

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Tugas utama manajer keuangan adalah mengelola keuangan, yaitu bagaimana memperoleh sumber dana dan menggunakannya. Dalam menjalankan tugasnya, manajer keuangan akan berhadapan dengan salah satu kebijakan keuangan yaitu kebijakan dividen (*dividen policy*). Sesuai dengan fungsi manajemen keuangan pada umumnya, maka pembagian dividen bertujuan untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau harga saham. Selain itu tujuan pembagian dividen juga untuk menunjukkan likuiditas perusahaan.

Dalam kebijakan dividen, manajer keuangan akan dihadapkan kepada keputusan atau pilihan penggunaan keuntungan yang diperoleh dibagikan dalam bentuk dividen, ditahan untuk keperluan tambahan investasi, atau kombinasi keduanya. Kebijakan dividen (*dividen policy*) menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Pada dasarnya, laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali. Kebijakan dividen mengharuskan perusahaan untuk mempertimbangkan kelangsungan hidup dan untuk pertumbuhan perusahaannya.

Dengan demikian, keuntungan yang diperoleh sebaiknya tidak dibagikan sebagai dividen seluruhnya melainkan sejumlah keuntungan tertentu harus ditahan (laba ditahan) untuk keperluan menambah investasi. Sementara itu pemodal (*investor*) yang tidak suka risiko (*risk averter*) akan mensyaratkan bahwa semakin tinggi risiko suatu perusahaan semakin tinggi tingkat keuntungan yang diharapkan

sebagai imbalan terhadap risiko (*risk*). Di samping itu, dividen yang dibagikan saat ini mempunyai nilai lebih daripada keuntungan (*capital gain*) yang akan diterima di masa yang akan datang. Dengan demikian, pemodal yang takut risiko lebih menyukai dividen daripada keuntungan (*capital gain*). Situasi ini menyebabkan pertentangan dua pihak yang berkepentingan, yaitu kepentingan perusahaan (dengan laba ditahannya yang digunakan untuk menambah investasi) dan kepentingan pemodal (dengan dividennya). Besar atau kecilnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tergantung pada kebijakan dividen masing-masing perusahaan dan dilakukan berdasarkan pertimbangan berbagai faktor.

Berbagai penelitian mengemukakan banyak faktor yang mempengaruhi penentuan besarnya dividen yang dibagikan kepada pemilik saham. Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan deviden antara lain:¹

- 1) *Aturan Legal*. Dalam hal ini menentukan batas-batas legal dimana kebijakan deviden perusahaan yang telah dibuat dapat dilaksanakan.
- 2) *Kebutuhan akan dana*. Semakin besar kebutuhan dana perusahaan berarti semakin kecil kemampuan membayar deviden.
- 3) *Likuiditas*. Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama untuk keputusan deviden.
- 4) *Posisi Solvabilitas* perusahaan, apabila perusahaan dalam kondisi insolvensi atau solvabilitasnya kurang menguntungkan, biasanya perusahaan tidak membagikan deviden. Hal ini disebabkan laba yang diperoleh lebih banyak digunakan untuk memperbaiki posisi struktur modalnya.

¹Surasni, N.K. (1995). *Beberapa variabel yang mempengaruhi Dividend Pershare pada perusahaan-perusahaan manufaktur yang listed di Bursa Efek Jakarta*. Tesis yang tidak diterbitkan Universitas Gadjah Mada.

- 5) *Kemampuan meminjam*. Posisi yang likuid bukanlah satu-satunya cara untuk menyediakan *fleksibilitas finansial* terhadap ketidakpastian. Apabila perusahaan mempunyai kemampuan yang tinggi untuk mendapatkan pinjaman, juga merupakan *fleksibilitas finansial* yang tinggi sehingga kemampuan untuk membayar dividen juga tinggi.
- 6) *Batasan didalam kontrak utang*. Biasanya batasan didalam kontrak utang yang dibuat oleh para kreditur untuk menjaga kemampuan perusahaan dalam membayar utangnya.
- 7) *Kontrol perusahaan*. Apabila perusahaan membayar dividen cukup besar, mungkin perusahaan membutuhkan pemenuhan modal diwaktu mendatang melalui penjualan saham baru untuk membelanjai kesempatan investasi yang menguntungkan.

Dalam hal ini, kebijakan dividen masih merupakan masalah yang mengandung perdebatan karena terdapat lebih dari satu pendapat.

Berbagai pendapat mengenai kebijakan dan faktor-faktor yang mempengaruhi antara lain sebagai berikut. Menurut Riyanto, faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan adalah posisi likuiditas perusahaan, kebutuhan dana untuk membayar utang, tingkat pertumbuhan perusahaan, dan pengawasan terhadap perusahaan. Menurut Brigham dan Gapenski², tiap perubahan kebijakan pembayaran dividen akan memiliki dua dampak yang saling berlawanan. Apabila dividen akan dibayarkan semua maka kepentingan laba ditahan akan terabaikan dan sebaliknya. Untuk menjaga kedua kepentingan (pemegang saham dan

² Brigham, E.F. & Gapenski, L.C. (1996). *Intermediate financial management*, Fifth edition. New York: the Dryden Press.

perusahaan), manajer keuangan dapat menempuh kebijakan dividen yang optimal. Sementara itu, Husnan & Pujiastuti³ menjelaskan bahwa teori kebijakan dividen yang optimal diartikan sebagai rasio pembayaran dividen yang ditetapkan dengan memperhatikan kesempatan untuk menginvestasikan dana serta preferensi yang dimiliki para investor mengenai dividen daripada keuntungan (*capital gain*). Untuk itu, meskipun perusahaan memperoleh keuntungan yang besar belum tentu akan membagikan dividen. Hal ini dilakukan untuk menjaga likuiditas perusahaan. Selanjutnya dividend yang diterima akan mempunyai nilai yang lebih tinggi daripada keuntungan (*capital gain*) yang akan diterima di masa yang akan datang. Dengan demikian investor yang tidak bersedia berspekulasi akan lebih menyukai dividend daripada keuntungan (*capital gain*).

Weston dan Brigham mengatakan bahwa laba yang ditahan biasanya diinvestasikan dalam bentuk aset yang diperlukan untuk menjalankan usaha. Investasi ini biasanya dalam bentuk mesin, gedung, peralatan, persediaan bahan, dan barang-barang lainnya. Untuk itu, meskipun perusahaan memperoleh keuntungan yang besar belum tentu akan membagikan dividen. Hal ini dilakukan untuk menjaga likuiditas. Pernyataan ini didukung oleh Sartono yang menyatakan bahwa likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam kebijakan pembayaran dividen karena pembayaran dividen bagi perusahaan merupakan kas keluar. Semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan, semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan dan menginginkan profitabilitas tinggi akan memerlukan

³ Husnan, S & Pujiastuti E. (1994). *Dasar-dasar manajemen keuangan*, Edisi Pertama. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan (UPP) AMP-YKPN.

dana yang cukup besar guna membiayai investasinya, dengan demikian ada kemungkinan kurang likuid, karena banyak dana yang diperoleh digunakan untuk kegiatan-kegiatan investasi.

Dengan kata lain makin cepat pertumbuhan perusahaan semakin besar laba yang ditahan dalam perusahaan yang berarti makin rendah DPR (*Dividen Payout Ratio*). Dalam hal ini besar kecilnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tergantung pada kebijakan dividen masing-masing perusahaan dan dilakukan berdasarkan pertimbangan berbagai faktor-faktor yang saling mempengaruhi antar masing-masing kondisi perusahaan. Untuk itu sangat diperlukan adanya informasi yang lebih memadai mengenai investasi semacam ini.⁴

Indeks adalah suatu komposisi yang memberikan patokan kinerja bagi sekumpulan dana. Kecuali ada hal-hal khusus, setiap total tingkat pengembalian indeks memperhitungkan perubahan harga dan penanaman kembali deviden atau bunga yang dibayarkan oleh obligasi sesuai dengan periode yang tertulis pada obligasi tersebut. Perlu dicatat bahwa figur kinerja yang dimuat dalam indeks tersebut tidak memasukkan biaya transaksi maupun ongkos manajemen, yang mana jika ikut diperhitungkan akan menurunkan nilai total tingkat pengembalian. Para penanam modal tidak dapat menanam modal langsung ke dalam indeks. Membandingkan kinerja suatu dana tertentu terhadap indeks pasar yang terkait dapat membantu anda melihat bagaimana kekuatan dana tersebut terhadap pasar terkait secara keseluruhan. Atas pertimbangan kelemahan itu, BEJ sejak Februari lalu memperkenalkan indeks baru yang disebut LQ-45. Dari namanya, LQ-45 hanya memasukkan 45 saham yang paling likuid dan dengan demikian saham ini

⁴ Surasni, N.K. (1995). *op.cit*

memiliki bobot kapitalisasi yang cukup besar dalam penghitungannya dalam analisis investasi di pasar modal.

Di kondisi krisis ekonomi yang terjadi saat ini, biasanya mudah sekali timbul kepanikan jika ada berita negatif. Jika itu terjadi, maka sudah jelas saham-saham unggulan akan terimbas terlebih dahulu. Akan tetapi, melihat masih baiknya makro-ekonomi kita, maka jika saham-saham unggulan terutama pada indeks LQ-45 akan menurun tajam, sebenarnya adalah waktu yang tepat untuk mengakumulasi saham-saham tersebut. Namun, disarankan agar investor bijaksana, dengan memilih saham yang baik secara fundamental dan teknikal. Daya tarik saham di bulan Juni-Juli adalah pembagian dividen. Beberapa saham unggulan khususnya dari saham LQ 45 berencana untuk membagikan dividen tunai di bulan Juli dan Agustus.

Adanya pembagian dividen saham-saham unggulan juga menjadi faktor penahan terhadap turunnya indeks. Maka dalam hal ini yang dimaksud saham-saham seperti saham LQ 45 yang merupakan Saham biasa dari perusahaan yang cukup dikenal dan punya kemampuan untuk mendapat keuntungan dalam jangka panjang. Disamping itu reputasi manajemennya cukup baik atau memiliki kinerja yang solid atau saham-saham yang mempunyai nilai kapitalisasi pasar yang besar, harga saham harian yang besar, dimana saham-saham tersebut berada pada papan utama di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Dalam hal ini adalah saham-saham seperti saham Telkom, Indosat, Astra Internasional, H.M. Sampoerna, Gudang Garam, Inco, Semen Gresik, Indocement, Astra Agro Lestari, Bimantara, Ramayana Lestari dan sejumlah saham lapis dua dan tiga lainnya.

Jumlah saham yang mengalami kenaikan harga saham-saham unggulan hingga 15 Februari 2004 cukup besar, yaitu sebanyak 67 saham. Sementara sebanyak 19 saham melemah dan 254 saham stagnan. Frekuensi perdagangan terjadi sebanyak 10.554 kali transaksi dengan *volume* saham mencapai 667.628 lot saham dan nilai perdagangan sebesar Rp 429,27 miliar. Saham-saham yang mengalami kenaikan terbesar ditempati oleh saham-saham unggulan (*blue chips stock*) yaitu Indosat (ISAT), yang naik Rp 700 menjadi Rp 10.050, diikuti oleh saham Telkom (TLKM) yang naik Rp 275 menjadi Rp 3.000, dan saham Gudang Garam (GGRM) yang naik Rp 150 menjadi Rp 13.850.

Saham-saham yang mengalami transaksi *volume* terbesar ditempati oleh Telkom (TLKM) dengan jumlah 147.845 lot saham, diikuti saham seri B Hanson (MYRXP) dengan *volume* 86.560 lot saham, serta Astra International (ASII) dengan *volume* 47.849 lot saham. Sedangkan dalam perdagangan harga saham-saham pada siang harinya, saham-saham yang mempunyai nilai *kapitalisasi* terbesar kembali ditempati oleh saham-saham unggulan, yaitu saham Telkom (TLKM) dengan nilai total Rp 218,1 miliar, kemudian Saham Unilever dikenal sebagai *value stock*, di mana fundamental perusahaan sangat baik sehingga harga saham selalu naik dibandingkan tahun sebelumnya. Hal ini tidak terlepas dari loyalitas pemegang saham yang berinvestasi untuk jangka panjang sehingga fluktuasi saham Unilever relatif kecil, kemudian diikuti oleh saham Astra International (ASII) dengan nilai Rp 52,3 miliar.

Saham Indosat mempunyai nilai Rp 51,24 miliar dan diikuti Gudang Garam dengan nilai Rp 11,4 miliar. Saham-saham yang mengalami penurunan harga terbesar ditempati oleh saham-saham lapis kedua, yaitu Cipendawa

Agroindustri (CPDW) yang turun Rp 225 menjadi Rp 625. Lalu saham Bayer (BYSP) turun Rp 100 menjadi Rp 8.500. Dan saham HM Sampoerna (HMSP) yang turun Rp 100 menjadi Rp15.100. Sementara itu disisi jual, tidak terlihat tekanan yang cukup kuat, frekuensi jual kecil sehingga tidak mampu menahan laju peningkatan indeks.

Indeks saham di Iantai Bursa Efek Jakarta (BEJ) kembali mengalami penguatan, sempat menyentuh level tertinggi baru pada posisi 941,736 sebelum kemudian mengalami konsolidasi dan diakhiri pada level 939,991 atau naik 5,961 poin (0,638%) dari posisi indeks Jumat tanggal 19 bulan November lalu. Hal yang sama juga terjadi pada indeks 45 saham ter-likuid di BEJ. Indeks LQ-45 juga mencatatkan rekor tertinggi baru pada penutupan perdagangan di posisi indeks 205,727 atau naik 1,470 poin (0,720%). Selama dua sesi perdagangan transaksi tercatat senilai Rp 1,477 triliun dengan *volume* saham mencapai 1,238 miliar lembar saham dalam 15.222 kali transaksi. Dari 203 jenis saham yang aktif diperdagangkan tercatat 60 jenis saham mengalami penguatan, 62 jenis saham terkoreksi dan 81 jenis saham tidak mengalami perubahan harga.

Hal ini tentu saja memberikan peluang investasi di Bursa Efek Jakarta kurang memastikan keuntungan yang akan dihasilkan dari aktivitas-aktivitas investasi yang dilakukan pada hari tersebut. Persaingan global telah mengedepankan pengembangan suatu sistem perdagangan Efek yang memiliki kecepatan (*speed*), biaya yang efisien (*efficient cost*), dan kemampuan akses teknologi perdagangan elektronik (*accessibility of electronic trading*) sebagai faktor penentu bagi keberhasilan suatu industri pasar modal yang sedang berkembang pesat di Pasar Modal Indonesia.

Berdasarkan uraian di atas maka penulis mengambil judul “**Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividend Terhadap Tingkat Perubahan Saham Unggulan (*Blue Chips Stock*) Pada Perusahaan Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta Tahun 2000-2003**”.

1.2 Rumusan Masalah

Penelitian ini berusaha untuk mencari bukti empiris mengenai jawaban atas pertanyaan-pertanyaan dibawah ini:

1. Apakah terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel: Posisi Kas (*Cash Position*), *Return on Asset* (ROA), Potensi Pertumbuhan (*Growth Potential*), dan *Debt to Equity Ratio* (DER) secara bersama-sama terhadap besarnya *Deviden Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2000 sampai dengan tahun 2003?
2. Apakah terdapat pengaruh yang signifikan antara Laba per lembar saham tahun sekarang (EPS_t), *Deviden per Share* tahun lalu (D_{t-1}), Laba per lembar saham tahun lalu (EPS_{t-1}) terhadap tingkat perubahan saham unggulan (*Blue Chip Stock*) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2000 sampai dengan tahun 2003?

1.3 Batasan Masalah

Untuk menghindari timbulnya salah pengertian pada penelitian ini, maka pemberian batasan-batasan terhadap beberapa istilah berikut ini:

1. Pada penelitian ini mengukur faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan deviden seperti Posisi Kas (*Cash Position*), *Return on Asset* (ROA), Potensi

Pertumbuhan (*Growth Potential*), dan *Debt to Equity Ratio* (DER) secara bersama-sama terhadap besarnya *Deviden Payout Ratio* (DPR) dan mengukur Laba per lembar saham tahun sekarang (EPS_t), *Deviden per Share* tahun lalu (D_{t-1}), Laba per lembar saham tahun lalu (EPS_{t-1}) terhadap tingkat perubahan saham unggulan (*Blue Chip Stock*) pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2000 sampai dengan tahun 2003

2. Yang menjadi objek dalam penelitian ini adalah tingkat perubahan harga saham unggulan (*Blue Chip Stock*) yang diperdagangkan di bursa serta pengaruhnya terhadap pembayaran deviden pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama tahun 2000 sampai dengan tahun 2003.
3. Dalam hal ini, peneliti mengambil data sekunder. Data sekunder ini diperoleh melalui hasil perdagangan saham unggulan (*Blue Chip Stock*) dan juga melalui laporan keuangan pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Jakarta selama tahun 2000 sampai dengan tahun 2003.
4. Pada penelitian ini juga mengukur besarnya tingkat pembayaran deviden dari tingkat keuntungan yang akan diperoleh perusahaan dalam praktek perdagangan saham unggulan (*Blue Chip Stock*) yang diberikan kepada para pemegang saham pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang terjadi pada tahun 2000 sampai dengan 2003.

1.4 Tujuan Penelitian

Dalam penelitian ini memiliki beberapa tujuan yang ingin dicapai. Adapun tujuan dari penelitian ini antara lain:

1. Untuk mengetahui besar pengaruh dari variabel-variabel: Posisi Kas (*Cash Position*), *Return on Asset* (ROA), Potensi Pertumbuhan (*Growth Potential*), dan *Debt to Equity Ratio* (DER) secara bersama-sama terhadap besarnya *Deviden Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2000 sampai dengan tahun 2003.
2. Untuk mengetahui besar pengaruh yang signifikan dari Laba per lembar saham tahun sekarang (EPS_t), *Deviden per Share* tahun lalu (D_{t-1}), Laba per lembar saham tahun lalu (EPS_{t-1}) terhadap tingkat perubahan saham unggulan (*Blue Chip Stock*) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2000 sampai dengan tahun 2003

1.5. Manfaat Penelitian

Dalam penelitian ini, penulis berharap penelitian ini dapat bermanfaat bagi:

1. Peneliti

Sebagai sarana dan media untuk menerapkan pengetahuan secara praktis. Serta untuk memperoleh gambaran yang jelas tentang seberapa besar faktor yang mempengaruhi serta pengaruh kebijakan dividen terhadap perubahan Harga Saham Unggulan atau *Blue Chips Stock* pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang terjadi pada tahun 2000 sampai dengan 2003.

2. Para Investor, akademisi dan Perusahaan:

- Bagi para investor dan calon investor hasil temuan ini dapat menjadi masukan dalam pembuatan keputusan untuk membeli dan menjual saham khususnya terhadap perubahan Harga Saham Unggulan yang diperdagang-

kan di Bursa Efek Jakarta, sehubungan dengan harapan para investor terhadap dividend kas yang dibayarkan.

- Bagi para emiten temuan ini diharapkan mampu dan dapat menjadi pertimbangan dalam pembuatan keputusan terhadap kebijakan dividend agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan dimasa yang akan datang.
- Hasil studi ini diharapkan dapat menjelaskan temuan yang berguna bagi para praktisi dan akademisi. Bagi para akademisi hasil studi ini diharapkan dapat memberikan masukan atas issues terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi DPR dan kebijakan dividend, khususnya pada perusahaan di Indonesia.

1.6.Sistematika Penulisan

Penyusunan skripsi ini direncanakan terdiri dari enam bab dengan urutan sebagai berikut:

Bab I Pendahuluan

Dalam bab ini dibahas mengenai latar belakang masalah, rumusan masalah, batasan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian.

Bab Ii Kajian Pustaka

Dalam bab ini dibahas mengenai Landasan teori, Hasil penelitian terdahulu dan Hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini.

Bab Iii Metode Penelitian

Dalam bab ini akan dibahas mengenai Populasi dan Sampel Penelitian, Data dan Metode Pencarian, Variabel Penelitian dan juga Metode Analisis Data.

Bab Iv Metode Penelitian

Dalam bab ini akan dibahas mengenai Deskripsi Hasil Penelitian dan Menghitung Alat Analisa yang digunakan dalam penelitian ini.

Bab V Kesimpulan Dan Saran

Dalam bab ini berisi kesimpulan dan saran-saran bagi penelitian selanjutnya. Serta dibubuhkan beberapa rekomendasi yang digunakan untuk menjelaskan secara lebih mendalam dari kesimpulan atau dari hasil perhitungan pada penelitian ini serta akan dibubuhkan lampiran-lampiran yang dapat membantu penyempurnaan skripsi ini.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. LANDASAN TEORI

Salah satu peranan penting seorang pakar keuangan perusahaan adalah memberikan rekomendasi tentang nilai berbagai macam surat-surat berharga. Ketika perusahaan bermaksud membeli surat-surat berharga atau *aktiva* keuangan seperti *obligasi*, *saham preferen*, atau *saham biasa*, dia harus memiliki pengetahuan tentang nilai investasi. Jika perusahaan bermaksud melakukan *akuisisi*, tentunya perusahaan harus memiliki teknik untuk menentukan berapa harga yang pantas untuk saham perusahaan yang akan di-*akuisisi*. Demikian juga, pada waktu perusahaan mempertimbangkan akan menjual sahamnya kepada masyarakat dalam rangka menambah modal (*melakukan IPO*) perusahaan harus dapat menentukan harga pasar perdana dan waktu yang tepat menawarkannya kepada masyarakat, sehingga memberikan manfaat maksimum kepada pemegang saham yang ada (pemegang saham lama).

Sesuai dengan fungsi manajemen keuangan pada umumnya, maka pembagian deviden bertujuan untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau para investor. Selain itu tujuan pembagian deviden juga untuk menunjukkan *likuiditas* perusahaan. Di sisi investor, deviden merupakan salah satu penyebab timbulnya motivasi investor untuk menanamkan dananya di pasar modal. Investor lebih menyukai deviden daripada *capital gain*. Alasannya adalah deviden merupakan penerimaan yang lebih pasti dibandingkan dengan laba (*capital gain*). Masalah dalam kebijakan dan pembayaran dividend mempunyai dampak yang sangat

penting baik bagi para investor maupun bagi perusahaan yang akan membayarkan dividennya. Pada umumnya para investor mempunyai tujuan utama untuk meningkatkan kesejahteraannya yaitu dengan mengharapkan return dalam bentuk dividen maupun *capital gain*.

Dari sisi emiten, kebijakan deviden sangat penting bagi mereka, apakah sebagian keuntungan yang dimiliki oleh perusahaan akan lebih banyak digunakan untuk membayar deviden dibandingkan *retained earning* atau justru sebaliknya. Apabila proporsi keuntungan yang dibagikan sebagai deviden lebih besar dari *retained earning*, akibatnya adalah dana *internal* yang dimiliki oleh perusahaan akan turun dan perusahaan perlu mencari dana dari luar perusahaan apabila perusahaan yang bersangkutan akan melakukan ekspansi. Sebaliknya apabila *proporsi* keuntungan yang dibagikan dalam bentuk deviden lebih kecil dari *retained earning*, maka dana *internal* yang dimiliki perusahaan tinggi.

Apabila perusahaan memerlukan dana untuk ekspansi hanya menanggung biaya yang lebih rendah jika dibandingkan jika dana tersebut diperoleh dari luar perusahaan. Sehingga kebijakan deviden perlu dianalisis dan diputuskan dengan lebih bijaksana. Di lain pihak, perusahaan juga mengharapkan adanya pertumbuhan secara terus menerus untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya, yang sekaligus juga harus memberikan kesejahteraan yang lebih besar kepada para pemegang sahamnya. Tentunya hal ini akan menjadi unik karena kebijakan dividen sangat penting untuk memenuhi harapan para pemegang saham terhadap dividend, dan di satu sisi juga tidak harus menghambat pertumbuhan perusahaan. Para investor yang tidak bersedia mengambil risiko (*risk aversion*) mempunyai pandangan bahwa semakin tinggi tingkat risiko suatu perusahaan, akan semakin

tinggi juga tingkat keuntungan yang diharapkan sebagai hasil atau imbalan terhadap risiko tersebut.

Lebih jauh, penelitian yang dilakukan oleh Sutoyo dan Irianto¹ pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) menyimpulkan bahwa *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada industri manufaktur memiliki tingkat yang paling tinggi dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan lainnya. Disamping itu, dalam penelitian yang dilakukan oleh Sutrisno juga di bahas perubahan faktor yang mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada masa sebelum krisis dan selama krisis ekonomi. Untuk itu, penetapan kebijakan dividen perusahaan harus dilakukan secara hati-hati dan melibatkan para pemegang saham sebagai pemilik perusahaan yang biasanya diputuskan dalam rapat umum pemegang saham.

Sementara itu menurut Johnson² ada kecenderungan perusahaan mempertahankan tingkat pembayaran dividen dan meningkatkan tingkat tersebut hanya apabila perusahaan yakin bahwa peningkatan tersebut dapat dipertahankan pada periode selanjutnya. Pembayaran dividen ini tetap dilakukan bahkan pada masa krisis yaitu saat perusahaan mengalami kerugian. Dengan demikian maka pertimbangan dividen dipandang oleh manajer maupun oleh pemegang saham sebagai suatu indikasi bahwa perusahaan masih mempunyai prospek yang bagus dan kerugian dianggap hanya sebagai bersifat *temporal*. Weston dan Brigham mengatakan bahwa laba yang ditahan biasanya diinvestasikan dalam bentuk aset yang diperlukan untuk menjalankan usaha. Investasi ini biasanya dalam bentuk mesin, gedung, peralatan, persediaan bahan, dan barang-barang lainnya.

¹ Sutoyo, H. & Irianto, G. (1995). *Mengestimasi target Dividend Payout Ratio and Speed of Adjustment di Indonesia*. Manajemen dan Usahawan, Desember. p 3 - 8

² Johnson, R.W. (1966). *Financial Management*. Third Edition. Allyn and Bacon Inc.

Untuk itu, meskipun perusahaan memperoleh keuntungan yang besar belum tentu akan membagikan dividen. Hal ini dilakukan untuk menjaga *likuiditas*. Pernyataan ini didukung oleh Sartono³ yang menyatakan bahwa likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam kebijakan pembayaran dividen karena pembayaran dividen bagi perusahaan merupakan kas keluar. Dalam hal ini besar kecilnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham tergantung pada kebijakan dividen masing-masing perusahaan dan dilakukan berdasarkan pertimbangan berbagai faktor-faktor yang saling mempengaruhi di antara masing-masing kondisi perusahaan. Untuk itu sangat diperlukan adanya informasi yang lebih memadai mengenai investasi semacam ini.

2.1.1. Pengertian Dan Fungsi Pasar Modal

Pasar modal (*capital market*) pengertiannya menurut Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Secara umum pasar modal (*capital market*) merupakan tempat bertemu antara pembeli dan penjual instrumen keuangan (*sekuritas*) dengan resiko untung dan rugi, pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual saham (*stock*) atau mengeluarkan obligasi (*Bonds*). Bursa efek dalam arti sebenarnya adalah suatu sistem yang terorganisir dengan mekanisme resmi untuk mempertemukan penjual dan pembeli sekuritas secara langsung atau melalui wakil-wakilnya. Bursa efek (pasar modal)

³ Sartono, R.A. (1995). Manajemen keuangan: Teori dan aplikasi. Edisi 2. Yogyakarta: BPFE Yogyakarta

yang terbesar di Indonesia adalah Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang juga dikenal dengan nama asingnya sebagai *Jakarta Stock Exchange (JSX)*. Sekuritas yang diperdagangkan di BEJ adalah saham preferen (*Preferred stock*), saham biasa (*common stock*), hak (*right*) dan obligasi konvertible (*convertible bonds*).

Bursa efek terbesar setelah BEJ adalah Bursa Efek Surabaya (BES) atau *Surabaya Stock Exchange (SSX)*. Sekuritas yang terdaftar di BEJ juga diperdagangkan di Bursa Efek Surabaya (BES). Pasar modal pada dasarnya bertujuan untuk menjembatani aliran dana dari pihak yang memiliki dana (investor) dengan pihak perusahaan yang memerlukan dana (untuk ekspansi usaha ataupun untuk memperbaiki struktur modal perusahaan). Sedangkan untuk kasus pasar modal di Indonesia, cakupan tujuan dan misi yang diemban oleh pasar modal Indonesia bersifat lebih luas, sesuai dengan idealisme bangsa Indonesia yang berusaha untuk menjalankan perekonomian yang berasaskan kekeluargaan.⁴ Untuk mewujudkan tujuan tersebut ada tiga aspek mendasar yang ingin dicapai oleh pasar modal Indonesia, yaitu:

1. Mempercepat proses perluasan partisipasi masyarakat dalam pemilikan saham-saham perusahaan.
2. Pemerataan pendapatan masyarakat melalui kepemilikan saham.
3. Menggairahkan masyarakat dalam mengerahkan dan penghimpunan dana untuk digunakan secara produktif.

Pada dasarnya, pasar modal memang merupakan produk dari sistem perekonomian *kapitalis*. Sedangkan dalam proses sosialisasi, pasar modal di Indonesia, tujuan didirikannya pasar modal sudah disisipi muatan *idealisme*. Pasar

⁴ Publikasi dan Brosur Informasi BAPEPAM

modal Indonesia diharap mampu memberikan alternatif sumber dana eksternal yang ber-asal dari masyarakat (investor) bagi perusahaan, sehingga nantinya kredit disektor perbankan dapat dialihkan untuk pembiayaan usaha industri kecil dan menengah.

2.1.2. Sejarah Pasar Modal Di Indonesia

Era pasar modal di Indonesia dapat dibagi menjadi enam periode. Periode pertama yaitu Periode Pembentukan Bursa Tahun 1912-1942, Periode kedua 1952-1960: Periode Orde Lama, Periode ketiga 1977-1988: Periode Orde Baru, Periode Keempat 1988-1995: Periode Bangun Dari Tidur yang Panjang, Periode Kelima (mulai 1995): Periode Otomatisasi, Periode Keenam (Mulai Agustus 1997): Krisis Moneter. Berikut ini akan dijelaskan sejarah perkembangan pasar modal Indonesia mulai dari sejak jaman penjajah sampai dengan sekarang ini.

A. Periode Pembentukan Bursa Tahun 1912 – 1942

Pada tanggal 14 Desember 1912, suatu asosiasi 13 *broker* dibentuk di Jakarta. Asosiasi ini diberi nama Belanda-nya sebagai "*Vereniging voor Effectenhandel*" yang merupakan cikal bakal pasar modal pertama di Indonesia. Setelah perang dunia pertama, pasar modal di Surabaya mendapat giliran dibuka pada tanggal 1 Januari 1925 dan di susun di Semarang pada tanggal 1 Agustus 1925. karena masih dalam jaman penjajahan Belanda dan pasar-pasar modal ini juga didirikan oleh Belanda, mayoritas saham-saham yang diperdagangkan di sana juga merupakan saham-saham perusahaan Belanda dan *afiliasi*-nya yang tergabung dalam *Dutch East Indies Trading Agencies*. Pasar-pasar modal ini beroperasi samapi kedatangan Jepang di Indonesia pada tahun 1942.

B. Periode kedua 1952 – 1960 : Periode Orde Lama

Setelah Jepang meninggalkan Indonesia pada tanggal 1 September 1951 dikeluarkan Undang-Undang Darurat No. 12 yang kemudian dijadikan Undang-Undang Nomor 15 tahun 1952 tentang Pasar Modal. Juga melalui Keputusan Menteri Keuangan No. 289737/UU tanggal 1 Nopember 1951. Bursa Efek Jakarta (BEJ) akhirnya dibuka kembali pada tanggal 3 Juni 1952. Tujuan dibukanya kembali bursa ini untuk menampung obligasi pemerintah yang sudah dikeluarkan pada tahun-tahun sebelumnya.

Tujuan yang lainnya adalah untuk mencegah larinya keluar negeri saham-saham perusahaan Belanda yang dahulunya diperdagangkan di Pasar Modal di Jakarta. Kepengurusan bursa efek ini kemudian diserahkan ke Perserikatan Perdagangan Uang dan Efek-Efek (P.P.U.E) yang terdiri dari 3 (tiga) bank dengan Bank Indonesia sebagai anggota kehormatan. Bursa efek ini berkembang dengan cukup baik walaupun surat berharga yang diperdagangkan umumnya adalah obligasi oleh perusahaan Belanda dan obligasi pemerintah Indonesia lewat Bank Pem-bangunan Indonesia.

C. Periode ketiga 1977 – 1988: Periode Orde Baru

Bursa Efek Jakarta dikatakan lahir kembali pada tahun 1977 dalam periode orde baru sebagai hasil dari keputusan Presiden No. 52 tahun 1976. Keputusan ini menetapkan pendirian Pasar Modal, Pembentukan Badan Pembina Pasar Modal (BAPEPAM) dan PT Danareksa. Periode ini disebut juga dengan periode tidur yang panjang, karena sampai dengan tahun 1988 hanya sedikit sekali perusahaan yang mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Jakarta (BEJ), yaitu hanya 24 perusahaan saja. Kurang menariknya pasar

modal pada periode ini dari segi investor mungkin disebabkan oleh tidak dikenakannya pajak atas deposito, sedangkan penerimaan dividen dikenakan pajak penghasil sebesar 15%.

D. Periode Keempat 1988 – 1995 : Periode Bangun dari Tidur yang Panjang

Sejak ditetapkannya kembali pada tahun 1977 sampai tahun 1988 Bursa Efek Jakarta atau BEJ dikatakan dalam keadaan tidur yang panjang selama 11 tahun. Sebelum tahun 1988 hanya terdapat 24 perusahaan yang terdaftar di BEJ. Setelah tahun 1988, selama 3 (tiga) tahun saja, yaitu sampai tahun 1990, jumlah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta meningkat sampai dengan 127 perusahaan. Sampai dengan tahun 1996 jumlah perusahaan yang terdaftar menjadi 238 pada periode ini. Peningkatan jumlah perusahaan yang terdaftar dipasar modal ini disebabkan oleh beberapa hal sebagai berikut:

I. Permintaan dari investor asing.

Investor asing melihat bahwa pasar modal di Indonesia sudah maju dengan pesat pada periode ini dan mempunyai prospek yang baik. Investor asing tertarik karena dianggap sebagai pasar yang menguntungkan untuk *diversifikasi* secara internasional. Investor asing dibatasi pemilikannya sampai dengan 49% dari sekuritas yang terdaftar di Bursa.⁵ Sampai dengan awal tahun 1995, jumlah kepemilikan oleh investor asing mencapai sebanyak 7,06 milyar lembar atau sekitar 29,61% dari semua sekuritas yang terdaftar.

⁵ Karena Krisis moneter tahun 1997, untuk menarik dana dari investor asing, pada tanggal 3 September 1997, peraturan kepemilikan sampai dengan 49% dihapuskan. Ini berarti investor asing dapat memiliki sampai dengan 100% saham suatu perusahaan.

2. Pakto 88

Paktor 88 merupakan reformasi tanggal 27 Oktober 1988 yang dikeluarkan untuk merangsang *ekspor non-migas*, meningkatkan efisiensi dari bank komersial, membuat kebijakan moneter lebih efektif, meningkatkan simpanan domestik dan meningkatkan pasar modal.

3. Perubahan Generasi

Perubahan kultur bisnis terjadi diperiode ini, yaitu dari kultur bisnis keluarga tertutup ke kultur bisnis profesional yang terbuka yang memungkinkan profesional dari luar keluarga untuk duduk dikursi kepemimpinan perusahaan. Pergeseran ini terjadi karena perubahan generasi dari yang tua ke yang muda. Hal ini harus dilakukan agar terjadi pemeliharaan dari perdagangan yang dilakukan di Bursa Efek Jakarta.

E. Periode Kelima (Mulai 1995) : Periode Otomatisasi

Karena peningkatan kegiatan transaksi yang dirasakan sudah melebihi kapasitas manual, maka Bursa Efek Jakarta memutuskan untuk mengotomatisasikan kegiatan transaksi di bursa. Jika sebelumnya dilantai bursa terlihat dua deret antrian (sebuah antrian untuk beli dan antrian berikutnya adalah untuk antrian jual) yang cukup panjang untuk masing-masing *sekuritas* dan semua kegiatan transaksi dicatat dipapan tulis, maka setelah *otomatisasi*, sekarang yang terlihat di lantai bursa adalah jaringan komputer-komputer yang digunakan oleh *broker*.

F. Periode Keenam (Mulai Agustus 1997): Krisis Moneter

Pada bulan Agustus 1997, krisis moneter melanda negara-negara Asia, termasuk Indonesia, Malaysia, Thailand, Korea Selatan dan Singapura. Krisis

moneter yang terjadi ini dimulai dari penurunan nilai-nilai mata uang negara-negara Asia tersebut relatif terhadap Dollar Amerika Serikat. Penurunan nilai mata uang ini disebabkan *spekulasi* dari pedagang-pedagang valuta asing, kurang percayanya masyarakat terhadap nilai mata uang negaranya sendiri dan yang tidak kalah pentingnya adalah kurangnya pondasi perekonomian.

2.1.3. Pasar Perdana Dan Pasar Sekunder

A. Pasar Perdana (Primer Market)

Pasar primer atau pasar perdahana merupakan penawaran surat-surat berharga dari perusahaan yang menerbitkan saham (*emiten*) kepada para pemodal (*investor*) selama jangka waktu tertentu sebelum surat-surat berharga (*sekuritas*) tersebut terdaftar (*listing*) di bursa efek. Pasar terjadi pada saat perusahaan *emiten* menjual sekuritasnya kepada para investor umum untuk pertama kalinya. Sebelum menawarkan sahan di pasar perdana, perusahaan emiten sebelumnya akan mengeluarkan informasi mengenai perusahaan secara detail yang biasa disebut dengan *Prospektus*.

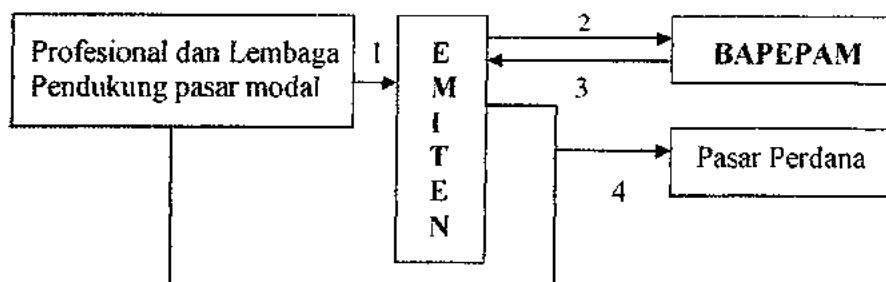
Prospektus berfungsi untuk memberikan informasi mengenai kondisi perusahaan kepada para calon investor, sehingga dengan adanya informasi tersebut maka investor akan bisa mengetahui prospek perusahaan di masa mendatang, dan selanjutnya tertarik untuk membeli sekuritas yang diterbitkan emiten. Proses perdagangan di pasar perdana dimulai dari tersedianya peran profesional dan lembaga pendukung pasar modal. Dalam proses penjualan sekuritas di pasar perdana, salah satu protesi pendukung pasar modal yang berperan penting adalah penjamin (*underwriter*). Penjamin yang ditunjuk oleh perusahaan akan membantu dalam penentuan harga perdana saham serta

membantu memasarkan sekuritas tersebut kepada calon investor. Dalam prakteknya, ada sebagian penjamin melakukan perjanjian dengan perusahaan untuk bertanggung jawab terhadap penjualan saham emiten secara keseluruhan, sehingga risiko tidak terjualnya saham emiten akan ditanggung sepenuhnya oleh penjamin tersebut.

Biasanya, risiko yang ditanggung oleh penjamin tersebut akan bisa dikurangi dengan membentuk sindikasi penjamin. Di Indonesia proses penawaran umum di pasar perdana bisa digambarkan pada gambar 3.1. berikut:

Gambar 3.1

Proses Penawaran Umum di Pasar Perdana



Sumber: Jakarta Stock Exchange

Keterangan:

1. Profesional dan lembaga pendukung pasar modal membantu emiten menyiapkan penawaran umum.
2. Emiten menyerahkan pernyataan pendaftaran kepada BAPEPAM
3. Pernyataan pendaftaran dinyatakan efektif oleh BAPEPAM
4. Emiten beserta profesional dan lembaga pendukung melakukan penawaran umum di pasar perdana.

B. Pasar Sekunder

Setelah sekuritas dijual dipasar perdana, selanjutnya sekuritas *emiten* tersebut kemudian bisa diperjualbelikan oleh dan antar *investor* dipasar sekunder. Dengan adanya pasar sekunder, investor dapat melakukan perdagangan sekuritas untuk mendapatkan keuntungan. Oleh karena itu, pasar

sekunder memberikan likuiditas kepada investor, bukan kepada perusahaan seperti dalam pasar perdana. Dalam hal melakukan transaksi saham, para investor akan melakukan analisis informasi yang beredar di pasar sekunder mengenai perkembangan perubahan harga saham yang terjadi pada saat itu.

Informasi tersebut akan mempunyai makna atau nilai bagi investor jika keberadaan informasi tersebut menyebabkan terjadinya transaksi di pasar sekunder. Pasar sekunder biasanya dimanfaatkan untuk perdagangan saham biasa, saham preferen, obligasi, waran maupun *sekuritas derivatif (opsi dan futures)*. Sedangkan untuk di Indonesia, *sekuritas* yang umumnya diperdagangkan di pasar sekunder adalah *saham biasa, saham preferen, obligasi, obligasi konversi, waran, bukti right* dan reksadana. Perdagangan di pasar sekunder dapat dilakukan di dua jenis pasar, yaitu pasar lelang (*auction market*) atau pasar negosiasi (*negotiated market*).

Pasar lelang (*auction market*) yaitu pasar sekunder yang merupakan pasar lelang adalah pasar sekuritas yang melibatkan proses pelelangan (penawaran) pada sebuah lokasi fisik. Transaksi antara pembeli dan penjual menggunakan perantara broker yang mewakili masing-masing pihak pembelian atau penjual. Dengan demikian, investor tidak dapat secara langsung melakukan transaksi tetapi dilakukan melalui perantara broker. Pasar negosiasi (*negotiated market*). Berbeda dengan pasar lelang, pasar negosiasi terdiri dari jaringan berbagai dealer yang menciptakan pasar tersendiri diluar lantai bursa sekuritas, dengan cara membeli dari dan menjual ke investor. Tidak seperti broker dalam pasar lelang, dealer di pasar negosiasi mempunyai kepentingan pada transaksi jual beli karena sekuritas yang diperdagangkan adalah milik

dealer tersebut dan mereka mendapatkan return dari selisih harga jual beli yang dilakukannya.

2.1.4. Manfaat Pasar Modal

Kegiatan pasar modal pada dasarnya merupakan kegiatan yang dilakukan pemilik dana dan pihak yang memerlukan dana secara tidak langsung (tidak ada perantara keuangan yang mengambil alih risiko investasi). Berbagai manfaat pasar modal dapat dinikmati oleh *emiten*, *investor* dan pemerintah. Manfaat pasar modal bagi emiten yaitu: 1) perusahaan yang menerbitkan sekuritas pada pasar perdana dan dapat memperoleh dana sekaligus dalam jumlah yang besar. 2) dengan menerbitkan saham dapat mengurangi ketergantungan perusahaan (*emiten*) kepada bank dan dapat memperbaiki struktur modal. 3) dengan menerbitkan saham (*emisi saham*) tidak ada beban tetap yang berupa pembayaran bunga dan jangka waktu penggunaan dana dari penjualan saham tidak terbatas. Perusahaan yang menerbitkan sekuritas (*emiten*) memanfaatkan pasar modal untuk menarik dana umumnya didorong oleh beberapa tujuan, yaitu:

A. Untuk Perluasan Usaha

Untuk mengadakan perluasan usaha (*ekspansi*) selain ditunjang oleh manajemen yang profesional juga diperlukan modal, baik untuk investasi pada aktiva tetap maupun untuk modal kerja. Apabila jumlah modal yang diperlukan untuk ekspansi tersebut relatif kecil dapat menggunakan dana yang bersumber dari laba yang ditahan (*retained earning*). Apabila dalam mengadakan ekspansi tersebut membutuhkan dana yang besar, maka perusahaan dapat memanfaatkan pasar modal yaitu dengan menerbitkan (*emisi*) saham baru atau menerbitkan obligasi (*bonds*).

B. Untuk Memperbaiki Struktur Modal

Modal perusahaan terdiri dari modal sendiri (*equity*) dan pinjaman (*debt*). Penggunaan hutang dalam perusahaan menanggung risiko *finansial*, yaitu pembayaran beban tetap yang berupa bunga. Lebih-lebih apabila pinjaman tersebut berasal dari mata uang asing, maka jumlah pembayaran hutang pokok dan bunganya akan menjadi besar. Kondisi demikian sangat merugikan perusahaan. Untuk mengatasinya perusahaan dapat memanfaatkan pasar modal dengan menerbitkan saham baru. Dana yang berasal dari penjualan saham tersebut digunakan untuk membayar hutang. Tindakan yang demikian disebut *restrukturisasi* modal, yaitu dengan merubah komposisi modal dimana bagian modal saham menjadi besar sedangkan bagian modal pinjaman menjadi kecil.

C. Untuk Melaksanakan Pengalihan Pemegang Saham (*devestment*)

Perusahaan yang sudah *go public* adalah perusahaan yang secara hukum dan nyata sudah beroperasi (melakukan kegiatan usaha), dengan demikian sudah ada pemilik perusahaan yaitu para pemegang saham. Apabila dengan pertimbangan tertentu pemegang saham ingin mengalihkan atau melepaskan sahamnya, mereka dapat menjualnya melalui pasar modal. Sedangkan manfaat pasar modal bagi investor adalah: 1) investor yang membeli saham akan memperoleh dividen dan investor yang membeli obligasi akan memperoleh bunga. 2) investor sekaligus dapat membeli beberapa macam saham dan obligasi untuk memperoleh keuntungan yang lebih besar dan mengurangi risiko. 3) mempunyai suara dalam rapat pemegang saham bagi pemegang saham. Para pemodal (investor) yang masuk pasar modal dapat berasal dari bermacam-

macam kalangan masyarakat. Ditinjau dari segi tujuan mereka menjadi pemodal, maka dapat dikelompokkan menjadi beberapa kelompok, yaitu:

1. Pemodal yang bertujuan untuk memperoleh dividen

Kelompok pemodal ini mencari perusahaan-perusahaan (*emiten*) yang sudah stabil sehingga menjamin perolehan keuntungan yang stabil pula. Dari keuntungan perusahaan yang stabil tersebut kelompok pemodal ini mengharapkan bagian laba (*dividen*) yang stabil pula.

2. Pemodal yang bertujuan untuk berdagang

Agar bisa melakukan investasi yang menghasilkan keuntungan yang besar, maka harus memiliki pengetahuan yang besar mengenai harga saham. Harga saham di Bursa Efek tidak stabil, ada kalanya naik dan turun tergantung dari kekuatan permintaan dan penawaran. Perubahan harga ini sangat menarik bagi kelompok pemodal yang ingin berdagang di bursa efek dengan tujuan untuk memperoleh keuntungan dari kenaikan harga saham.

3. Kelompok yang berkepentingan dalam kepemilikan perusahaan

Kelompok ini mengutamakan ikut sertanya mereka sebagai pemilik perusahaan. Oleh karena itu kelompok ini memilih perusahaan yang *bonafit* dan sudah mempunyai nama baik.

4. Kelompok spekulator

Kelompok ini lebih tertarik pada saham-saham perusahaan yang baru berkembang, tetapi mempunyai prospek yang baik di masa mendatang. Dalam kegiatan di pasar modal, kelompok spekulator ini berperan untuk meningkatkan likuiditas saham di bursa efek yang terjadi pada saat perdagangan saham itu terjadi.

Manfaat pasar modal bagi pemerintah adalah: 1) meningkatkan investasi, 2) meningkatkan pertumbuhan ekonomi, dan 3) menciptakan lapangan kerja serta meningkatkan pemerataan pendapatan.

2.1.5. Mekanisme Pencatatan Di Bursa Efek Jakarta

Sejak Juli 2000, BEJ mengeluarkan peraturan pencatatan yang baru yang memuat ketentuan umum, persyaratan dan prosedur pencatatan di Bursa. Diterbitkannya peraturan ini untuk merespon kondisi yang ada saat ini dan sebagai salah satu upaya memulihkan kepercayaan publik terhadap Bursa melalui pengaturan tentang tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*). Peraturan ini juga merupakan bagian dari upaya BEJ dalam mengantisipasi perkembangan bursa lainnya sehingga dapat meningkatkan daya saing BEJ diantara bursa-bursa regional. Di samping itu, peraturan ini juga untuk meningkatkan penyelenggaraan tata kelola perusahaan yang baik (*good corporate governance*), menekankan adanya kepastian hukum yang lebih jelas dalam proses *listing/ delisting* di BEJ, serta pengetatan tingkat kepatuhan emiten dalam melakukan keterbukaan informasi (*disclosure*).

Peraturan ini memiliki dampak positif bagi emiten antara lain; *timing delisting* dapat diketahui dengan pasti saat *emiten* memenuhi kriteria *delisting*, sedangkan pada peraturan pencatatan yang lama tidak ada ketentuan yang pasti kapan *efektif delisting* bagi *emiten* yang telah terkena kriteria *delisting*. Selain itu informasi peringatan kepada emiten yang akan di *delist* lebih cepat disampaikan (*early warning announcement*). Pada peraturan yang baru ini *emiten* sudah diberitahu sejak kondisinya mengarah pada salah satu atau lebih kriteria *delisting*. Bandingkan dengan peraturan yang lama, emiten didelist jika telah terkena salah

satu atau lebih kriteria *delisting*. Bagi pemodal saham, dengan adanya peraturan baru ini, pihaknya masih diberi kesempatan untuk mentransaksikan saham *emiten* yang akan di *delist* di Pasar Negosiasi karena pada dasarnya saham-saham yang telah didelist dari bursa bukan berarti tidak bernilai. Bahkan masih terbuka untuk *Relisting* sepanjang memenuhi ketentuan yang berlaku. Hal ini tentunya memperkecil kerugian bagi pemodal.

1. Proses Pencatatan di Bursa Efek Jakarta

Calon Perusahaan Terbuka (*Emiten*) mengajukan permohonan pencatatan ke Bursa dan kemudian BEJ akan mengevaluasi permohonan tersebut apakah sesuai dengan ketentuan pencatatan di Bursa. Setelah itu calon *emiten* diminta untuk mempresentasikan kinerja perusahaannya. Jika memenuhi syarat, BEJ memberikan surat persetujuan prinsip pencatatan yang dikenal dengan istilah Perjanjian Pendahuluan yang terdiri dari:

- a. Calon *emiten* mengajukan Pernyataan Pendaftaran ke BAPEPAM.
- b. Apabila telah mendapat Pernyataan Efektif dari BAPEPAM, maka calon *emiten* melakukan proses penawaran umum (*Initial Public Offering / IPO*).
- c. *Emiten* membayar biaya pencatatan.
- d. BEJ mengumumkan pencatatan efek tersebut di bursa.

2. Persyaratan Pencatatan.

a. Klasifikasi Papan Pencatatan

Pencatatan diklasifikasikan dalam 2 papan pencatatan yaitu Papan Utama dan Papan Pengembangan dimana penempatan dari *emiten* dan calon *emiten* yang disetujui pencatatannya di dasarkan pada pemenuhan persyaratan pencatatan awal pada masing-masing papan pencatatan.

Papan Utama ditujukan untuk calon emiten atau emiten yang mempunyai size besar dan mempunyai track record. Sementara Papan Pengembangan dimaksudkan untuk perusahaan-perusahaan yang belum dapat memenuhi persyaratan pencatatan di Papan Utama, termasuk perusahaan yang *prospektif* namun belum menghasilkan keuntungan, dan merupakan sarana bagi perusahaan yang sedang dalam penyehatan sehingga diharapkan pemulihan ekonomi nasional dapat terlaksana lebih cepat.

b. Persyaratan Umum

Calon emiten bisa mencatatkan sahamnya di Bursa, apabila telah memenuhi syarat berikut :

- 1) Pernyataan Pendaftaran emiten telah efektif
- 2) Calon emiten tidak sedang dalam sengketa hukum yang diperkirakan dapat mempengaruhi kelangsungan perusahaan
- 3) Bidang usahanya baik langsung atau tidak langsung tidak dilarang oleh UU yang berlaku di Indonesia

Khusus calon emiten pabrikan, tidak dalam masalah pencemaran lingkungan (ini dibuktikan dengan sertifikat AMDAL) dan calon emiten industri kehutanan harus memiliki sertifikat *ecolabeling* (ramah lingkungan). Khusus Calon emiten bidang pertambangan harus memiliki ijin pengelolaan yg masih berlaku minimal 15 tahun; memiliki minimal 1 kontrak karya atau Kuasa Penambangan atau Surat Ijin Penambangan Daerah; minimal salah satu Anggota Direksinya memiliki kemampuan teknis dan pengalaman di bidang pertambangan; calon emiten sudah memiliki cadangan terbukti (*proven deposit*) atau yang setara. Khusus calon emiten yang bidang usahanya memerlukan ijin pengelolaan (seperti

jalan tol, penguasaan hutan) harus memiliki ijin tersebut minimal untuk 15 tahun. Bagi para calon emiten yang merupakan anak perusahaan dan/atau induk perusahaan dari emiten yg sudah listing di BEJ dimana calon emiten memberikan kontribusi pendapatan kepada emiten yg *listing* tersebut lebih dari 50% dari pendapatan konsolidasi, tidak diperkenankan tercatat di Bursa. Persyaratan pencatatan awal yang berkaitan dengan hal *finansial* didasarkan pada laporan keuangan Auditan terakhir sebelum mengajukan permohonan pencatatan di papan bursa.

2.1.6. Pasar Modal Yang Efisien

Pasar modal yang efisien merupakan pasar modal dimana harga-harga sekuritas sepenuhnya dan dengan segera merefleksikan semua informasi relevan yang tersedia. Hal ini berarti bahwa pada sekuritas yang diperdagangkan, harga yang terjadi memberikan sinyal yang akurat untuk mengalokasikan modal. Konsep dasar pasar modal yang efisien pada dasarnya sebagai pengganti konsep pasar modal sempurna yang tidak mungkin terjadi dalam dunia nyata karena syarat-syarat seperti tidak adanya transaksi, tidak ada pajak dan tidak ada biaya informasi tidak mungkin terpenuhi. Konsep dasar pasar modal yang efisien lebih terbatas dari konsep pasar modal sempurna, pasar modal masing dapat dikatakan efisien apabila:

- Ongkos-ongkos dapat ditekan sampai minimum.
- Harga-harga sekuritas yang terjadi dapat menjadi petunjuk yang benar dan berguna untuk mengarahkan aliran dana dari investor ke proyek-proyek investasi yang menghasilkan return yang tinggi.

Konsep diatas menunjukkan bahwa pasar modal yang efisien yang perlu diperhatikan adalah harga dan informasi yang diterima oleh pasar. Semakin cepat

informasi baru tercermin pada harga-harga sekuritas, maka semakin efisien pasar modal tersebut oleh karena informasi, berkaitan erat dengan keputusan investasi dipasar modal yang tentunya tidak dapat diabaikan bagi siapa saja yang berkecimpung dalam investasi. Agar informasi khususnya informasi yang menyangkut keuangan dan prestasi perusahaan bermanfaat maka harus memiliki sifat-sifat sebagai berikut:

1. **Relevan.** Informasi yang relevan adalah informasi yang berhubungan dengan tindakan yang direncanakan untuk dicapai.
2. **Akurat.** Sifat ini pada dasarnya berkaitan dengan pengukuran dan pemrosesannya. Informasi yang bebas dari kesalahan adalah informasi yang akurat, sehingga kualitas informasi sangat dipengaruhi oleh tingkat pertukarannya.
3. **Konsistensi.** Informasi diperlukan karena adanya ketidakpastian. Ketidakpastian berkaitan erat dengan waktu sekarang dan waktu yang akan datang. Kualitas informasi akan bertambah jika informasi tersebut dapat dipertimbangkan dari waktu ke waktu atau dengan informasi yang lain.
4. **obyektivitas.** Obyektivitas ini berkaitan dengan pengukuran yang dapat diulang oleh pihak yang independen dengan menggunakan metode pengukuran yang sama dalam satu lingkup.
5. **dapat dimengerti.** Sifat ini berhubungan dengan kemampuan pemakai untuk dapat menangkap pesan yang disampaikan informasi ini akan bermanfaat kalau pemakai dapat mengerti makna yang terkandung didalamnya.
6. **ketepatan waktu.** Ketepatan waktu ini berkaitan dengan umur informasi. Umur informasi sangat mempengaruhi kualitas informasi.

Berkaitan dengan informasi dan harga sekuritas menurut Eugene F. Fama (1970) efisiensi pasar modal dapat dibedakan menjadi tiga (3) bentuk yaitu:

1. *Weak Form Efficiency*

Efisiensi pasar bentuk lemah mengandung arti bahwa kelebihan pendapatan atau pendapatan yang *abnormal* tidak dapat diperoleh atas dasar informasi historis mengenai harga dan pendapatan. Ini berarti bahwa pola historis dari harga dan pendapatan atas saham tidak akan memberikan dasar bagi peramalan yang paling baik tentang harga atau pendapatan yang akan datang. Peramalan dari efisiensi bentuk lemah bertentangan langsung dengan kegiatan para peramal saham (*chartist*) atau analisis teknis.

2. *Semi-Strong Form Efficiency*

Efisiensi pasar berbentuk setengah kuat mengandung arti bahwa para investor tidak dapat memperoleh keuntungan di atas normal berdasarkan atas informasi umum yang tersedia. Contoh informasi umum mencakup laporan tahunan dari perusahaan, pers keuangan dan sebagainya. Efisiensi pasar setengah kuat membantah bahwa harga yang ada menggambarkan semua informasi umum, baik atau buruk. Semua informasi yang diketahui sekarang ini dipasar telah dimasukkan dalam harga saham sekarang terkecuali kenaikan yang dapat diramalkan yang merupakan bagian dari pendapatan normal atas surat berharga. Maka harga hanya berubah apabila datang informasi baru. Pandangan efisiensi pasar bentuk setengah kuat berpendapat bahwa para analisis fundamental akan mempunyai pendapatan sepadan dengan kemampuan mereka mengevaluasi data umum yang tersedia di Bursa Efek Jakarta dari aktivitas perdagangan saat itu.

3. *Strong Form Efficiency*

Efisiensi pasar bentuk kuat mengandung arti bahwa kelebihan pendapatan tidak dapat diperoleh dengan menggunakan setiap sumber informasi, tanpa menghiraukan apakah informasi itu tersedia secara umum atau tidak ini berarti bahwa pada umumnya orang dalam perusahaan tidak akan mampu memanfaatkan informasi yang mereka terima sebelum disiarkan secara umum. Teorinya adalah bahwa persaingan antara mereka dengan informasi dari orang dalam sangat cepat sekali akan menghasilkan keseimbangan harga. Pergerakan harga keseimbangan tidak akan memberikan kesempatan untuk memperoleh pendapatan di atas rata-rata. Kesimpulan dari bentuk-bentuk efisiensi pasar adalah bahwa fakta-fakta kelihatannya sesuai dengan hasil dari efisiensi pasar bentuk lemah, serta bentuk setengah kuat menurut Kitchen ada beberapa persyaratan yang perlu dipenuhi oleh suatu pasar modal dikategorikan efisien. Persyaratan itu adalah:

- Tidak ada biaya transaksi
- Informasi yang tersedia secara bebas dan cepat.
- Investor mempunyai *homogeneous expectation* dan mereka bersifat *risk averse*.
- Ada pembeli dan penjual dalam jumlah yang besar, serta
- Tersedia jumlah sekuritas yang cukup banyak untuk melakukan diversifikasi.

Dari berbagai pendapat pakar keuangan mengenai efisiensi pasar modal dapat diketahui bahwa efisiensi pasar modal berkaitan dengan kepercayaan investor terhadap emiten. Informasi yang tersedia dipasar modal mempengaruhi kepercayaan investor yang membentuk efisiensi pasar modal. Analisis yang dilaku-

kan terhadap efisiensi pasar modal baik dalam bentuk *Weak Form Efficiency*, *Semi-Strong Form Efficiency*, *Strong Form Efficiency* tetap berkaitan dengan informasi dan kepercayaan investor. Oleh karena itu informasi yang akurat serta kepercayaan investor sangat diperlukan dalam melakukan suatu teknik investasi yang diharapkan dapat memberikan return yang besar.

2.1.7. Sistem Perdagangan Di Bursa Efek Jakarta

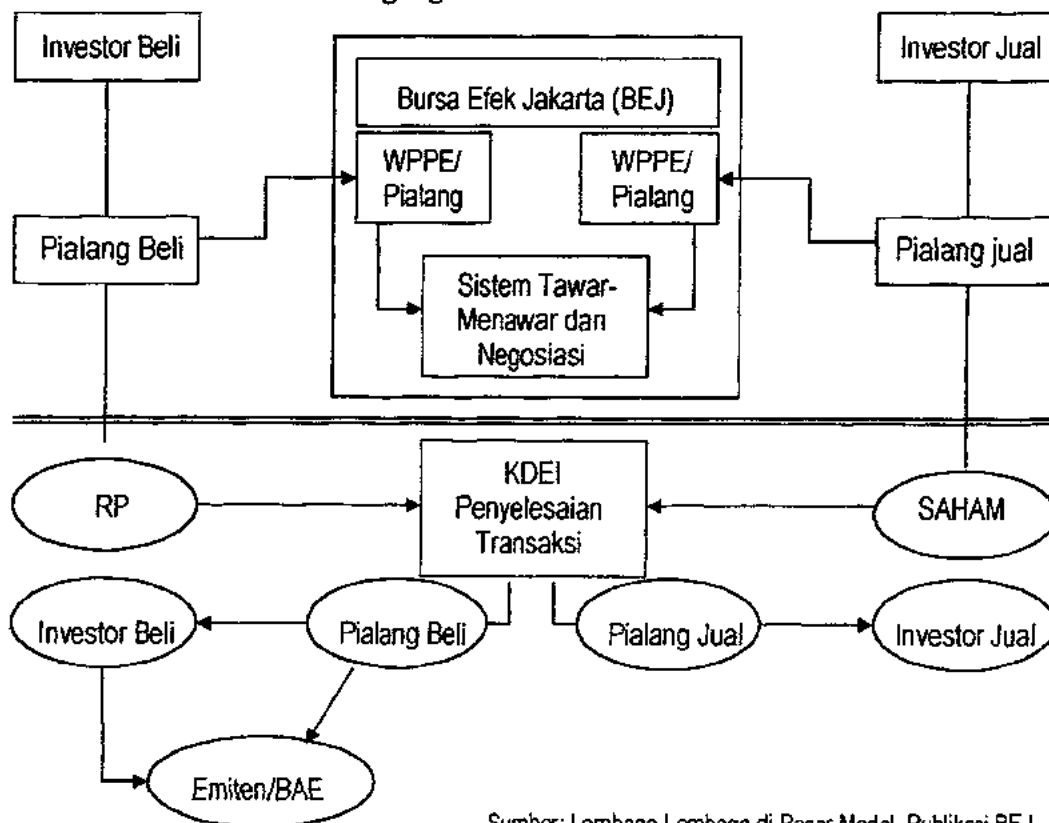
Tidak berbeda dengan perdagangan pasar pada umumnya yang melibatkan pembeli dan penjual. Bedanya, dipasar modal investor tidak dapat langsung membeli atau menjual sekuritas dilantai bursa, melainkan harus melalui perusahaan pialang atau broker yang merupakan anggota bursa. Aktivitas jual beli saham dilantai bursa dilakukan oleh perusahaan pialang melalui orang yang ditunjuk sebagai Wakil Perantara Pedagang Efek (WPPE). Selanjutnya masing-masing WPPE yang mewakili penjual dan pembeli melakukan proses tawar menawar dan negosiasi. Jika berhasil dan ada kesepakatan, maka proses penyelesaian transaksi akan diselesaikan melalui PT Kustodian Depositori Efek Indonesia (KDEI), kecuali untuk penyelesaian transaksi obligasi dan bukti right, yang dilakukan sendiri antaranggota bursa yang melakukan transaksi. Transaksi yang ada dibursa umumnya bukan merupakan tran-saksi tunai pada saat itu juga. Bursa telah menentukan bila telah terjadi transaksi pada hari H, maka penyerahan saham dan pembayaran harus diselesaikan melalui PT Kustodian Depositori Efek Indonesia (KDEI) pada hari bursa ke lima (H+4).

Bila perusahaan pialang tidak mampu memenuhi kewajibannya untuk menyelesaikan transaksi dipasar reguler dan negosiasi pada hari bursa ke 5 (lima) atau (H+4) maka transaksi perdagangan selanjutnya akan dilakukan dipasar tunai.

Pasar tunai dilakukan dengan prinsip pembayaran dan penyerahan pada saat itu juga (*cash and carry*). Setelah proses penyelesaian dilakukan, pialang yang melaksanakan pesanan untuk membeli sekuritas, akan datang ke Biro Administrasi Efek (BAE) yang ditunjuk emiten untuk mendaftar dan mengadministrasi saham tersebut atas nama pemodal yang membeli saham. PT BEJ menentukan bahwa batas waktu proses pendaftaran saham selama-lamanya 7 (tujuh) hari. Setelah melakukan registrasi maka pemodal telah terdaftar sebagai pemegang saham dan berhak mendapatkan seluruh hak-hak sebagai pemegang saham. Gambar 3.2 berikut ini akan dijelaskan mengenai mekanisme perdagangan efek yang terjadi dilantai bursa.

Gambar 3.2

Proses Perdagangan Saham Di Bursa Efek Jakarta



Sumber: Lembaga-Lembaga di Pasar Modal, Publikasi BEJ

Dari gambar tersebut terlihat bahwa BEJ menanut sistem *ordering-driven market* atau pasar yang digerakkan oleh *order-order* dari pialang dengan sistem lelang secara terus-menerus. Kemudian perusahaan pialang akan menunjuk WPPE yang akan memasukkan semua *order pialang* tersebut ke dalam *terminal* masing-masing dilantai bursa. Dengan menggunakan JATS maka *order-order* tersebut akan diolah oleh komputer yang akan melakukan penyesuaian (*matching*) dengan mempertimbangkan prioritas harga dan prioritas waktu. Dengan demikian harga yang terbentuk merupakan hasil dari sistem tawar-menawar atau lelang terbuka (*auction market*) yang akan menjadi dasar untuk pembentukan pasar reguler. Harga yang terbentuk dipasar reguler menjadi dasar perhitungan indeks dan patokan harga saham di BEJ yang akan disebarakan keseluruh dunia.

2.1.8. Pengertian Deviden dan Tujuan Pembagian Deviden

Deviden adalah bagian keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham (para investor). Adapun tujuan pembagian deviden antara lain sebagai berikut:

1. Untuk memaksimalkan kemaknuran bagi para pemegang saham. Hal ini sangat beralasan, karena tingginya deviden yang dibayarkan akan mempengaruhi harga saham. Sebagian investor menanamkan dananya dipasar modal adalah untuk mendapatkan deviden. Mereka percaya bahwa deviden yang tinggi mencerminkan bahwa prospek perusahaan bagus dimasa yang akan datang, sehingga harga saham naik.
2. Untuk menunjukkan likuiditas perusahaan. Dengan dibayarkannya deviden diharapkan kinerja perusahaan dimata investor bagus. Sering kita jumpai bahwa sebagian perusahaan memberikan deviden dalam jumlah tetap untuk

setiap periode. Hal ini dilakukan karena perusahaan ingin diakui oleh investor bahwa perusahaan yang bersangkutan adalah mampu menghadapi gejolak ekonomi dan mampu memberikan hasil-hasil kepada para investor.

3. Sebagian Investor memandang bahwa resiko deviden adalah lebih rendah dibandingkan dengan resiko *capital gain*.
4. Untuk memenuhi kebutuhan para pemegang saham akan pendapatan tetap yang digunakan untuk keperluan konsumsi.
5. Deviden dapat digunakan sebagai alat komunikasi antara manajer dengan pemegang saham. Informasi secara keseluruhan tentang kondisi intern perusahaan sering tidak diketahui oleh investor, sehingga melalui deviden-lah pertumbuhan perusahaan dan prospek perusahaan bisa diketahui oleh para investor dalam melakukan suatu investasi terhadap perusahaan-perusahaan yang dianggapnya memiliki komitmen yang jelas dalam kebijakan dividennya.

2.1.9. Studi Mengenai Kebijakan Dividend

Salah satu kebijakan yang harus diambil oleh manajemen keuangan adalah memutuskan apakah laba yang diperoleh oleh perusahaan selama satu periode akan dibagi semua atau dibagi sebagian untuk deviden dan sebagian lagi tidak dibagi dalam bentuk laba ditahan. Sebagaimana yang kita ketahui bahwa, perusahaan selalu dihadapkan pada dua masalah yang penting dan berkaitan, keputusan deviden dan pembelanjaan jangka panjang. Disamping itu masih ada satu masalah lagi yaitu keputusan untuk menentukan berapa banyak deviden yang harus dibagikan kepada para pemegang saham, ketiga keputusan ini (kombinasinya) akan mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan yang mencerminkan dari harga pasar sahamnya. Keputusan deviden pada hakekatnya akan menentukan

berapa banyak bagian keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan berapa banyak keuntungan yang akan ditahan.

Dalam hal ini kebijakan deviden merupakan keputusan yang berkaitan dengan penentuan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai deviden atau akan ditahan sebagai laba dan selanjutnya untuk diinvestasikan kembali dimasa yang akan datang. Dalam merumuskan kebijakan deviden, manajer keuangan menghadapi *tradeoff*. Dengan mengasumsikan bahwa manajemen sudah memutuskan berapa banyak investasi dan memilih paduan utang-modalnya untuk mendanai investasi ini, keputusan untuk membayar deviden yang besar berarti secara simultan memutuskan untuk menahan sedikit laba, jikalau ada, ini nantinya menghasilkan keuntungan yang lebih besar pada pendanaan modal eksternal.

Sebaliknya, dengan investasi dan keputusan pendanaan perusahaan, pembayaran deviden yang kecil akan berarti penahanan laba yang tinggi dengan lebih sedikit kebutuhan dana modal yang dihasilkan dari luar, yang tentu saja akan memberikan pengaruh yang besar terhadap internal kebutuhan perusahaan dalam melakukan kegiatan investasi dimasa yang akan datang yang di harapkan akan menghasilkan keuntungan yang besar dari aktivitas investasi tersebut yang diperoleh dari aktivitas atau kegiatan investasi.

2.1.10. Pentingnya Kebijakan Deviden

Salah satu kebijakan yang harus diambil oleh manajemen adalah memutuskan apakah laba diperoleh perusahaan selama satu periode akan dibagi semua atau dibagi sebagian untuk deviden dan sebagian lagi tidak dibagi dalam bentuk laba ditahan. Dalam hal ini keputusan kebijakan deviden sangatlah penting untuk

menentukan apakah dalam suatu periode tertentu apakah perusahaan akan memberikan dividen kepada para pemegang saham atau dalam hal ini investor, atau tidak membagikan laba yang diperoleh dalam bentuk laba ditahan. Apabila perusahaan memutuskan untuk membagi dividen berarti akan mengurangi jumlah laba yang ditahan yang akhirnya akan mengurangi sumber dana intern yang akan digunakan untuk mengembangkan perusahaan.

Sedangkan apabila perusahaan tidak membagikan labanya sebagai dividen akan bisa memperbesar sumber dana internal perusahaan dan akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk mengembangkan perusahaan. Dari uraian tersebut, ternyata kebijakan dividen akan menimbulkan dua akibat yang saling bertentangan, oleh karena itu penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham menjadi sangat penting dan merupakan tugas manajer keuangan untuk mengambil kebijakan dividen yang optimal. Artinya manajer keuangan harus mampu menentukan kebijakan yang akan menyeimbangkan dividen saat ini dan tingkat pertumbuhan dividen dimasa yang akan datang, agar nilai perusahaan dapat ditingkatkan.

Prosentase dari laba yang dibagikan sebagai dividen akan disebut sebagai dividen payout ratio. Dengan semakin tingginya dividen payout ratio maka semakin kecil porsi dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali ke perusahaan sebagai laba yang ditahan. Dan semakin besar peluang investasi yang dapat dilakukan oleh perusahaan tersebut.

2.1.11. Macam-Macam Deviden dan Teori Kebijakan Deviden

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

- a) Deviden tunai (*Cash Dividend*). Yaitu bagian keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk tunai (*cash*).
- b) Deviden Saham (*Stock Dividend*). Yaitu bagian keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk saham. Tujuan perusahaan memberikan *stock dividend* adalah untuk menghemat kas karena ada kesempatan investasi yang lebih menguntungkan namun hal ini akan mengakibatkan kekecewaan pemegang saham. Kebijakan *stock dividend* yang tidak dapat dibenarkan apabila *stock dividend* dipergunakan untuk mengatasi kesulitan *finansial*, karena perusahaan tidak dapat memanipulasi investor yang akibatnya harga saham akan turun. Masalahnya yang penting adalah menyangkur biaya emisi saham yang mahal sehingga *stock dividend* perlu pertimbangan yang matang.

Deviden yang dibayarkan kepada para pemegang saham ditinjau dari jumlah yang dibayarkan terdiri dari tiga macam yaitu:⁶

- a) *Deviden Payout Ratio* (DPR) yang Konstan. Dengan *Deviden Payout Ratio* (DPR) yang konstan, perusahaan menetapkan ratio yang tetap terhadap keuntungan. Berapapun keuntungan yang diperoleh, persentase keuntungan yang dibagikan selalu sama. Akibatnya adalah jumlah uang yang dibayarkan akan bervariasi untuk setiap periode tergantung pada keuntungan yang diperoleh.
- b) Jumlah Deviden yang Stabil. Kebijakan dividen stabil ini artinya dividen akan diberikan secara tetap per lembarnya untuk jangka waktu tertentu walaupun laba yang diperoleh perusahaan berfluktuasi. Dalam hal ini, perusahaan

⁶ Chang, R.P. & Ghon Rhee, S. (1990). *Taxes and dividends: The impact of personel taxes on corporate dividend policy and capital structure decisions*. *Financial Management/Summer*, p 21 – 31.

memberikan deviden kepada para pemegang saham dalam jumlah yang tetap untuk setiap periode. Dividen stabil ini dipertahankan untuk beberapa tahun, dan kemudian bila laba yang diperoleh meningkat dan peningkatannya mantap dan stabil, maka dividen juga akan ditingkatkan untuk selanjutnya dipertahankan selama beberapa tahun.

Kebijakan dividen yang stabil ini banyak dilakukan oleh perusahaan, karena beberapa alasan yakni: 1) Bisa meningkatkan harga saham, sebab dividen yang stabil dan dapat diprediksi dianggap mempunyai risiko yang kecil, 2) Bisa memberikan kesan kepada pra investor bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik dimasa yang akan datang. 3) akan menarik investor yang memanfaatkan dividen untuk keperluan konsumsi, sebab dividen selalu dibayarkan.

- c) Jumlah Dividen yang kecil ditambah dividen ekstra. Perusahaan akan membayarkan dividen dalam jumlah yang kecil dan apabila ada keuntungan yang naik pada akhir periode, maka perusahaan menambahkan dividen ekstra kepada para investor.

Terdapat tiga teori kebijakan dividen yaitu: *Dividend Irrelevance Theory*, *Bird in The Hand Theory* dan *Tax Differential Theory*.

- a) *Dividend Irrelevance Theory*. Modigliani Miller berpendapat bahwa dividen tidak mempunyai efek pada harga saham perusahaan maupun pada *cost of capital*-nya. Argumen inilah yang disebut bahwa kebijakan dividen tidak relevan. Modigliani Miller menyatakan bahwa apabila pembayaran dividen dinaikkan, maka perusahaan dapat mengimbangi dengan cara mengeluarkan saham baru sebagai pengganti sejumlah pembayaran dividen tersebut.

Lebih lanjut Modigliani Miller mempunyai alasan bahwa nilai suatu perusahaan ditentukan oleh *earning power* dan tingkat resiko assets perusahaan. Hal yang penting dari pendapat Modigliani-Miller adalah bahwa pengaruh pembayaran dividen terhadap kemakmuran pemegang saham akan diimbangi dengan jumlah dana yang sama dengan cara pembelanjaan atau pemenuhan dana lain. Dalam kondisi keputusan investasi yang given, maka apabila perusahaan membagikan dividen kepada pemegang saham, perusahaan harus mengeluarkan saham tersebut. Dengan demikian kenaikan pendapatan dari pembayaran dividen akan diimbangi dengan penurunan harga saham sebagai akibat penjualan saham baru. Modigliani-Miller membuktikan pendapatnya secara matematis dengan berbagai asumsi:

- Pasar modal yang sempurna dimana semua investor bersikap rasional.
 - Tidak ada pajak perseorangan dan pajak penghasilan perusahaan.
 - Tidak ada biaya emisi atau *floatation cost* dan biaya transaksi.
 - Kebijakan dividen tidak memiliki berpengaruh terhadap biaya modal sendiri perusahaan.
 - Informasi tersedia untuk setiap individu terutama yang menyangkut tentang kesempatan investasi.
- b) *Tax Differential Theory*. Pertama harus disadari bahwa bagi investor yang dikenai pajak pendapatan perseorangan, pendapatan yang relevan baginya adalah pendapatan setelah pajak. Jika *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah daripada pajak atas dividen, maka saham yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi menjadi lebih menarik. Tetapi sebaliknya jika *capital gains* dikenai pajak yang sama dengan pendapatan atas dividen,

maka keuntungan *capital gains* menjadi berkurang. Litzenberger dan Ramaswamy menyatakan bahwa apabila 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.

- c) *Bird in The Hand Theory*. Myron Gordon dan J. Litneer mengemukakan bahwa para pemegang saham lebih suka kalau *earning* dibagikan dalam bentuk dividen daripada ditahan (*reined earning*). Alasan mereka adalah bahwa pembayaran dividen 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 dengan *bird-in-the hand theory*.

2.1.12. Pertimbangan Manajerial dalam Menentukan *Dividen Payout Ratio*⁷

Kebijakan dividen sejauh ini hanya dilihat dari aspek teoritisnya saja, namun belum melihat pertimbangan manajerial dalam praktik yang sesungguhnya. Berikut ini faktor-faktor yang sesungguhnya terjadi dan harus di analisis dalam kaitannya dengan kebijakan dividen.

- 1) **Likuiditas**. Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam banyak kebijakan dividen, karena kebijakan dividen bagi perusahaan merupakan kas keluar, maka semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan secara keseluruhan akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan dan *pro-*

⁷ Chim, S. (1999). *Analisis faktor – faktor yang mempengaruhi dividend payout ratio pada industri manufaktur dan jasa di Bursa Efek Jakarta*. Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada.

fitable akan memerlukan dana yang cukup besar guna membiayai investasinya, oleh karena itu mungkin akan kurang *likuid* karena dana yang diperoleh lebih banyak diinvestasikan pada aktiva tetap dan aktiva lancar yang permanen.

- 2) **Kebutuhan Dana Perusahaan.** Kebutuhan dana bagi perusahaan dalam kenyataannya merupakan faktor yang harus dipertimbangan dalam menentukan kebijakan deviden yang akan diambil. Aliran kas perusahaan diharapkan, pengeluaran modal dimasa datang yang diharapkan, kebutuhan tambahan piutang dan persediaan, pola (*skedul*) pengurangan utang dan masih banyak faktor lain yang mempengaruhi posisi kas perusahaan harus dipertimbangkan dalam analisis kebijakan deviden.
- 3) **Kemampuan Meminjam.** Posisi likuiditas perusahaan dapat diatasi dengan kemampuan perusahaan untuk meminjam dana jangka pendek. Kemampuan meminjam dalam jangka pendek tersebut akan meningkatkan *fleksibilitas* likuiditas perusahaan. Selain itu *fleksibilitas* perusahaan juga dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk bergerak dipasar modal dengan mengeluarkan obligasi. Perusahaan yang semakin besar dan sudah establish akan memiliki *access* yang lebih baik dipasar modal. Kemampuan meminjam yang lebih besar akan memperbesar kemampuan membayar deviden. Dalam menentukan *Dividen Payout Ratio* (DPR) banyak perusahaan yang membandingkannya dengan industri, khususnya dengan perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang sama.
- 4) **Kedaaan Pemegang Saham.** Jika perusahaan itu kepemilikan sahamnya relatif tertutup, manajemen biasanya mengetahui deviden yang diharapkan

oleh pemegang saham dan dapat bertindak dengan cepat. Jika hampir semua pemegang saham berada dalam golongan *high tax* dan lebih suka memperoleh *capital gains*, maka perusahaan dapat mempertahankan dividen payout yang rendah. Dengan dividen payout yang rendah tentunya dapat diperkirakan apakah perusahaan akan menahan laba untuk kesempatan investasi yang *profitable*.

- 5) **Stabilitas Dividen.** Bagi para investor faktor stabilitas dividen akan lebih menarik daripada *dividen payout ratio* yang tinggi. Stabilitas disini dalam arti tetap memperhatikan tingkat pertumbuhan perusahaan, yang ditunjukkan oleh koefisien arah yang positif. Apabila faktor lain sama, saham yang memberikan dividen yang stabil selama periode tertentu akan mempunyai harga yang lebih tinggi daripada saham yang membayar dividennya dalam *persentase* yang tetap terhadap laba. Bagi investor pembayaran dividen yang stabil merupakan indikator prospek perusahaan yang stabil pula dengan demikian risiko perusahaan juga relatif lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang membayar dividen tidak stabil. Dengan demikian kebijakan ini bukan hanya persentase dividen yang dibayarkan dalam hubungannya dengan laba tetapi juga bagaimana dividen yang benar-benar diterima itu dapat dipertahankan.

2.1.13. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen⁸

Semakin tinggi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham akan mengurangi kesempatan perusahaan untuk memperoleh sumber dana intern dalam rangka mengadakan reinvestasi, sehingga dalam jangka panjang akan menurunkan nilai perusahaan, sebab pertumbuhan dividen akan semakin berkurang. Keun-

⁸ Ibid

tungan yang diperoleh perusahaan dalam setiap periodenya akan di distribusikan kepada para pemegang saham, dan sebagian lagi akan ditahan untuk diinvestasikan lagi dalam bentuk yang lebih menguntungkan. Oleh karenanya manajemen harus dapat membuat suatu keputusan tentang besarnya keuntungan yang harus dibagikan kepada para pemegang saham dan berapa yang harus ditahan untuk mendanai perkembangan atau pertumbuhan demi kelangsungan hidup perusahaannya. Keputusan ini akan mempunyai pengaruh yang menentukan terhadap nilai perusahaan. Keengganan perusahaan untuk memotong deviden menjadi dasar bagi Lintner untuk melakukan studi *Lintner's lagged partial adjustment model*.

Menurutnya perusahaan menetapkan target keuntungannya tercapai dan dianggap telah stabil, maka perusahaan akan menyesuaikan besarnya deviden yang akan dibayarkan hingga mencapai target yang telah ditetapkan dalam penentuan pembayaran deviden. Setyawan mengelompokkan berbagai faktor yang memengaruhi kebijakan dividend menjadi dua faktor, yaitu faktor intern dan faktor ekstern. Faktor intern adalah faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan dividend yang berasal dari dalam perusahaan, misalnya: likuiditas perusahaan, tingkat laba, kemampuan untuk meminjam, dan sebagainya. Dari pengaruh faktor intern ini perusahaan dapat mempengaruhi dan mengendalikan secara aktif sehingga akibatnya dapat dirasakan secara langsung.

Faktor ekstern yang merupakan pengaruh yang berasal dari luar perusahaan, misalnya: pajak atas dividend, pajak atas *capital gain*, akses ke pasar modal, perundangan dan sebagainya. Dari pengaruh faktor ekstern ini perusahaan harus berusaha untuk menyesuaikan karena sulit untuk mengendalikannya. Dalam menentukan kebijakan dividend, manajemen harus memperhatikan kesejahteraan

para pemegang saham, di samping harus menjaga pertumbuhan perusahaan dan mempertahankan kelangsungan hidupnya. Menurut Brennan dan Thakor⁹ keputusan yang menciptakan keseimbangan di antara dividend saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga memaksimalkan harga saham, disebut dengan kebijakan dividend yang optimal. Alli at al., (1993) membedakan variabel-variabel yang mempengaruhi pembayaran dividend yaitu:¹⁰

- a. *Legal Restriction*: Adalah peraturan tertentu yang akan membatasi besarnya dividend yang akan dibayarkan.
- b. *Ownership Control*: Jika perusahaan memutuskan untuk membayarkan dividen yang tinggi, hal ini akan menyebabkan laba ditahan tidak cukup untuk membiayai investasi barunya. Salah satu cara untuk mengatasi hal ini adalah perusahaan menerbitkan saham baru untuk mencukupi dananya. Keputusan ini menimbulkan kontrol dari pemegang saham perusahaan lama semakin berkurang. Tentunya hal ini tidak diinginkan oleh para pemegang saham, sehingga mereka akan lebih menyukai dengan tidak memperoleh dividend.
- c. *Earning Predictability*: Jika keuntungan berfluktuasi maka dividen tidak dapat bergantung semata-mata dari keuntungan tersebut, sehingga diperlukan adanya trend keuntungan yang stabil untuk menentukan porsi dividen yang direncanakan.
- d. *Likuiditas*. Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama untuk keputusan dividen.

⁹ Brennan dan Thakor, 1990 Competitive Information in the Stock Market : An Empirical Study on Earnings, Dividends, and Analyst Forecasts," *Journal of Finance* (May) : 631 - 650.

¹⁰ Farid Arif Wibowo, Nur Indriantoro, 1988, Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Dividen Saham, Universitas Gadjah Mada, *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia* 1998, Vol. 13, No. 4 Halaman 48-109

- e. *Posisi Solvabilitas* perusahaan, apabila perusahaan dalam kondisi insolvensi atau solvabilitasnya kurang menguntungkan, biasanya perusahaan tidak membagikan deviden. Hal ini disebabkan laba yang diperoleh lebih banyak digunakan untuk memperbaiki posisi struktur modalnya.
- f. *Inflation*: Inflasi yang tinggi akan menyebabkan kemampuan perusahaan tidak dapat mencukupi untuk melakukan investasi yang baru, sehingga perusahaan akan melakukan akumulasi dananya kedalam laba ditahan. Hal ini akan berdampak pada penurunan terhadap pembayaran deviden, atau bahkan tidak melakukan pembayaran dividend.
- g. *Absence or lack of other sources of financing*: Bagi perusahaan yang baru tumbuh pada umumnya sumber dana intern mempunyai arti yang sangat penting. Hal ini disebabkan karena perusahaan tersebut mengalami kesulitan untuk memperoleh pinjaman atau menjual sahamnya. Sebagai konsekwensinya, dividend yang akan dibayarkan cenderung rendah atau bahkan tidak membagi dividend, karena manajemen akan berusaha mengakumulasikan keuntungan kedalam laba ditahan yang berguna untuk pendanaan internnya.

2.1.14. Prosedur Pembayaran Dividen

Dividen dibayarkan setiap triwulan, jika situasi mendukung, maka dividen dapat dinaikkan sekali setiap tahun. Prosedur pembagian dividen yang sebenarnya adalah sebagai berikut:

- 1) **Tanggal Pengumuman**. Pada tanggal pengumuman (*declaration date*), direksi mengadakan pertemuan dan mengumumkan dividen tetap, dengan mengeluarkan pernyataan mengenai pembayaran dividen.

- 2) Tanggal pencatatan pemegang saham. Setelah berakhirnya jam kerja pada tanggal pencatatan pemegang saham (*holder-of-record date*), perusahaan menutup buku transfer sahamnya dan menyusun daftar pemegang saham pada tanggal-tanggal tersebut.
- 3) *Tanggal ex-dividen*. Untuk mencegah timbulnya perselisihan, industri sekuritas telah menetapkan suatu konvensi yang menyatakan bahwa hak atas dividen tetap menyertai saham hingga empat hari kegiatan bisnis sebelum tanggal pencatatan pemegang saham pada hari keempat sebelum tanggal tanggal tersebut, hak atas dividen tidak lagi menyertai saham. Tanggal saat hak atas dividen dilepaskan dari saham disebut tanggal *ex-dividen* (*ex-divident date*).
- 4) Tanggal Pembayaran. Perusahaan benar-benar mengirimkan cek kepada pemegang saham tercatat pada tanggal pembayaran, yaitu tanggal pembayaran (*payment date*).

2.1.15. Tinjauan atas Keputusan Kebijakan Dividen

Dalam praktik, kebijakan dividen bukan merupakan keputusan yang berdiri sendiri—keputusan dividen diambil secara bersama-sama dengan keputusan struktur modal dan penganggaran barang modal. Alasan mendasar untuk proses keputusan bersama ini adalah ketidaksamaan informasi, yang mempengaruhi tindakan-tindakan manajemen dengan dua cara antara lain sebagai berikut:

- 1 Secara umum, manajer tidak ingin menerbitkan saham biasa yang baru. Pertama, saham baru melibatkan biaya penerbitan – yaitu, komisi, fee dan seterusnya – dan biaya-biaya tersebut dapat dihindari dengan menggunakan laba ditahan untuk membiayai kebutuhan likuiditas perusahaan. Ketidaksamaan informasi mengakibatkan investor memandang emisi baru saham

biasa sebagai isyarat negatif sehingga menurunkan pengharapan investor mengenai prospek perusahaan dimasa depan. Hasil akhirnya adalah bahwa pengumuman emisi saham biasanya mengakibatkan penurunan harga saham. Dengan mempertimbangkan jumlah modal biaya yang terlibat, termasuk biaya penerbitan dan ketidaksamaan informasi, manajer lebih menyukai menggunakan laba ditahan sebagai sumber dana utama ekuitas baru.

- 2 Perubahan dividen memberikan isyarat tentang keyakinan manajer dan juga prospek perusahaan dimasa depan. Jadi, pengurangan dividen atau penghilangan dividen umumnya mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap harga saham perusahaan. Karena para manajer mengetahui hal ini, mereka menetapkan dividen tunai yang cukup rendah sehingga kecil kemungkinan dividen harus dikurangi dimasa depan. Tentu saja, kenaikan dividen yang besar yang tidak terduga dapat digunakan untuk memberikan isyarat positif.

Pengaruh dari ketidaksamaan informasi menyatakan bahwa selama memungkinkan, manajer harus menghindari penjualan saham biasa baru maupun pemotongan dividen, karena kedua tindakan tersebut cenderung menurunkan harga saham. Jadi, dalam menetapkan kebijakan dividen, manajer harus mulai dengan mempertimbangkan peluang investasi perusahaan dimasa depan dalam kaitannya dengan sumber dana yang diproyeksikan. Struktur modal perusahaan yang ditargetkan juga memengaruhi peranan, tetapi karena struktur modal optimal merupakan suatu *kisaran*, perusahaan dapat mengubah struktur modal aktual mereka dari tahun – ketahun.

Karena yang terbaik adalah menghindari penerbitan saham biasa, rasio pembayaran jangka panjang yang ditargetkan harus dirancang agar memungkini-

kan perusahaan untuk memenuhi semua kebutuhan modal ekuitasnya dengan laba yang ditahan. Sesungguhnya, manajer sebaiknya menggunakan model dividen residual untuk menetapkan dividen, tetapi hal itu harus dilakukan dalam kerangka jangka panjang. Akhirnya, dividen tunai masa berjalan harus ditetapkan sedemikian rupa sehingga sangat kecil kemungkinan bahwa dividen itu, setelah ditetapkan tidak akan pernah diturunkan atau dihilangkan.

2.1.16. Mengubah Kebijakan Dividen

Dalam hal yang manapun, pemegang saham harus membayar pajak atas jumlah dividen itu meskipun diterima dalam bentuk saham, bukan uang tunai. Dalam hal kebijakan dividen, terlihat jelas bahwa perusahaan harus berusaha menetapkan kebijakan dividen yang rasional dan berpegang pada hal itu. Kebijakan dividen dapat berubah, namun dapat menimbulkan masalah karena dapat mengganggu pemegang saham perusahaan, mengirimkan isyarat yang tidak diinginkan dan menyampaikan keas ketidastabilan dividen, yang semuanya dapat mempunyai implikasi negatif pada harga saham. Sehingga diperlukannya langkah dalam stabilitas dividen.

Stabilitas deviden dalam kebijakan deviden sangat penting. Laba dan arus kas berubah-ubah sepanjang waktu, demikian pula peluang investasi. Dengan memperhatikan hal ini saja perusahaan harus mengubah dividen mereka sewaktu-waktu, menaikannya jika arus kas besar dan kebutuhan akan dana relatif kecil dan menurunkannya jika persediaan uang kas menipis dalam kaitannya dengan peluang investasi. Akan tetapi, banyak pemegang saham mengandalkan dividen untuk membayar berbagai biaya dan mereka sangat terganggu jika aliran dividen tidak stabil. Selanjutnya tindakan mengurangi dividen agar dana tersedia untuk

investasi modal dapat mengirimkan isyarat yang tidak tepat dan hal itu bisa menurunkan harga saham.

Dalam hal ini perlu diungkapkan yaitu seberapa stabil dan dapat diandalkan kebijakan deviden yang harus diupayakan oleh suatu perusahaan. Berikut ini merupakan solusi yang relevan untuk mampu mengatasi permasalahan diatas, yaitu:

- 1) Kebanyakan pengamat yakin bahwa stabilitas deviden memang diinginkan oleh investor. Dengan asumsi keadaan ini benar, investor memilih saham yang menghasilkan jumlah deviden yang lebih dapat diramalkan daripada saham yang dihasilkan jumlah deviden rata-rata yang sama tetapi dengan cara yang tidak menentu. Ini berarti bahwa biaya ekuitas diminimumkan dan harga saham dimaksimalkan, jika suatu perusahaan ingin berusaha sedapat mungkin menjaga stabilitas jumlah dividennya
- 2) Biasanya setiap perusahaan yang dimiliki publik membuat peramalan keuangan lima atau sepuluh tahun untuk laba dan deviden. Ramalan tidak pernah di umumkan kepada publik – hal itu hanya digunakan untuk tujuan perencanaan internal. Tetapi, analisis sekuritas membuat ramalan yang serupa dan tersedia bagi investor.

Stabilitas deviden mempunyai dua komponen, yaitu (1) Dapat diandalkan tingkat pertumbuhannya, dan (2) dapatkah diandalkan bahwa paling sedikit kita menerima deviden sejumlah saat ini dimasa depan?. Kebijakan paling stabil yang pertama, dari sudut pandang investor, adalah kebijakan perusahaan yang tingkat pertumbuhan dividennya dapat diramalkan seperti total pengembalian perusahaan itu (hasil deviden ditambah hasil keuntungan modal) akan relatif stabil dalam

jangka panjang dan sahamnya akan merupakan penangkal yang baik terhadap inflasi. Kebijakan paling stabil kedua yaitu bila pemegang saham mendapat cukup kepastian bahwa dividen saat ini tidak akan dikurangi—jumlahnya mungkin tidak bertumbuh pada tingkat yang mantap, tetapi manajemen mungkin akan mampu menghindari pemotongan dividen. Situasi yang paling tidak stabil adalah bila laba dan arus kas begitu mudah berubah sehingga investor tidak dapat mengandalkan perusahaan untuk mempertahankan dividen saat ini sepanjang siklus bisnis yang biasa. Namun situasi ekonomi memang selalu berubah dan kadang-kadang perubahan tersebut mengharuskan perusahaan mengu-bah kebijakannya.

2.2. Hasil Penelitian Terdahulu

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan *dividend payout ratio* (DPR) terhadap tingkat harga saham unggulan (*Bluechips Stock*) pada perusahaan-perusahaan terdaftar di bursa efek Jakarta tahun 2000-2003. Walaupun penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen telah banyak dilakukan di Indonesia, namun ada beberapa perbedaan khususnya pada variabel-variabel yang digunakan. Beberapa penelitian menemukan bahwa kebijakan dividen akan dapat meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, mencerminkan suatu kondisi dividen mempunyai kandungan informasi.

Suatu pengumuman dikatakan memiliki *information content* jika informasi tersebut mempengaruhi harga saham sehingga akan membawa pengaruh terhadap laba perusahaan. Dalam penelitian yang dilakukan oleh *Gunoro Nupikso & Hana Norhamida*, menunjukkan bahwa berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan

yang telah ditemukan beberapa kesimpulan sebagai berikut: *Pertama* Hasil penelitian secara umum menunjukkan bahwa tidak semua faktor yang diteliti mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Dari empat variabel bebas yang diduga mempengaruhi *dividend payout ratio* (DPR), hanya dua variabel yang terbukti signifikan mempengaruhi *dividend payout ratio* (DPR), yaitu posisi kas dan *Return on Asset/ROA*.

Kedua Secara simultan, keempat variabel bebas (*Cash Position/CP*, *Debt to Equity Ratio/DER*, *Growth Potential/GP*, dan *Return on Asset/ROA*) mampu mempengaruhi *dividend payout ratio* (DPR) secara signifikan dan dapat menjelaskan variasi *dividend payout ratio* (DPR) sebesar 63,9% untuk periode sebelum krisis. Hal ini dibuktikan dengan tingkat signifikansi secara simultan sebesar 0,00. Sedangkan hasil analisis secara simultan untuk periode selama krisis menunjukkan bahwa keempat variabel bebas secara signifikan dapat menjelaskan variasi variabel terikat DPR sebesar 21,8% dengan tingkat signifikansi 0,00. *Ketiga*, Secara parsial, variabel *Cash Position/CP* berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. Pada hasil analisis regresi pada periode sebelum krisis, variabel *Cash Position/CP* ini memiliki pengaruh yang kuat (dominan) terhadap DPR. Sedangkan untuk hasil analisis regresi pada periode selama krisis, variabel *Cash Position CP* menghasilkan koefisien korelasi untuk *Cash Position/CP* sebesar 4,570.

Keempat, Variabel *Growth Potential/GP* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap DPR, baik untuk periode sebelum krisis dan selama krisis, dengan arah koefisien regresi yang sesuai teori. Pertumbuhan perusahaan yang semakin meningkat akan mengakibatkan menurunnya kemampuan perusahaan untuk membayar dividen kepada pemegang saham sehingga rasio pembayaran

dividennya semakin rendah. Kelima, Variabel *Debt to Equity Ratio*/DER berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio* (DPR), baik untuk periode sebelum krisis dan selama krisis, dengan arah koefisien regresi yang sesuai teori. Keenam, Variabel *Return on Asset*/ROA berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. Pada hasil analisis regresi pada periode selama krisis, variabel *Return on Asset*/ROA ini memiliki pengaruh yang kuat (dominan) terhadap *dividend payout ratio* (DPR). Sedangkan untuk hasil analisis regresi pada periode sebelum krisis, variabel *Return on Asset*/ROA menghasilkan koefisien korelasi untuk ROA sebesar 3,150.

Ketujuh, Dari hasil penelitian antara sebelum krisis dan selama krisis tidak terjadi perubahan variabel bebas yang mempengaruhi variabel terikat secara dominan, dimana dalam periode sebelum dan selama krisis variabel Posisi Kas (*Cash Position*) dan variabel *Return on Asset*-lah yang mempengaruhi secara dominan terhadap *Deviden Pay out Ratio*. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Sutrisno menunjukkan bahwa hasil penelitian yang berdasarkan interpretasi model dan beberapa kriteria yang mengidentifikasi model bisa dianggap *firt*, hasil analisis ini menunjukkan bahwa tidak semua faktor dari kebijakan deviden mempengaruhi secara signifikan terhadap *deviden payout ratio* (DPR). Dari ketujuh variabel independen yang diduga mempengaruhi *dividend payout ratio* (DPR), hanya kelompok assest saja yang mempengaruhi *dividend payout ratio* (DPR), sedangkan kelompok *eaming* kurang berpengaruh signifikan.

Hal ini kemungkinan disebabkan karena dominasi pengukuran dalam rasio akuntansi sebagian besar dilakukan terhadap elemen perkiraan rill yang merupakan perkiraan neraca, daripada perkiraan laba-rugi yang merupakan perkiraan

nominal. Secara umum variabel independen posisi kas (*cash position*) dan *debt to equity ratio (DER)* berpengaruh signifikan terhadap *dividen payout ratio (DPR)*, sedangkan variabel lainnya tidak cukup signifikan. Hal ini kemungkinan disebabkan karena penentu kebijakan dividend secara teoritis sangat erat hubungannya dengan posisi kas perusahaan, jumlah kewajiban dan besarnya laba yang ditahan. Hasil studi ini mendukung teori keuangan, terutama yang berhubungan dengan kebijakan terhadap keputusan pembayaran dividen. Secara parsial posisi kas berhubungan positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio (DPR)*. Variabel ini mempunyai pengaruh yang paling dominan terhadap DPR dibandingkan dengan variabel-variabel lainnya.

Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi posisi kas suatu perusahaan akan semakin tinggi pula kemampuannya untuk membayarkan dividend. Hasil ini juga mendukung teori-teori yang mendasarinya yang telah dikaji dalam telaah literatur sebelumnya. Variabel *debt to equity ratio (DER)* secara parsial juga berhubungan negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio (DPR)*. Variabel ini juga mempunyai pengaruh dominan terhadap *dividend payout ratio (DPR)* setelah posisi kas perusahaan.

2.3. Hipotesis Penelitian

Hipotesis merupakan suatu dugaan logis tentang jawaban masalah riset atau dugaan logis tentang hubungan antara dua atau lebih variabel yang dinyatakan dalam statement yg dapat diuji kebenarannya. Pada penelitian ini diajukan hipotesis sebagai berikut: Hipotesis nol (H_0) dan hipotesis alternatif (H_1) yang digunakan adalah :

1. $H_0 : \mu_1 = \mu_2$

Berarti tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel: posisi kas (*Cash Position*), *Return on Asset* (ROA), potensi pertumbuhan (*growth potential*), dan *Debt to Equity Ratio* (DER) secara bersama-sama terhadap besarnya *Deviden Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2000 s/d 2003.

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

Berarti terdapat Apakah terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel: posisi kas (*Cash Position*), *Return on Asset* (ROA), potensi pertumbuhan (*growth potential*), dan *Debt to Equity Ratio* (DER) secara bersama-sama terhadap besarnya *Deviden Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2000 s/d 2003.

2. $H_0 : \mu_1 = \mu_2$

Berarti tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara Laba per lembar saham tahun sekarang (EPS_t), *Deviden per share* tahun lalu (D_{t-1}), Laba per lembar saham tahun lalu (EPS_{t-1}) terhadap tingkat perubahan saham unggulan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2000 s/d tahun 2003

$$H_1 : \mu_1 \neq \mu_2$$

Berarti terdapat pengaruh yang signifikan antara Laba per lembar saham tahun sekarang (EPS_t), *Deviden per Share* tahun lalu (D_{t-1}), Laba per lembar saham tahun lalu (EPS_{t-1}) terhadap tingkat perubahan saham unggulan pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2000 s/d tahun 2003