



Hak cipta dan penggunaan kembali:

Lisensi ini mengizinkan setiap orang untuk menggubah, memperbaiki, dan membuat ciptaan turunan bukan untuk kepentingan komersial, selama anda mencantumkan nama penulis dan melisensikan ciptaan turunan dengan syarat yang serupa dengan ciptaan asli.

Copyright and reuse:

This license lets you remix, tweak, and build upon work non-commercially, as long as you credit the origin creator and license it on your new creations under the identical terms.

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1. Pasar Modal

Menurut Undang-Undang Nomor 8 tentang Pasar Modal (1995), 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. Pasar modal (*capital market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik surat utang (obligasi), ekuiti (saham), reksa dana, instrumen derivatif maupun instrumen lainnya (www.idx.co.id). Instrumen keuangan yang diperdagangkan di pasar modal merupakan instrumen jangka panjang (jangka waktu lebih dari 1 tahun) seperti saham, obligasi, waran, *right*, reksa dana, dan berbagai instrumen derivatif seperti *option*, *futures*, dan lain-lain.

Pasar modal memiliki peran penting bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi, yaitu pertama sebagai sarana bagi pendanaan usaha atau sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (*investor*). Dana yang diperoleh dari pasar modal dapat digunakan untuk pengembangan usaha, ekspansi, penambahan modal kerja dan lain-lain. Kedua, pasar modal menjadi sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrumen keuangan seperti saham, obligasi, reksa dana, dan lain-lain. Dengan demikian, masyarakat dapat menempatkan dana yang dimilikinya sesuai dengan karakteristik keuntungan dan risiko masing-masing instrumen (www.idx.co.id).

Pasar modal mempunyai 2 (dua) fungsi yaitu ekonomi dan keuangan. Sebagai fungsi ekonomi, pasar modal menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari pihak yang kelebihan dana (investor) kepada pihak yang memerlukan dana (*borrowers*). Sedangkan sebagai fungsi keuangan, pasar modal menyediakan dana yang dibutuhkan oleh pihak *borrowers* dan para investor menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dengan kepemilikan aset riil yang diperlukan untuk investasi tersebut (www.bppk.kemenkeu.go.id).

Menurut Fama (1970) dalam Nasution (2015) bentuk pasar dapat dikelompokkan menjadi tiga, yang dikenal sebagai hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*), yaitu:

1. Hipotesis Pasar Efisien Bentuk Lemah (*The Weak Form Efficient Market Hypothesis*)

The Weak Form Efficient Market Hypothesis adalah suatu pasar modal dimana harga saham merefleksikan semua informasi harga historis. Harga saham sekarang dipengaruhi harga saham masa lalu lebih lanjut informasi masa lalu dihubungkan kepada harga saham untuk membantu menentukan harga saham sekarang. Kadang-kadang harga saham akan menguatkan pada harga tertentu dikarenakan kekuatan lain. Sebagai contoh, harga saham tampak mengalami kenaikan setiap awal bulan dan turun pada akhir bulan. Jadi, pada pasar modal bentuk efisien bentuk lemah, harga saham mengikuti kecenderungan tersebut, dan menggunakannya untuk menentukan harga saham.

2. Hipotesa Pasar Efisien Bentuk Setengah Kuat (*Semi Strong Form Efficient Market Hypothesis*)

Harga saham pada suatu pasar modal menggambarkan semua informasi yang di publikasi sampai ke masyarakat keuangan, tujuannya adalah untuk meminimalkan ketidaktahuan mengenai operasi perusahaan, dan dimaksudkan untuk menjelaskan dan menggambarkan kebenaran nilai dari suatu efek yang telah dikeluarkan oleh suatu institusi. Jenis informasi yang dipublikasikan termasuk semua informasi dalam laporan keuangan, laporan tahunan, atau informasi yang disajikan dalam prospektus, informasi mengenai posisi dari perusahaan pesaing, maupun harga saham historis. Singkat kata, semua informasi yang relevan dipublikasi menggambarkan harga saham yang relevan.

3. Hipotesa Pasar Modal Efisien Bentuk Kuat (*Strong Form Efficient Market Hypothesis*)

Pasar modal yang efisien dalam bentuk kuat merupakan tingkat efisiensi pasar yang tertinggi. Konsep pasar efisien bentuk kuat mengandung arti bahwa semua informasi direfleksikan dalam harga saham, baik informasi yang dipublikasikan maupun informasi yang tidak dipublikasikan (non public atau private information). Private information adalah informasi yang hanya diketahui oleh orang dalam dan bersifat rahasia karena alasan strategi. Bentuk pasar semacam ini akan sulit dicapai, bahkan di negara maju sekalipun.

Terdapat 6 (enam) instrumen keuangan yang terdapat di pasar modal, yaitu (www.idx.co.id):

1. Saham

Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan modal seseorang atau pihak (badan usaha) dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Dengan menyertakan modal tersebut, maka pihak tersebut memiliki klaim atas pendapatan perusahaan, klaim atas aset perusahaan, dan berhak hadir dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Menerbitkan saham merupakan salah satu pilihan perusahaan ketika memutuskan untuk pendanaan perusahaan. Tingkat keuntungan ataupun *return* dapat berupa *capital gain* atau dividen. *Capital gain* merupakan selisih antara harga beli dan harga jual. Dividen merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan dan berasal dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan

2. Obligasi

Obligasi merupakan surat utang jangka menengah-panjang yang dapat dipindahtangankan yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut.

3. *Right*

Right merupakan produk *derivative* (turunan) dari saham yang berupa surat berharga yang memberikan hak bagi pemodal untuk membeli saham baru yang dikeluarkan emiten pada harga tertentu dan pada waktu yang telah ditetapkan.

Right diberikan pada pemegang saham lama yang berhak untuk mendapatkan tambahan saham baru yang dikeluarkan perusahaan pada *second offering*. Masa perdagangan *right* berkisar antara 1-2 minggu saja.

4. *Warrant*

Warrant merupakan produk *derivative* dari saham yang memberikan hak untuk membeli sebuah saham pada harga yang telah ditetapkan pada waktu yang telah ditetapkan pula. Namun, sifat dari *Warrant* melekat pada obligasi.

5. Opsi

Opsi merupakan produk *derivative* dari saham yang memberikan hak kepada pemiliknya untuk menjual atau membeli sejumlah aset finansial tertentu pada harga dan jangka waktu tertentu.

6. Reksa Dana

Reksa dana merupakan salah satu alternatif investasi bagi masyarakat pemodal, khususnya pemodal kecil dan pemodal yang tidak memiliki banyak waktu dan keahlian untuk menghitung risiko atas investasi mereka. Reksa Dana dirancang sebagai sarana untuk menghimpun dana dari masyarakat yang memiliki modal, mempunyai keinginan untuk melakukan investasi, namun hanya memiliki waktu dan pengetahuan yang terbatas. Selain itu Reksa Dana juga diharapkan dapat meningkatkan peran pemodal lokal untuk berinvestasi di pasar modal Indonesia.

2.2. Teori Keagenan

Agency Theory merupakan teori yang mempelajari hubungan antara agent dan principal. Dalam hal ini manajemen perusahaan sebagai agen dan para pemegang saham sebagai principal..Menurut Jensen dan Meckling (1976) hubungan keagenan merupakan suatu hubungan dimana pemilik perusahaan (*principle*) mempercayakan pengelolaan perusahaan oleh orang lain yaitu manajer (*agent*) sesuai dengan kepentingan pemilik (*principle*) dengan mendelegasikan beberapa wewenang pengambilan keputusan kepada manajer (*agent*). Manajer dalam menjalankan perusahaan mempunyai kewajiban untuk mengelola perusahaan sebagaimana diamanahkan oleh pemilik (*principle*) yaitu meningkatkan kemakmuran prinsipal melalui peningkatan nilai perusahaan, sebagai imbalannya manajer (*agent*) akan mendapatkan gaji, bonus atau kompensasi lainnya.

Konflik antara manajer dan pemegang saham dapat dikurangi dengan adanya mekanisme pengawasan untuk kepentingan masing-masing. Namun dengan adanya mekanisme tersebut akan menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*). Adanya pembagian dividen akan memberikan tambahan *return* kepada pemegang saham selain dari *capital gain*. Dividen juga memberikan kepastian pendapatan kepada pemegang saham dan mengurangi *agency cost of equity*.

Menurut teori keagenan, kepentingan manajer sebagai pengelola perusahaan terkadang berbeda dengan kepentingan para pemegang saham Manajer dapat mengambil tindakan yang dianggap dapat meningkatkan kesejahteraan pribadinya, berbeda dengan tujuan perusahaan yang berharap dapat memaksimalkan nilai pasar. Konflik kepentingan ini menyebabkan perlu adanya

suatu mekanisme yang diterapkan di perusahaan guna melindungi kepentingan pemegang saham (Jensen dan Meckling, 1976).

Perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer sangat rentan terjadi dalam hal ini dikarenakan para pengambil keputusan tidak perlu menanggung risiko apabila terjadi kesalahan dalam pengambilan keputusan bisnis, ataupun jika mereka tidak mampu untuk meningkatkan nilai perusahaan. Risiko tersebut sepenuhnya menjadi tanggung jawab pemilik perusahaan. Karena tidak adanya tekanan dari pihak lain dan tidak menanggung risiko dalam mengelola investasi pemegang saham, maka keputusan yang diambil pihak manajemen cenderung tidak optimal.

Agency theory menjelaskan bahwa terdapat berbagai pihak dalam sebuah perusahaan yakni manajer, pemilik perusahaan, dan kreditor yang saling bertentangan dan pada dasarnya memiliki kepentingan yang berbeda, manajer mempunyai kewajiban untuk memperhatikan kesejahteraan para pemegang saham, tetapi pihak manajemen pun mempunyai kepentingan untuk mensejahterakan diri sendiri dengan memenuhi kepentingannya juga. Pada dasarnya pihak investor tidak terlalu menyukai keputusan yang diambil oleh pihak manajemen perusahaan yang ingin menahan laba untuk dijadikan laba ditahan. Pihak investor lebih menuntut agar manajemen memperhatikan kesejahteraan mereka dengan membagikan laba atau keuntungan tersebut kepada mereka atau biasa disebut dengan dividen. Sebaliknya, pihak manajemen pun harus mementingkan kepentingan perusahaan yakni menahan laba untuk diinvestasikan lagi di masa yang akan datang demi kelangsungan hidup dari perusahaan itu

sendiri. Penyatuan kepentingan dari kedua pihak ini yang kemudian menjadi pemicu timbulnya masalah keagenan yang biasa disebut *agency conflict* (Bansaleng, Tommy dan Saerang, 2014).

Bebagai konflik kepentingan dalam perusahaan baik antara manajer dengan pemegang saham, manajer dengan kreditur atau antara pemegang saham, kreditur dan manajer disebabkan adanya hubungan keagenan atau *agency relationship*. Pihak prinsipal dapat membatasi perbedaan kepentingannya dengan memberikan tingkat insentif yang layak kepada agen dan harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan atau *monitoring cost* untuk mencegah penyimpangan (*hazard*) dari agen.

2.3. Dividen

A dividend is a corporation's distribution of cash or shares to its shareholders on a pro rata (propotional) basis (Weygandt *et al.*, 2015) yang berarti bahwa dividen merupakan distribusi laba atau keuntungan yang diperoleh perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam jumlah tertentu sesuai dengan jumlah lembar saham yang dimiliki masing-masing pemegang saham. Dividen merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan dan berasal dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan (www.idx.co.id).

Menurut Darmayanti dan Mustanda (2016), dividen merupakan pendapatan bagi investor yang dibagikan perusahaan dari laba perusahaan dan dividen juga mencerminkan tentang kinerja perusahaan. Dividen menurut Sunariyah (2010) dalam Rahmawati dan Saerang (2014) adalah pembagian keuntungan yang

diberikan perusahaan penerbit saham tersebut atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan.

Perusahaan mendistribusikan dividen umumnya berdasarkan pada akumulasi keuntungan perusahaan atau dilihat dari beberapa bentuk ekuitas lainnya yang dimiliki oleh perusahaan. Jenis-jenis dividen yang dibagikan perusahaan adalah sebagai berikut (Kieso, 2017):

1. *Cash dividends*

Dividen yang dibagikan dalam bentuk uang tunai. Jenis dividen ini merupakan yang paling umum dan diminati oleh investor. Pembagian dividen akan diberikan kepada pemegang saham apabila sudah mendapatkan persetujuan dari seluruh dewan direksi melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Sebelum membagikan dividen, perusahaan membuat *list* nama-nama pemegang saham yang akan menerima dividen. Untuk alasan ini, maka ada jeda waktu antara deklarasi dan pembayaran dividen.

2. *Property dividends*

Dividen dibayarkan dalam bentuk aset korporasi selain kas. Dividen dalam bentuk ini disebut *property dividend*. Aset yang dibagikan berbentuk barang dagang, surat-surat berharga, peralatan, *real estate*, dan aset-aset lainnya. Ketika perusahaan membagikan dividen properti, perusahaan harus menyatakan kembali nilai wajar properti itu pada saat pendistribusian, dan mengakui laba atau rugi properti dengan menghitung selisih antara nilai wajar properti dan nilai tercatat properti pada tanggal deklarasi.

3. *Liquidating dividend*

Dividen yang diberikan oleh perusahaan dengan tidak berdasarkan keuntungan yang diperoleh perusahaan, tetapi merupakan pengurangan *paid-in capital*. Dividen yang dibagikan dalam rangka mengembalikan sebagian investasi kepada pemegang saham. Jenis dividen ini merupakan satu-satunya jenis dividen yang membagikan dividen dengan mengurangi agio saham (*paid in capital*) perusahaan.

4. *Share dividends*

Perusahaan kadang mengeluarkan dividen saham. Dalam hal ini, perusahaan tidak membagikan uang kas atau aset lain kepada pemegang saham. Perusahaan melakukan penerbitan saham sendiri untuk dibagikan kepada pemegang saham secara pro rata, tanpa menerima pertimbangan dari pihak manapun. Dalam pencatatan dividen saham, perusahaan harus mentransfer nilai nominal saham yang diterbitkan sebagai dividen dari *retained earnings* untuk modal saham. Perusahaan menerbitkan *share dividend* dengan alasan untuk memenuhi harapan pemegang saham dividen tanpa mengeluarkan uang, untuk

meningkatkan daya jual dari saham perusahaan, untuk menekankan bahwa bagian dari ekuitas telah diinvestasikan kembali secara permanen dalam bisnis.

Weygandt *et al.* (2015) mengatakan bahwa bagi perusahaan untuk membagikan dividen tunai, perusahaan tersebut harus memiliki:

1. *Retained earnings. The legality of a cash dividend depends on the laws of the state or country in which the company is incorporated. Payment of cash dividends from retained earnings is legal in all jurisdictions. In general, cash*

dividend distributions from only the balance in share capital-ordinary (legal capital) are illegal. Hal ini dapat diartikan bahwa laba ditahan merupakan salah satu syarat pembagian dividen. Legalitas dari dividen tunai tergantung dengan negara dimana perusahaan itu berada. Pembagian dividen tunai yang berasal dari laba ditahan merupakan hal yang legal bagi seluruh yurisdiksi. Umumnya, distribusi dividen tunai dari saldo *share capital-ordinary* merupakan hal yang tidak legal.

2. *Adequate cash. The legality of a dividend and the ability to pay a dividend are two different things. Before declaring a cash dividend, a company's board of directors must carefully considers both current and future demands on the company's cash resources.* Kecukupan kas merupakan syarat lain pembagian dividen tunai. Legalitas dari dividen dan kemampuan untuk membagikan dividen merupakan dua hal yang berbeda. Sebelum melakukan deklarasi pembagian dividen tunai, dewan komisaris perusahaan harus memperhitungkan kebutuhan kas perusahaan baik saat ini maupun di saat yang akan datang.

3. *A declaration of dividends. A company does not pay dividend unless its board of directors decides to do so, at which point the board "declares" the dividend.*

The board of directors has full authority to determine the amount of income to distribute in the form of a dividend and the amount to retain in the business.

Deklarasi dividen. Perusahaan tidak membagikan dividen kecuali jika dewan komisaris menghendaki pembagian tersebut, dimana mereka melakukan

"deklarasi" dividen. Dewan komisaris melakukan kekuasaan penuh untuk

menentukan besarnya pendapatan yang akan didistribusikan dalam bentuk dividen dan jumlah yang akan ditahan.

Weygandt *et al.* (2015) mengatakan bahwa terdapat tiga tanggal penting yang berkaitan dengan dividen, yaitu: (1) *declaration date*, (2) *record date*, dan (3) *payment date*. Pada *declaration date*, dewan komisaris dengan formal mendeklarasikan dividen tunai dan mengumumkannya kepada pemegang saham. Pada *record date*, perusahaan menentukan kepemilikan saham dengan tujuan untuk dividen. Catatan mengenai pemegang saham yang disimpan perusahaan akan memberikan informasi terkait hal tersebut. Pada *payment date*, perusahaan melakukan pembayaran dividen tunai.

Menurut Weygandt *et al.* (2015), jurnal pembagian dividen dibagi menjadi tiga yaitu:

1. *At date of declaration* (saat deklarasi dividen)

<i>Cash Dividend</i>	xxx	
<i>Dividend Payable</i>		xxx

2. *At date of record* (saat pencatatan dividen) *No entry*

3. *At date of payment* (saat pembayaran dividen)

<i>Dividend Payable</i>	xxx	
<i>Cash</i>		xxx

Weygandt *et al.* (2015) mengatakan bahwa *cash dividends* dan *share dividends* akan menurunkan jumlah laba ditahan. Berdasarkan hal itu maka dapat diketahui bahwa besarnya *cash dividends* dapat dilihat pada *retained earnings statement*. Selain dari *retained earnings statement* besarnya *cash dividends* juga dilaporkan oleh perusahaan dalam *statement of cash flow*. *Statement of cash flow* memiliki tiga aktivitas, yaitu aktivitas operasi, aktivitas pendanaan, dan aktivitas investasi. Aktivitas pendanaan meliputi (a) *obtaining cash from issuing debt and repaying the amounts borrowed*, and (b) *obtaining cash from shareholders, repurchasing shares, and paying dividends*, oleh karena itu maka *statement of cash flow* juga dapat digunakan untuk melihat besarnya dividen tunai yang dibagikan perusahaan.

2.4. Kebijakan dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang ditetapkan oleh perusahaan terutama untuk menentukan besarnya laba yang dibagikan dalam bentuk dividen (Rahmawati dan Saerang, 2014). Kebijakan dividen mempunyai arti penting bagi perusahaan. Hal ini dikarenakan, kebijakan keuangan ini berpengaruh pada sikap atau reaksi investor yang berarti pemotongan dividen dapat dipandang negatif oleh para investor, karena pemotongan seperti itu seringkali dikaitkan dengan kesulitan keuangan yang dihadapi perusahaan. Selain itu, kebijakan keuangan ini berdampak pada program pendanaan dan anggaran modal perusahaan yang berkaitan dengan sumber pembiayaan (*financing*) perusahaan. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen maka akan mengurangi total

sumber dana *intern* atau *internal financing*. Sebaliknya, jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pemenuhan kebutuhan dana dari sumber dana *intern* akan semakin besar dan hal ini akan menjadikan posisi *financial* dari perusahaan yang bersangkutan semakin kuat karena ketergantungan kepada sumber dana *ekstern* menjadi semakin kecil.

Menurut Gumanti (2013) menyatakan bahwa terdapat lima teori mengenai kebijakan dividen yaitu:

1. *Dividend Irrelevant theory*

Teori ini menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh apapun pada harga pasar saham perusahaan, nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Teori ini dikemukakan oleh Merton Miller dan Franco Modigliani (MM) pada tahun 1961. Mereka berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besarnya *Dividend Payout Ratio* tetapi nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya dalam menghasilkan laba dan risiko bisnisnya.

2. *Bird-in-The Hand Theory*

Teori ini disampaikan oleh Miller dan Modigliani (1961). Mereka berpendapat bahwa investor lebih menyukai dividen daripada keuntungan modal (*capital gain*) yaitu keuntungan yang diperoleh sebagai akibat dari adanya perubahan harga saham. Para investor kurang yakin terhadap *capital gain* yang akan dihasilkan dibandingkan dengan apabila investor menerima dividen, karena dividen merupakan faktor yang dapat dikendalikan oleh perusahaan sedangkan *capital gain* merupakan faktor yang dikendalikan oleh pasar modal melalui

mekanisme penentuan harga saham, menurut *Bird In The Hand Theory*, dividen (diistilahkan sebagai burung ditangan) lebih disukai daripada *capital gain* (burung di pepohonan atau di semak-semak) karena burung di semak-semak tidak mengandung unsur material sebagai dividen mendatang (burung tersebut dapat terbang setiap waktu), yang berarti tidak ada imbal hasil atas saham yang dimiliki.

3. *Tax Preference Theory*

Teori *tax preference* dikemukakan oleh Litzenger dan Ramaswamy. Teori ini menyatakan bahwa dividen cenderung dikenakan pajak lebih tinggi daripada *capital gain*, maka investor lebih menyukai perusahaan yang membagi dividen yang sedikit karena jika dividen yang dibayarkan tinggi, maka beban pajak yang harus ditanggung oleh investor juga akan tinggi. Teori ini menyarankan agar perusahaan seharusnya sedikit membayarkan dividen kepada investor atau bahkan sama sekali tidak membayarkan dividen kepada investor untuk meminimumkan biaya modal atau memaksimalkan nilai perusahaan.

4. *Smoothing Theory*

Teori ini disampaikan oleh Lintner (1956) menyiratkan bahwa dividen tergantung sebagian laba perusahaan tahun ini dan sebagian pada dividen tahun kemarin. Hasil penelitian Lintner secara umum menyimpulkan empat hal. Pertama, perusahaan memiliki target rasio pembayaran dividen jangka panjang. Kedua, para manajer lebih condong untuk menekankan pada perubahan besar kecilnya dividen daripada pada tingkatan absolutnya. Ketiga, dalam jangka

panjang, perubahan-perubahan dividen yang terjadi mengikuti pola pergerakan yang stabil jika laba perusahaan bertahan pada level tertentu. Keempat, manajer enggan untuk melakukan perubahan dividen yang mungkin akan menyebabkan perusahaan melakukan pencadangan dana karena adanya kekhawatiran bahwa ditahun mendatang perusahaan tidak mampu membayar dividen dengan besaran yang tidak jauh berbeda dengan periode-periode sebelumnya.

5. *Clientele Effect Theory*

Teori clientele effect menyatakan bahwa terdapat beberapa kelompok pemegang saham yang memiliki kepentingan berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Bagi kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan saat ini lebih menyukai *Dividend Payout Ratio (DPR)* yang tinggi agar pemegang saham mendapatkan dividen yang tinggi, namun ada pula kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini sehingga mereka lebih menyukai apabila perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan.

Ada beberapa bentuk pemberian dividen secara tunai atau cash dividen yang diberikan oleh perusahaan kepada pemegang saham. Berikut ini beberapa macam kebijakan dividen menurut Sutrisno (2003) dalam (Farisah, 2015) adalah: a. Kebijakan pemberian dividen stabil

Kebijakan pemberian dividen yang stabil ini artinya dividen akan diberikan secara tetap per lembarnya untuk jangka waktu tertentu walaupun laba yang diperoleh perusahaan berfluktuasi. Dividen stabil ini dipertahankan untuk

beberapa tahun, dan kemudian bila laba yang diperoleh meningkat dan peningkatannya baik dan stabil, maka deviden juga akan ditingkatkan untuk selanjutnya dipertahankan selama beberapa tahun. Kebijakan pemberian 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 resiko yang kecil, (2) bisa memberikan kesan kepada para 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.

b. Kebijakan deviden yang meningkat

Dengan kebijakan ini, perusahaan akan membayarkan dividen kepada pemegang saham dengan jumlah yang selalu meningkat dengan pertumbuhan yang stabil.

c. Kebijakan dividen dengan rasio yang konstan

Kebijakan ini memberikan dividen yang besarnya mengikuti besarnya laba yang diperoleh perusahaan. Semakin besar laba yang diperoleh semakin besar dividen yang dibayarkan, demikian pula sebaliknya bila laba kecil dividen yang dibayarkan juga kecil. Dasar yang digunakan sering disebut *Dividend Payout Ratio (DPR)*.

d. Kebijakan pemberian dividen regular yang rendah ditambah ekstra

Kebijakan pemberian dividen dengan cara ini, perusahaan menentukan jumlah pembayaran dividen per lembar yang dibagikan kecil, kemudian ditambahkan dengan ekstra dividen bila keuntungannya mencapai jumlah tertentu.

Perusahaan harus menentukan kebijakan dividen yang tepat untuk menangani masalah yang ditimbulkan oleh pemberian dividen. Masing-masing perusahaan harus menetapkan kebijakan dividen yang berbeda-beda. Perusahaan perlu membuat kebijakan tentang besarnya laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham atau biasa disebut *Dividend Payout Ratio (DPR)* (Purnami dan Artini, 2016).

Dalam penelitian ini, kebijakan dividen diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio (DPR)*. *Dividend Payout Ratio* merupakan persentase dividen kas yang dibagikan dari keuntungan bersih perusahaan, atau dapat diartikan *Dividend Payout Ratio* merupakan persentase pendapatan perusahaan yang diberikan kepada pemegang saham secara tunai (Fadhilaturrochmah, 2017). Rumus yang digunakan untuk menghitung *Dividend Payout Ratio* menurut Subramanyam (2014) adalah sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Cash Dividends}}{\text{Net Income}}$$

Keterangan:

DPR : *Dividend Payout Ratio*

Cash dividend : Dividen tunai yang diumumkan /dibagikan kepada para pemegang saham

Net Income : Laba bersih setelah dikurangkan dengan pajak terkait dengan dividen tunai yang dibagikan

Semakin tinggi *DPR* akan menguntungkan pihak investor tetapi akan memperlemah *internal financing* perusahaan karena memperkecil laba ditahan. Tetapi sebaliknya *DPR* semakin kecil akan merugikan para pemegang saham (investor) tetapi *internal financing* perusahaan akan semakin kuat. Besar kecilnya dividen yang dibayarkan perusahaan kepada pemegang saham tergantung pada laba yang dihasilkan perusahaan pada kebijakan dividen masing-masing perusahaan. Para investor mengharapkan pembayaran dividen yang stabil setiap tahunnya. Faktor-faktor yang diduga berpengaruh terhadap keputusan pembagian dividen adalah *investment opportunity set*, *total asset turnover*, *sales growth* dan kebijakan utang.

2.5. *Investment Opportunity Set (IOS)*

Menurut Purnami dan Artini (2016) *Investment opportunity set* adalah suatu keputusan investasi yang merupakan bentuk kombinasi dari aset yang dimiliki (*asset in place*) dan pilihan investasi dimasa yang akan datang. *Investment Opportunity Set (IOS)* adalah set peluang investasi yang membuat perusahaan sebagai suatu kombinasi antara aktiva rill (*asset in place*) dan opsi investasi masa depan (Fadhilaturrochmah, 2017). *Investment Opportunity Set* adalah pilihan-pilihan investasi yang bisa didapatkan di masa mendatang (Putri, 2013). *Investment opportunity set* ini berkaitan dengan peluang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang. Pertumbuhan perusahaan seperti adanya kesempatan untuk melakukan investasi dimasa yang akan datang (Cahyo, 2014). *Investment opportunity set* dalam penelitian ini diproksikan dengan *Market to book value of*

equity ratio (MBVE). Menurut Purnami dan Artini (2016), rumus *Market to Book Value of Equity*, yaitu:

$$\text{Market to Book Value of Equity} = \frac{\text{Harga Saham Penutupan X Jumlah Saham Beredar}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Market to Book Value of Equity (MBVE) merupakan proksi berdasarkan harga. Proksi ini menggambarkan permodalan suatu perusahaan. Proksi ini mencerminkan seberapa besar pasar menilai perusahaan dapat memanfaatkan modalnya dalam menjalankan usaha untuk memenuhi tujuan perusahaan yaitu mempertahankan usahanya agar tetap stabil. Apabila suatu perusahaan dapat memanfaatkan modalnya dengan baik dalam menjalankan usaha maka semakin besar kemungkinan perusahaan untuk bertumbuh. Perusahaan yang bertumbuh akan cenderung memilih investasi baru dibandingkan membayar dividen yang tinggi kepada pemegang saham. Harga saham penutupan (*closing price*) adalah harga yang muncul saat bursa tutup. Harga saham penutupan yang dipakai pada variabel ini, harga penutupan saham (*closing price*) setiap perusahaan dengan menggunakan rata-rata harga penutupan saham setiap hari.

Semakin tinggi *MBVE* menggambarkan nilai pasar saham perusahaan lebih besar dibandingkan dengan nilai bukunya. Nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya mencerminkan kinerja perusahaan meningkat sehingga meningkatkan pendapatan perusahaan. Jika pendapatan meningkat dan perusahaan dapat

mengefesiensikan biaya maka laba bersih perusahaan akan meningkat. Laba bersih meningkat dan perusahaan mempunyai kecukupan kas maka laba yang dibagikan dalam bentuk dividen akan semakin tinggi. Sehingga *Dividend Payout Ratio* akan semakin tinggi.

Perusahaan yang memiliki *IOS* tinggi memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi diharapkan memiliki kesempatan investasi yang tinggi. Untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan, perusahaan memerlukan dana yang besar yang dibiayai dari sumber internal perusahaan. Penggunaan sumber dana internal perusahaan tersebut akan menyebabkan penurunan pembayaran dividen. Penurunan pembayaran dividen menyebabkan perusahaan memiliki sumber dana internal untuk kepentingan investasi. Dengan kata lain bahwa semakin besar laba ditahan, maka kesempatan investasi semakin besar sehingga akan mengakibatkan semakin kecilnya dividen yang akan dibagikan. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar *Investment Opportunity Set* perusahaan maka semakin kecil rasio pembayaran dividennya.

Penelitian yang sebelumnya telah dilakukan oleh Saurdi dkk (2014) dan Putri (2013) menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen tunai. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Mawarni dan Ratnadi (2014) dan Sumarni dkk (2014) bahwa *Investment Opportunity Set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tunai. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Juliana (2015), Purnami dan Artini (2016), Cahyo (2014), dan Fuadi dan Satini (2015) bahwa *Investment*

Opportunity Set tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai. Berdasarkan uraian tersebut maka dirumuskan hipotesis berikut:

Ha₁: *Investment Opportunity Set* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen tunai.

2.6. *Total Asset Turnover (TATO)*

Rasio aktivitas merupakan rasio untuk mengukur efisiensi atau efektivitas perusahaan dalam menggunakan aset yang dimilikinya (Weygandt *et al.*, 2015). Rasio aktivitas yang digunakan adalah *Total Asset Turnover (TATO)*. Menurut Purnami dan Artini (2016) *Total Asset Turnover* merupakan perbandingan antara penjualan dengan total aset suatu perusahaan dimana rasio ini menggambarkan kecepatan perputaran total aset dalam satu periode tertentu. *Total Asset Turnover* merupakan ukuran rasio aktivitas yang digunakan untuk mengukur sampai seberapa besar efektivitas perusahaan dalam menggunakan asetnya (Mardiyati dan Nusrati, 2014). *Total Asset Turnover* atau perputaran total aset adalah rasio antara penjualan dengan total aset yang mengukur efisiensi penggunaan aset secara keseluruhan (Fuadi dan Satini, 2015). Menurut Subramanyam (2014), *TATO* dapat dihitung dengan rumus:

$$\text{Total Asset Turnover} = \frac{\text{Net Sales}}{\text{Average Assets}}$$

Keterangan:

Net Sales : Penjualan bersih

Average Assets : Rata-rata aset

Sales adalah jumlah yang dikenakan kepada *customer* atas barang dagangan yang dijual, termasuk didalamnya penjualan secara tunai dan kredit. *Sales returns and allowances* diberikan oleh penjual kepada pembeli akibat barang yang rusak ataupun cacat, sementara *sales discount* diberikan ketika pembeli melakukan pembayaran dengan lebih cepat. *Net sales* merupakan hasil pengurangan antara *sales* dengan *sales returns and allowance* dan *sales discount*.

Subramanyam (2014) mengatakan bahwa *assets are resources controlled by a company for the purpose of generating profit* yang berarti bahwa aset merupakan sumber daya yang dikendalikan oleh perusahaan dengan tujuan untuk menghasilkan keuntungan. Subramanyam (2014) mengatakan bahwa terdapat dua kategori aset yaitu *current* dan *noncurrent*. *Current assets are resources readily convertible to cash within the operating cycle of the company* yang berarti bahwa aset lancar merupakan sumber daya yang siap untuk diubah menjadi uang kas dalam satu siklus operasi perusahaan. Contoh dari aset lancar adalah kas dan setara kas, piutang, persediaan dan beban dibayar dimuka. *Noncurrent assets are resources expected to benefit the company for periods beyond the current period* yang berarti bahwa aset tidak lancar adalah sumber daya yang diperkirakan akan menguntungkan perusahaan pada periode setelah periode sekarang.

Menurut Purnami dan Artini (2016) mengatakan bahwa Semakin tinggi rasio *TATO*, maka semakin efisien pula penggunaan keseluruhan aset perusahaan

dalam menghasilkan penjualan sehingga penjualan perusahaan menjadi lebih besar. Jika penjualan yang dimiliki oleh perusahaan tinggi dan perusahaan dapat mengefisienkan biaya, maka laba yang dimiliki oleh perusahaan juga akan menjadi lebih besar. Laba yang lebih besar dan perusahaan mempunyai kecukupan kas akan menyebabkan laba yang dapat diatribusikan kepada pemegang saham juga semakin besar sehingga *Dividend Payout Ratio* akan semakin tinggi.

Menurut Fuadi dan Satini (2015) mengatakan bahwa semakin tinggi tingkat perputaran total aset akan mendorong peningkatan nilai dividen tunai yang akan diterima investor. Kondisi tersebut terjadi karena perusahaan mampu menempatkan atau mengalokasikan aset yang mereka miliki dengan baik, kegiatan tersebut ditandai dengan tingginya aktifitas inovasi yang dilaksanakan didalam perusahaan, akibatnya nilai penjualan menjadi meningkat dan mendorong pertumbuhan laba yang tinggi, serta mendorong perusahaan untuk memenuhi tanggung jawabnya kepada investor dalam bentuk dividen.

Penelitian yang telah dilakukan sebelumnya oleh Purnami dan Artini (2016), Fuadi dan Satini (2015), dan Jamil (2015) menyatakan bahwa *Total Asset Turnover* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen tunai. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rahmawati dan Saerang (2014) dan Pasaribu, Kowanda dan Nawawi (2014) bahwa *TATO* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tunai. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Rahayuningtyas, Suhadak dan Handayani (2014) dan Mardiyati dan Nusrati (2014) menyatakan bahwa *TATO* tidak berpengaruh terhadap

kebijakan dividen tunai. Berdasarkan uraian tersebut maka dirumuskan hipotesis berikut:

Ha₂: *Total Asset Turnover* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen tunai.

2.7. *Sales Growth (SG)*

Pertumbuhan penjualan merupakan kenaikan dari jumlah penjualan periode ini dengan periode sebelumnya dibandingkan dengan penjualan periode sebelumnya (Suweta dan Dewi, 2016). Pertumbuhan penjualan adalah pertumbuhan penjualan yang diperoleh dari penghasilan penjualan (Darmayanti dan Mustanda, 2016). *Sales growth* menunjukkan pertumbuhan perusahaan dalam kurun waktu tertentu yang dianggap sebagai perkembangan usaha perusahaan (Purnami dan Artini, 2016) *Growth of Sales* mencerminkan tingkat pertumbuhan penjualan yang dicapai perusahaan. Menurut Hikmah dan Astuti (2013), *Sales Growth* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Sales Growth} = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

Keterangan:

S_t : Penjualan bersih pada tahun t

S_{t-1} : Penjualan bersih pada 1 tahun sebelum tahun t

Sales adalah jumlah yang dikenakan kepada *customer* atas barang dagangan yang dijual, termasuk didalamnya penjualan secara tunai dan kredit. *Sales returns and allowances* diberikan oleh penjual kepada pembeli akibat barang yang rusak

ataupun cacat, sementara *sales discount* diberikan ketika pembeli melakukan pembayaran dengan lebih cepat. *Net sales* merupakan hasil pengurangan antara *sales* dengan *sales returns and allowance* dan *sales discount*.

Menurut Purnami dan Artini (2016), *Growth of Sales* mencerminkan keberhasilan investasi periode masa lalu dan dapat dijadikan sebagai prediksi pertumbuhan masa yang akan datang. Besarnya *sales growth* sebuah perusahaan akan menunjukkan peningkatan penjualan. Besarnya pertumbuhan penjualan sebuah perusahaan akan berpengaruh pada jumlah dana yang dibutuhkan untuk kegiatan operasi atau investasi. Perusahaan yang pertumbuhannya semakin meningkat cenderung akan lebih memilih investasi kembali dibandingkan membayar dividen yang lebih tinggi. Semakin tinggi *Growth of Sales* maka mencerminkan penjualan perusahaan meningkat. Jika penjualan meningkat dan perusahaan dapat mengefesiesikan biaya maka laba bersih perusahaan akan meningkat. Laba bersih meningkat dan perusahaan mempunyai kecukupan kas maka laba yang dibagikan dalam bentuk dividend semakin tinggi. Sehingga *Dividend Payout Ratio* semakin tinggi.

Menurut Hikmah dan Astuti (2013) menyatakan *Growth of Sales* mencerminkan keberhasilan investasi periode masa lalu dan dapat dijadikan sebagai prediksi pertumbuhan di masa yang akan datang. Pertumbuhan penjualan merupakan indikator permintaan dan daya saing perusahaan dalam suatu industri. Laju pertumbuhan perusahaan akan mempengaruhi kemampuan mempertahankan keuntungan dalam menandai kesempatan-kesempatan pada masa yang akan

datang. Pertumbuhan penjualan tinggi, maka akan mencerminkan pendapatan meningkat sehingga pembayaran dividen cenderung meningkat.

Penelitian terdahulu yang dilakukan Hikmah dan Astuti (2013) dan Deitana dkk (2015) menyatakan bahwa *Sales Growth* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tunai. Berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Darmayanti dan Mustanda (2016), Daljono (2013), Mardiyati dan Nusrati (2014), dan Purnami dan Artini (2016) bahwa *Sales Growth* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai. Berdasarkan uraian tersebut maka dirumuskan hipotesis berikut:

Ha₃: *Sales Growth* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen tunai.

2.8. Kebijakan Utang

Kebijakan utang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui utang (Arfan dan Maywindlan, 2013). Menurut Thaib dan Taroreh (2015), kebijakan utang merupakan kebijakan perusahaan tentang seberapa jauh perusahaan dalam menggunakan pendanaan utang. Kebijakan utang diukur dengan menggunakan *Debt to Total Asset ratio (DTA)*. *Debt to Total Asset ratio* menunjukkan persentase dari aset perusahaan yang dibiayai dengan utang (Weygandt *et al.*, 2015). Kebijakan utang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi utang yang besar dan dana yang berasal dari utang tersebut digunakan untuk membeli aset yang tidak mempunyai nilai dan manfaat yang

besar. Menurut Weygandt *et al.* (2015), *Debt to Total Asset* dihitung dengan rumus:

$$DTA = \frac{\text{Total Debts}}{\text{Total Assets}}$$

Menurut IAI (2016), *total debts* merupakan utang perusahaan masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu, penyelesaiannya diharapkan mengakibatkan arus keluar dari sumber daya perusahaan yang mengandung manfaat ekonomi. Weygandt *et al.* (2015) menyatakan bahwa “*liabilities defines as creditor’s claim on total assets and as existing debts and obligations*” yang berarti bahwa liabilitas diartikan sebagai klaim dari total aset yang dimiliki dan sebagai seluruh utang dan obligasi yang ada. Klaim, utang dan obligasi ini harus dilunasi pada suatu jatuh tempo tertentu dengan menggunakan aset atau jasa.

Menurut Kieso *et al.* (2017), *total asset* merupakan sumber yang dikuasai oleh entitas sebagai hasil dari peristiwa masa lalu dan diharapkan untuk mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang bagi perusahaan. Aset dibagi menjadi 2 kelompok yakni *non-current asset* dan *current asset*. *Current asset* merupakan aset perusahaan yang diharapkan untuk dikonversi menjadi kas, dijual atau dikonsumsi dalam jangkauan waktu satu tahun, sedangkan *non-current asset* adalah aset yang selain dari definisi *current asset* tersebut. Yang termasuk *current asset* antara lain persediaan, beban dibayar dimuka, piutang, investasi jangka pendek, kas dan setara kas.

Non-current asset dibagi menjadi 4 kelompok yaitu *long-term investments*, *property, plant and equipment*, *intangible assets* dan *other asset*. *Long-term investment* normalnya terdiri dari salah satu tipe yaitu investasi dalam sekuritas seperti obligasi, saham biasa atau *long-term notes*, investasi dalam aset berwujud yang sekarang tidak digunakan dalam operasi seperti *land held for speculation*, investasi yang dicadangkan seperti *sinking fund*, *pension fund* atau *plant expansion fund* dan investasi dalam *non-consolidated subsidiaries* atau *associated companies*. Yang termasuk *property, plant and equipment* antara lain tanah, gedung, peralatan, kendaraan. *Intangible assets* merupakan aset yang tidak memiliki bentuk fisik dan bukan merupakan instrumen keuangan. Contoh dari *intangible assets* adalah *patents*, *copyrights*, *franchises*, *goodwill*, *trademarks*, *trade names*, dan *customer lists*. Pada praktiknya, *other asset* memiliki banyak item yang bervariasi didalamnya, seperti contoh yaitu *long-term prepaid expenses* dan *non-current receivables*. Aset lain yang termasuk dalam kelompok ini adalah aset dalam dana khusus, properti yang dimiliki untuk dijual dan *restricted cash* (Kieso et al.,2017).

Menurut Juliana (2015), semakin rendah *Debt to Total Asset Ratio (DTA)* menunjukkan aset yang dibiayai utang semakin rendah. Utang yang semakin rendah akan menimbulkan beban bunga yang rendah. Apabila beban bunga rendah maka akan meningkatkan laba bersih perusahaan. Laba bersih meningkat dan perusahaan mempunyai kecukupan kas maka perusahaan akan membayarkan dividen yang lebih tinggi. Sehingga *Dividend Payout Ratio* akan semakin tinggi.

Menurut Thaib dan Taroreh (2015), semakin besar proporsi utang yang digunakan dalam struktur modal perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya. Peningkatan utang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk dividen yang akan diterimanya, karena kewajiban perusahaan akan lebih diprioritaskan dibanding pembagian dividen. Sehingga *Dividend Payout Ratio* akan lebih rendah.

Penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Putri (2013) adanya pengaruh negatif kebijakan utang terhadap kebijakan dividen tunai. Penelitian tersebut didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Thaib dan Taroreh (2015), Gautama dan Haryati (2014), Bansaleng, Tommy, dan Saerang (2014) dan Juliana (2015). Berbeda dengan hasil penelitian Arfan dan Maywindlan (2013) yang mengatakan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai. Berdasarkan uraian tersebut maka dirumuskan hipotesis:

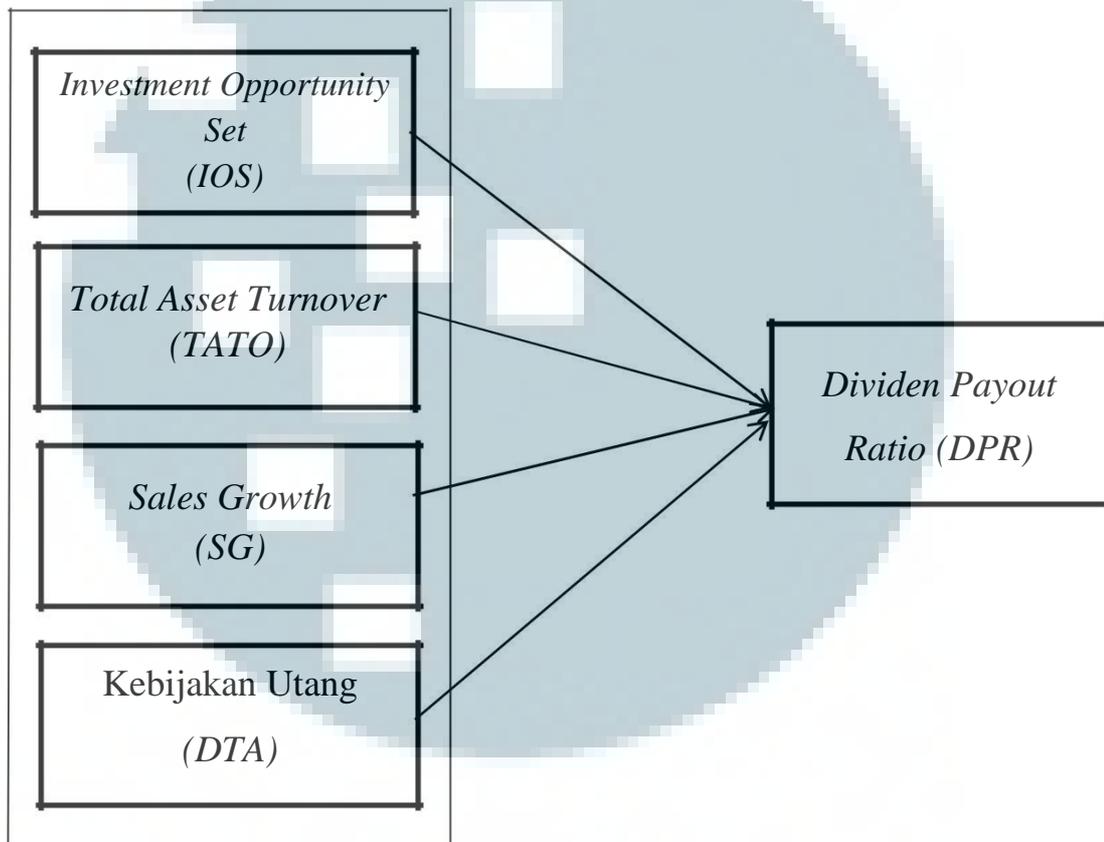
Ha₄: Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tunai.

Menurut penelitian terdahulu Mardiyati dan Nusrati (2014), secara simultan variabel *total asset turnover* dan *sales growth* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)*. Menurut Fuadi dan Satini (2015), *Investment Opportunity Set* dan *Total Asset Turnover* secara bersama-sama berpengaruh terhadap dividen tunai pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009-2013.

2.9. Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran penelitian ini adalah sebagai berikut:

Gambar 2. 1
Model Penelitian



U M M N