optimal price range*" atau harga pasar yang optimal untuk menjaga agar saham tetap diperjualbelikan banyak orang. Harga saham yang terlalu tinggi akan menyulitkan investor kecil untuk membeli saham tersebut sehingga menurunkan *demand* untuk saham itu di pasar sekunder.
3. *Stock repurchases* dilakukan bila perusahaan mempunyai kelebihan kas dan tidak ada kesempatan investasi yang menguntungkan. Dalam kondisi semacam ini biasanya perusahaan akan melakukan pembelian kembali saham atau

meningkatkan pembayaran dividen. Dengan *repurchases of stocks* berarti jumlah saham yang beredar menjadi berkurang dan *earning per share (EPS)* menjadi tinggi, sehingga akan meningkatkan harga saham. Di samping beberapa alternatif kebijakan dividen seperti yang telah disebutkan di atas, perusahaan terkadang juga melakukan apa yang disebut dengan *dividend cut* (pemotongan dividen). Apabila pengelompokan didasarkan atas *cash dividend* dan *non cash dividend*, maka *dividend cut* termasuk dalam *cash dividend*.

Kebijakan dividen mana yang akan dilakukan oleh perusahaan tidak begitu dipermasalahkan, asalkan tujuan untuk mengoptimalkan *value of firm* dapat dicapai. Selain itu, perubahan kebijakan dapat juga dilakukan tanpa mengesampingkan informasi yang harus diberikan perusahaan kepada para investor. Bagaimanapun informasi memiliki peran yang sangat penting guna mengkomunikasikan tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya kepada para pemilik modal.

### 2.3 Hipotesis

Berdasarkan uraian teori yang telah dipaparkan maka dapat dihipotesiskan sebagai berikut:

1. Hipotesis pengaruh faktor- faktor secara bersama- sama terhadap *dividend payout ratio*, yaitu:

Ho : tidak ada pengaruh yang signifikan untuk variabel *cash position*, *profitability*, *growth potential* (potensi pertumbuhan), *firm size*

(ukuran perusahaan) dan *debt to equity ratio* secara bersama- sama terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan sektor industri terutama sektor makanan dan minuman di Bursa Efek Jakarta.

Ha : terdapat pengaruh yang signifikan untuk variabel *cash position*, *profitability*, *growth potential* (potensi pertumbuhan), *firm size* (ukuran perusahaan) dan *debt to equity ratio* secara bersama- sama terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan sektor industri terutama sektor makanan dan minuman di Bursa Efek Jakarta.

2. Hipotesis pengaruh secara parsial dari masing- masing faktor yang diteliti terhadap *dividend payout ratio*, yaitu:

Ho : tidak ada pengaruh yang signifikan untuk variabel *cash position*, *profitability*, *growth potential* (potensi pertumbuhan), *firm size* (ukuran perusahaan) dan *debt to equity ratio* secara parsial terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan sektor industri terutama sektor makanan dan minuman di Bursa Efek Jakarta.

Ha : ada pengaruh yang signifikan untuk variabel *cash position*, *profitability*, *growth potential* (potensi pertumbuhan), *firm size* (ukuran perusahaan) dan *debt to equity ratio* secara parsial terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan sektor industri terutama sektor makanan dan minuman di Bursa Efek Jakarta.

Ha1: posisi *cash position* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

- Ha2: posisi *profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*
- Ha3: posisi *growth potential* (pertumbuhan perusahaan) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*
- Ha4: posisi *firm size* (ukuran perusahaan) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*
- Ha5: posisi *debt to equity ratio* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*.