

## 2. LANDASAN TEORI

### 2.1 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah salah satu keputusan keuangan perusahaan untuk membagikan dividen kepada pemegang saham dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan. Dividen adalah bentuk kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, di samping *capital gain*. Ada dua jenis dividen yaitu dividen kas dan dividen non kas. Dividen non kas meliputi pembelian saham kembali (*stock repurchases*), dividen saham (*stock dividend*), dan pemecahan saham (*stock split*). Menurut Megginson, Smart, dan Lucey (2008), kebijakan dividen perusahaan berkenaan dengan pilihan yang dibuat oleh perusahaan mengenai pembayaran dividen kas kepada pemegang saham, seberapa besar dividen kas tersebut, dan seberapa sering dividen tersebut dibagikan. Akan tetapi, dalam pandangan luas, kebijakan dividen juga meliputi apakah perusahaan memilih untuk membagikan dividen tunai atau dividen saham. Dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham berasal dari laba bersih perusahaan. Pada umumnya, tidak semua laba bersih dibagikan dalam bentuk dividen, namun perusahaan akan menahannya sebagian atau yang lebih dikenal dengan laba ditahan yang akan diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan.

Kebijakan dividen merupakan pembahasan yang penting dalam keuangan perusahaan karena dividen merupakan pengeluaran yang mempunyai porsi yang utama bagi banyak perusahaan. Dengan kata lain, besarnya dividen yang dibagikan perusahaan mempengaruhi besarnya dana internal perusahaan yang akan diinvestasikan. Banyak peneliti dan ahli ekonomi meyakini bahwa kebijakan dividen tidaklah berarti, namun pada dunia nyata keuangan perusahaan, isu dari kebijakan dividen dianggap penting sama seperti pertanyaan dari struktur modal (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008). Keputusan perusahaan dalam menentukan struktur modal

adalah keputusan perusahaan untuk meminimalkan biaya modal dengan mencari struktur modal optimal yang akan memaksimalkan nilai perusahaan. Menurut Copeland, Weston, dan Shastri (2005), ada perbedaan antara keputusan struktur modal dan kebijakan dividen, yaitu bahwa keputusan struktur modal adalah cara menciptakan nilai dan kebijakan dividen adalah pilihan perusahaan untuk memindahkan sejumlah nilai kepada pihak lain. Dengan demikian, kebijakan dividen merupakan salah satu keputusan keuangan perusahaan yang memegang peranan penting bagi nilai perusahaan.

### **2.1.1 Dividen Kas**

Pada umumnya, pembayaran langsung dari perusahaan kepada pemegang saham biasanya dianggap sebagai dividen atau bagian dari kebijakan dividen. Dividen mempunyai beberapa perbedaan bentuk. Tipe-tipe dari dividen kas antara lain :

a. *Regular cash dividends*

*Regular cash dividends* adalah pembayaran kas yang dilakukan perusahaan kepada pemegang saham pada keadaan bisnis yang normal, biasanya dibayar empat kali dalam satu tahun.

b. *Extra dividends*

Beberapa perusahaan biasanya membayarkan *regular cash dividends* yang kecil dan *extra dividends* sebagai pelengkap dengan penambahan kas pada interval waktu yang tidak biasa.

c. *Special dividends*

*Special dividends* mempunyai kesamaan dengan *extra dividends*, tetapi *special dividends* merupakan pembagian dividen yang dilakukan hanya sekali waktu saja dan tidak akan diberikan kembali.

d. *Liquidating dividends*

Pembayaran *liquidating dividends* berarti menunjukkan bahwa beberapa atau banyak bisnis telah dilikuidasi yaitu dijual.

Bagaimanapun juga, pembayaran dividen mengurangi kas perusahaan dan laba ditahan, kecuali kasus pada *liquidating dividends* yang akan menurunkan *paid-in capital* (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008).

### 2.1.2 Teori-Teori Dividen

Ada tiga teori yang berkaitan dengan preferensi pemegang saham pada dividen dan *capital gain*, yaitu :

a. *Dividend Irrelevance Theory*

*Dividend Irrelevance Theory* didukung oleh Merton Miller dan Franco Modigliani (MM). Kedua ahli ini berpendapat bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan resiko bisnis perusahaan. Pada pernyataan yang lain, MM mengatakan bahwa nilai perusahaan hanya bergantung pada pendapatan yang dapat dihasilkan dari aset perusahaan (operasional perusahaan) atau dengan kata lain tidak ditentukan oleh besarnya pendapatan yang dihasilkan oleh perusahaan akan dibagikan baik antara dividen dan laba ditahan (Brigham dan Daves, 2010). *Dividend irrelevance theory* ini berlaku pada keadaan pasar sempurna dimana tidak ada pajak dan biaya transaksi.

b. *Dividend Preference Theory (Bird-in-the-Hand Theory)*

Myron Gordon dan John Lintner berpendapat bahwa resiko saham menurun pada saat terjadi peningkatan dividen, *return* dalam bentuk saham adalah sesuatu yang pasti, sedangkan pengembalian (*return*) dalam bentuk *capital gain* beresiko. Dengan demikian, pemegang saham memilih dividen dan rela

menyetujui *required return on equity* yang rendah (Brigham dan Daves, 2010).

c. *Tax Effect Theory (Capital Gains Are Preferred)*

Pada tahun 2003, Jobs dan Growth Act yang semula menyatakan bahwa tingkat pajak pada pendapatan dividen lebih tinggi dari pendapatan *capital gain*, berubah menjadi sama dengan tingkat pajak pada pendapatan *capital gain*. Ada dua alasan yang menyebabkan pajak pada *capital gain* lebih disukai daripada pendapatan dividen, yaitu adanya nilai waktu, sejumlah uang pembayaran pajak di masa yang akan datang akan menjadi biaya yang efektif lebih kecil daripada jumlah uang yang dibayar sekarang. Dengan kata lain, sejumlah uang yang sama tetapi jika dibayar di masa mendatang nilainya akan lebih kecil dari nilai yang sekarang. Yang kedua adalah tidak ada pajak *capital gain* pada saham yang dipegang seseorang sampai dia meninggal, yang diuntungkan adalah yang menerima saham dapat menggunakan nilai saham tersebut. Dalam beberapa kasus, dividen dikenai pajak yang lebih besar daripada *capital gain*. Alasan-alasan ini yang menyebabkan pemegang saham lebih memilih perusahaan yang meminimalisasikan pembagian dividen (Brigham dan Daves, 2010).

### **2.1.3 Isi Informasi Dividen (*Information Content of Dividend or Signaling*)**

Teori Signaling menyatakan bahwa pembagian dividen memiliki kandungan informasi. Melalui dividen, perusahaan ingin menyampaikan sinyal kepada pihak umum mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang (Weaver dan Weston, 2008). Jika perusahaan merasa bahwa prospek di masa mendatang akan meningkat, maka perusahaan akan meningkatkan dividen yang

dibayar dan pasar akan merespon positif pada pengumuman itu. Demikian jika perusahaan merasa prospek di masa mendatang menurun, maka perusahaan akan menurunkan dividennya dan pasar akan merespon negatif pada pengumuman itu.

#### **2.1.4 *Clientele Effect***

Ada kelompok pemegang saham yang menyukai *payout ratio* yang kecil bahkan *zero payout ratio*, namun ada pula yang menyukai *high payout ratio*. *Clientele Effect* menyatakan bahwa tiap investor mempunyai perbedaan preferensi terhadap dividen karena adanya perbedaan kepentingan terhadap pendapatan sekarang. Preferensi ini timbul karena adanya biaya transaksi (*transaction costs*) yang mahal saat melakukan penjualan dan pembelian saham. Pensiunan biasanya menyukai pendapatan dividen untuk tambahan uang pensiun. Mereka lebih menyukai perusahaan yang membagikan dividen yang stabil. Sedangkan profesional muda yang memiliki lebih banyak pendapatan lebih menyukai *capital gain* (Lasher, 2008). Ketika perusahaan memilih kebijakan dividen tertentu, hal ini adalah efek untuk menarik segmentasi klien tertentu. Namun jika perusahaan mengganti kebijakan dividennya, maka perusahaan ingin membuat investor lain tertarik dan menjadi investornya (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008).

#### **2.1.5 Kebijakan Dividen Residual (*Residual Dividend Policy*)**

Kebijakan dividen residual adalah kebijakan dimana perusahaan menetapkan kebijakan dividen setelah semua investasi yang menguntungkan telah dibiayai. Hal ini berarti perusahaan lebih berfokus pada penggunaan laba sebagai modal untuk pendanaan proyek perusahaan (*internal financing*). Pembayaran dividen akan menurunkan laba ditahan (*Retained Earning*) sehingga memaksa

perusahaan untuk menerbitkan saham baru sebagai tambahan modal. Penerbitan saham tersebut akan menyebabkan biaya yang lebih mahal dengan adanya biaya penerbitan saham (*flotation costs*). Di samping itu, memungkinkan juga perusahaan akan menggunakan utang, yang menyebabkan perusahaan akan mengeluarkan biaya bunga. Biaya-biaya tersebut akan timbul akibat perusahaan menggunakan pendanaan eksternal (*external financing*). Dengan pertimbangan demikian, perusahaan lebih mendahulukan pemakaian laba bersih untuk investasi proyek yang ada sebelum membayar dividen (Lasher, 2008).

## **2.1.6 Teori Baru Kebijakan Dividen**

### **2.1.6.1 Trade-Off Theory**

*Trade-Off Theory* menyatakan bahwa dengan menahan laba ada keuntungan dan kerugian yang didapat. Keuntungan dari menahan laba adalah dapat menghindari pajak dari pembayaran dividen dan pembelian kembali saham, dapat menghindari biaya menerbitkan saham dari pendanaan eksternal, dan dapat mendanai investasi yang memiliki *Net Present Value (NPV)* positif. Sedangkan kerugian atau dampak negatif dengan menahan laba berpengaruh pada biaya agen (*agency costs*) dari penyalahgunaan arus kas yang tersedia. Biaya agen ini diakibatkan oleh kepentingan investor yang menyukai konsumsi di awal daripada manfaat tidak dikenakan pajak pada pendapatan dividen, investor yang menyukai kepastian dari adanya pendapatan dividen, dan entitas bebas pajak yang tidak menerima manfaat dari penundaan penerimaan dividen kas. Selain itu, menahan laba dapat menjadi signal yang buruk pada prospek perusahaan di masa mendatang dengan penurunan dividen pada investor dan adanya pajak hukuman (*tax penalty*) yang diterima oleh

perusahaan apabila kelebihan laba yang ditahan (Weaver dan Weston, 2008).

#### **2.1.6.2 Teori Siklus Hidup Kebijakan Dividen (*Life Cycle Theory of Dividend Payout Policy*)**

Teori siklus hidup kebijakan dividen menganggap bahwa ada perbedaan manfaat antara menahan laba (*retention*) dan membagikan dividen (*dividend payout*) perusahaan pada setiap tahap siklus hidup. Teori baru dari kebijakan dividen ini merupakan teori dari adanya pengaruh siklus hidup dengan pembayaran dividen. Teori dan bukti yang ditemukan oleh Fama dan French (2001), Grullon, Michaely, dan Swaminathan (2002), DeAngelo (2006), dan DeAngelo, DeAngelo, dan Stulz (2006), menjadi panduan bagi manajer keuangan dalam menentukan *payout policy* atau kebijakan dividen. Jika pengembalian (*return*) dari penggunaan dana internal lebih kecil dari pengembalian pasar, maka pembayaran dividen perlu dilakukan. Perusahaan akan menahan laba dengan harapan akan mencapai sebuah tahap dimana arus kas akan dibagikan sebagai dividen di masa mendatang (Weaver dan Weston, 2008). Ada tiga siklus hidup perusahaan yaitu :

a. Perusahaan kecil, baru, dan bertumbuh

Pada tahap ini, perusahaan berusaha mempertahankan kelangsungan hidupnya dengan berusaha meningkatkan tingkat pertumbuhannya dengan membuat pengeluaran (*expenditures*) untuk menambah peralatan dan modal kerjanya yang dapat meningkatkan aktivitas perusahaan. Perusahaan pada tahap ini membutuhkan banyak dana dan tidak melakukan pembayaran dividen (Weaver dan Weston, 2008).

b. Perusahaan besar dengan tingkat pertumbuhan menengah (*moderate*)

Perusahaan mencapai level penjualan lebih dari \$200.000.000 dengan tingkat pertumbuhan menengah. Pada tahap ini, perusahaan menahan laba untuk mendanai investasi yang sudah ada dan kesempatan investasi yang ada untuk bertumbuh, tetapi perusahaan juga melakukan pembayaran dividen untuk meningkatkan nilai perusahaan (Weaver dan Weston, 2008).

- c. Perusahaan dewasa (*maturity*) atau menurun (*decline*). Pada tahap ini, pertumbuhan perusahaan menurun di bawah rata-rata tingkat pertumbuhan perekonomian suatu negara. Kebutuhan dana untuk pengeluaran modal (*capital expenditures*) dan modal kerja (*working capital*) menurun dan dapat menjadi negatif. Kemudian, perusahaan meningkatkan porsi pembayaran dividen dari laba bersih yang menunjukkan tidak adanya penyalahgunaan dari arus kas, yang dengan kata lain perusahaan ingin meningkatkan kepercayaan pada investor (Weaver dan Weston, 2008).

Tabel 2.1. Pola Siklus Hidup pada *Payouts*

<b>Tahap Siklus Hidup</b>	<b>Ukuran Penjualan</b>	<b>Tingkat Pertumbuhan Penjualan (%)</b>	<b>Kebutuhan Pendanaan</b>	<b><i>Payouts</i></b>
I. Baru ( <i>Young</i> )	Di bawah \$200.000.000	10 – 30	Tinggi ( <i>High</i> )	Tidak ada ( <i>None</i> )
II. Menengah ( <i>Adult</i> )	Di atas \$200.000.000	6 – 10	Menengah ( <i>Moderate</i> )	Beberapa ( <i>Some</i> )
III. Dewasa atau Menurun ( <i>Maturity or Decline</i> )	Di atas \$200.000.000	(+2) – (-5)	Nol atau negatif ( <i>Zero or negative</i> )	Tinggi ( <i>High</i> )

Sumber: Weaver & Weston (2008, p. 548)

### 2.1.7 Teori *Pecking Order*

Teori *Pecking Order* adalah teori struktur modal dimana perusahaan memilih untuk menggunakan pendanaan internal pertama kalinya, baru setelah itu menerbitkan utang jika dibutuhkan. Perusahaan tidak melakukan pendanaan dengan penjualan saham karena adanya *flotation costs* yang mahal. Implikasi dari Teori *Pecking Order* adalah (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008) :

1. Tidak ada target struktur modal karena perusahaan memilih menggunakan dana internal..
2. Perusahaan yang *profitable* menggunakan sedikit utang karena perusahaan yang *profitable* mempunyai arus kas internal yang besar.
3. Perusahaan melakukan penyimpanan cadangan kas yang dihasilkan dari internal untuk menghindari penerbitan saham baru jika membutuhkan dana.

### 2.1.8 *Dividend Per Share (DPS)*

Pada umumnya, sejumlah dividen kas yang dibagikan kepada pemegang saham ditunjukkan melalui DPS pada jangka waktu tertentu. Ada kronologi pembayaran dividen, yaitu (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008) :

#### a. *Declaration date*

Jajaran direktur mengumumkan pembayaran dividen. Setelah mengumumkan pembayaran dividen, perusahaan mempunyai kewajiban (*liabilities*) untuk membayar utang dividen.

#### b. *Ex-dividend date*

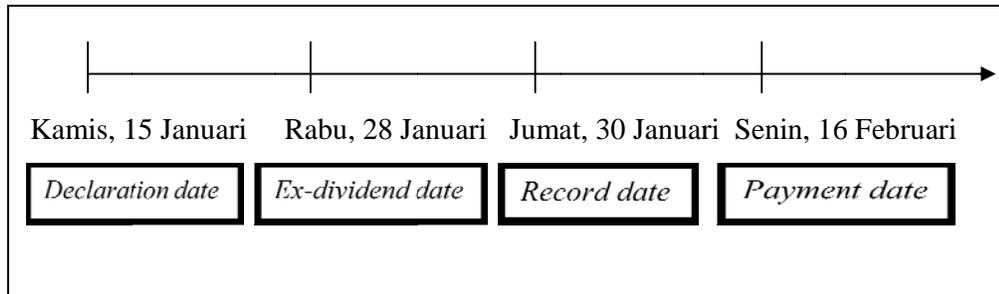
Tanggal *ex-dividend* adalah tanggal dimana pembeli saham yang membeli saham tersebut sebelum tanggal ini akan memperoleh dividen.

c. *Date of record*

Tanggal pencatatan adalah tanggal dimana semua pemegang saham yang terdaftar pada tanggal tersebut berhak atas dividen.

d. *Payment date*

Tanggal pembayaran kepada semua pemegang saham yang berhak menurut catatan yang dibuat pada tanggal pencatatan.



Gambar 2.1. Ilustrasi Prosedur Pembayaran Dividen

Sumber: Ross, Westerfield, & Jordan (2008, p. 592)

**2.1.9 Dividend Payout Ratio (DPR)**

DPR adalah "rasio tingkat bunga pemegang saham yang mengindikasikan persentase dari laba bersih yang dibagikan ke dalam bentuk dividen. DPR dihitung dari dividen kas dibagi laba bersih" (Albrecht, Stice, dan Stice, 2008, p. 530).

**2.1.10 Return on Assets (ROA)**

Profitabilitas adalah salah satu analisa rasio keuangan perusahaan yang mengukur kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba. Profitabilitas mengukur seberapa efisien penggunaan asset dan pengelolaan operasional perusahaan (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008). ROA adalah salah satu rasio profitabilitas yang mengukur laba per satuan mata uang dari aktiva. Fama dan French (2000) menggunakan ROA untuk peramalan pada perubahan profitabilitas (Grullon, Michaely, Benartzi, dan Thaler,

2003). ROA diperoleh dari laba bersih dibagi nilai buku total aktiva. Laba bersih dipilih sebagai pembagi dalam ROA karena dividen yang dibagikan kepada pemegang saham berasal dari proporsi laba bersih.

#### **2.1.11 Return on Equity (ROE)**

ROE mengukur profitabilitas perusahaan dengan menunjukkan laba yang dapat dihasilkan perusahaan dari uang yang diinvestasikan pemegang saham. ROE disebut juga *return on net worth*. ROE menjadi dasar untuk mengukur kinerja perusahaan dalam mencapai tujuannya yaitu menguntungkan pemegang saham (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008). ROE diperoleh dari laba bersih dibagi nilai buku total ekuitas. Laba bersih dipilih sebagai pembagi dalam ROE karena dividen yang dibagikan kepada pemegang saham berasal dari proporsi laba bersih.

## **2.2 Hubungan Variabel Bebas dan Variabel Terikat**

### **2.2.1 Hubungan antara Perubahan Dividen dengan Perubahan Return on Assets (ROA)**

Melalui penelitian Grullon, Michaely, Benartzi, dan Thaler (2003) ditemukan bahwa korelasi antara perubahan dividen yang bernilai positif dengan perubahan ROA adalah negatif dan signifikan pada satu tahun ke depan setelah terjadi perubahan dividen ketika menggunakan model non-linier pada saat melakukan pengujian. Berarti jika perubahan dividen yang bernilai positif meningkat atau menurun, maka perubahan ROA satu tahun ke depan setelah terjadi perubahan dividen akan menurun atau meningkat. Korelasi antara perubahan dividen yang bernilai negatif dengan perubahan ROA juga negatif dan signifikan pada satu tahun ke depan setelah terjadi perubahan dividen dan satu dua tahun setelah terjadi perubahan

dividen. Berarti jika perubahan dividen yang bernilai negatif meningkat atau menurun, maka perubahan ROA satu tahun ke depan setelah terjadi perubahan dividen dan dua tahun setelah terjadi perubahan dividen akan menurun atau meningkat. Pada penelitian ini, Grullon, Michaely, Benartzi, dan Thaler (2003) dengan menggunakan model non-linier. Sebelumnya, Grullon, Michaely, Benartzi, dan Thaler (2003) juga menguji ulang persamaan pola linier yang digunakan oleh Nissim dan Ziv (2001) dan ditemukan bahwa korelasi antara perubahan dividen yang bernilai positif dan yang bernilai negatif dengan perubahan ROA tidak memiliki korelasi yang signifikan yaitu hasilnya tidak berbeda jauh dari nol, satu tahun ke depan setelah terjadi perubahan dividen dan dua tahun setelah terjadi perubahan dividen. Berarti tidak ada pengaruh antara perubahan dividen yang bernilai positif dan perubahan dividen yang bernilai negatif terhadap perubahan ROA di masa mendatang.

### **2.2.2 Hubungan antara Perubahan Dividen dengan Perubahan *Return on Equity (ROE)***

Melalui penelitian Vieira dan Raposo (2007), ditemukan bahwa korelasi antara perubahan dividen yang bernilai positif (tanpa perubahan laba) dengan perubahan ROE di masa mendatang adalah signifikan dan negatif pada satu tahun ke depan setelah terjadi perubahan dividen di Inggris. Berarti jika perubahan dividen yang bernilai positif meningkat atau menurun, maka perubahan ROE satu tahun ke depan setelah terjadi perubahan dividen akan menurun atau meningkat. Korelasi antara perubahan dividen yang bernilai positif dan laba yang bernilai negatif dengan perubahan ROE dua tahun setelah terjadi perubahan dividen juga signifikan dan negatif di Inggris. Berarti jika perubahan dividen yang bernilai positif dan laba yang bernilai negatif meningkat atau menurun, maka perubahan

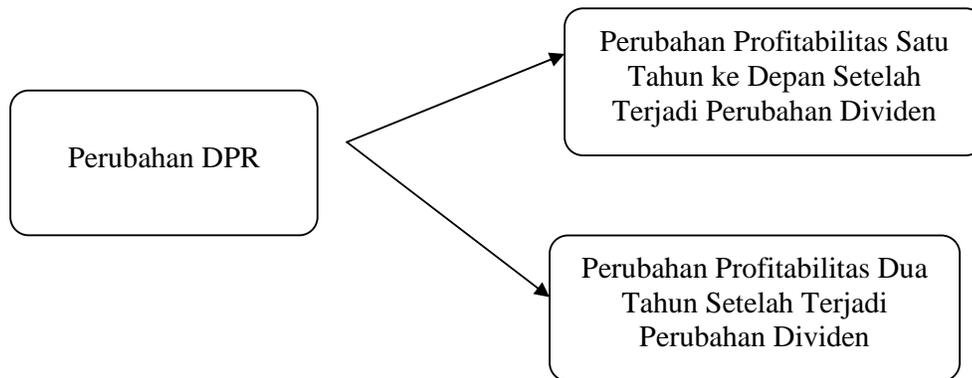
ROE dua tahun setelah terjadi perubahan dividen akan menurun atau meningkat.

### 2.3 Kerangka Berpikir

Pembagian dividen kas secara tidak langsung akan mengurangi laba ditahan perusahaan. Laba ditahan perusahaan digunakan sebagai dana internal untuk proyek perusahaan (investasi). Dengan kata lain, investasi tersebut dilakukan sebagai peluang mengembangkan prospek perusahaan. Menurut teori kebijakan siklus hidup kebijakan dividen, masing-masing tahap siklus hidup perusahaan memiliki tingkat kebutuhan pendanaan yang berbeda-beda sehingga mempengaruhi jumlah pembayaran dividen yang dibagikan perusahaan (Weaver dan Weston, 2008). Hal ini menunjukkan pentingnya peran laba bersih sebagai laba ditahan yang lebih bermanfaat pada saat *Net Present Value* hasil investasi lebih besar daripada *return* pasar. Kemudian teori struktur modal *Pecking Order* mengatakan bahwa perusahaan memilih pendanaan internal daripada melakukan utang dan menerbitkan saham karena akan ada biaya yang mahal (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008). Dalam teori struktur modal *Pecking Order* dikatakan bahwa perusahaan yang *profitable* tidak membutuhkan pendanaan yang eksternal karena mempunyai arus kas internal yang besar (Ross, Westerfield, dan Jordan, 2008). Dengan kata lain, perusahaan dapat mengambil keuntungan dari penggunaan dana internal.

Perubahan profitabilitas di masa mendatang perusahaan diwakili oleh ROA (Grullon, Michaely, Benartzi, dan Thaler, 2003) dan ROE (Vieira dan Raposo, 2007). ROA menjadi dasar ukuran profitabilitas bagi pihak perusahaan (manajemen) sedangkan ROE menjadi dasar ukuran profitabilitas bagi pihak investor. Apabila proporsi laba bersih yang dibagikan dalam bentuk dividen besar, secara tidak langsung akan mengurangi proporsi laba ditahan yang dapat digunakan untuk pengembangan usaha sehingga perusahaan mendapatkan keuntungan dari

pendanaan internal. Perubahan profitabilitas menjadi ukuran dari prospek perusahaan di masa depan. Dengan demikian, perusahaan yang mempunyai DPR lebih kecil akan dapat meningkatkan profitabilitasnya di masa mendatang karena mendapatkan keuntungan pendanaan internal.



Gambar 2.2. Hubungan Variabel Hubungan Variabel Bebas dan Variabel Terikat

Pada saat terjadinya perubahan dividen ( $t=0$ ), maka diduga akan mempengaruhi perubahan ROA dan ROE satu tahun ke depan setelah terjadi perubahan dividen ( $t=1$ ) dan dua tahun setelah terjadinya perubahan dividen ( $t=2$ ).

#### 2.4 Hipotesis

Berdasarkan perumusan masalah dan landasan teori, dapat disusun hipotesis penelitian sebagai berikut :

1. Perubahan DPR berpengaruh signifikan terhadap perubahan profitabilitas satu tahun ke depan setelah terjadi perubahan DPR.
2. Perubahan DPR berpengaruh signifikan terhadap perubahan profitabilitas dua tahun setelah terjadi perubahan DPR.