

## BAB II

### LANDASAN TEORI

#### A. Pengertian Deviden

Deviden adalah pembayaran yang diterima para pemegang saham perseroan yang diambil dari laba perusahaan. (Rivai Wirasasmita, 2002 : 135)

Deviden adalah bagian dari laba bersih yang dibagikan kepada para pemegang saham atau pemilik modal sendiri. (Napa J. Awat, 1999 : 151)

Deviden merupakan bagian keuntungan yang dibayarkan oleh perusahaan kepada para pemegang saham. (Indriyo dan Basri, 1999 : 11)

Sedangkan menurut Ikatan Akuntansi Indonesia. (1996 : 23.3) dalam Pedoman Standar Akuntansi Keuangan (PSAK) nomor 23, deviden adalah distribusi laba kepada pemegang investasi ekuitas sesuai dengan proporsi mereka dari jenis modal tertentu.

Dari keempat defenisi tersebut diatas maka penulis dapat menyimpulkan bahwa deviden adalah pembagian laba perusahaan dalam bentuk *cash* atau tunai kepada pemegang saham sesuai dengan jumlah saham yang dimiliki disuatu perusahaan.

## B. Teori Mengenai Kebijakan Deviden

Ada beberapa teori mengenai kebijakan deviden yang terkenal, diantaranya adalah :

### 1) Teori Deviden Tidak Relevan

Ada beberapa argumen yang mengatakan bahwa kebijakan deviden tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham perusahaan maupun biaya modalnya. Pendukung utama teori ini adalah Merton Miller dan Franco Modigliani ( Eugene F. Brigham, 2001 : 66 ). Nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba dan resiko bisnisnya. Dengan kata lain, bahwa nilai perusahaan tergantung pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada bagaimana pendapatan itu dibagi diantara deviden dan laba ditahan.

Teori ketidakrelevanan mungkin tidak benar, akan tetapi Miller dan Modigliani menyanggah dengan benar bahwa semua teori ekonomi didasarkan pada asumsi-asumsi yang sifatnya menyederhanakan dan keabsahan suatu teori harus dinilai berdasarkan pengujian empiris. Dalam hal ini, asumsinya sebagai berikut: ( Napa J. Awat, 1999 : 153 )

- a) Pasar modal sempurna, dimana para investor mempunyai kesamaan informasi, tidak ada biaya transaksi dan tidak ada pajak.
- b) Para investor bersifat rasional.
- c) Semua peserta pasar bersifat *price-taker*.
- d) Adanya unsur ketidakpastian bagi arus pendapatan masa datang dan para investor mempunyai informasi yang sama.

- e) Manajer dalam pengambilan keputusannya mengenai produksi dan investasinya disesuaikan dengan informasi tersebut.
- f) Untuk memisahkan pengaruh deviden dan pengaruh *leverage* maka semua perusahaan dianggap memiliki rasio deviden per saham sama.
- g) Perusahaan-perusahaan mestinya mempunyai kelas resiko yang sama.
- h) Perusahaan dengan produksi yang sekarang memiliki *yield* yang sama.

## 2) Teori *Bird In The Hand*

Myron Gordon dan John Lintner berpendapat bahwa  $k_s$  akan turun apabila pembayaran deviden dinaikkan karena investor kurang yakin terhadap keuntungan modal (*capital gains*). Gordon dan Lintner mengatakan bahwa investor lebih menghargai pendapatan yang diharapkan dari deviden daripada dari keuntungan modal karena komponen hasil deviden  $D_1/P_0$  risikonya lebih kecil daripada komponen  $g$  (*growth*) dalam persamaan total pengembalian yang diharapkan,  $k_s = D_1/P_0 + g$ . (Eugene F. Brigham, 2001 : 67)

Menurut Miller dan Modigliani, pendapat yang dikatakan Gordon dan Lintner tidak benar. Mereka mengatakan bahwa  $k_s$  tidak tergantung pada kebijakan deviden yang mensyaratkan investor tidak peduli antara  $D_1/P_0$  dengan  $g$  yakni antara deviden dengan keuntungan modal. Oleh Miller dan Modigliani pendapat Gordon dan Lintner diberi nama *bird in the hand fallacy* yang artinya investor memandang satu burung ditangan lebih berharga daripada seribu burung diudara. Sementara itu menurut Miller dan Modigliani, kebanyakan investor merencanakan untuk menginvestasikan kembali devidennya dalam saham perusahaan dan resiko yang sama, oleh sebab itu

tingkat resiko pendapatan mereka dimasa datang hanya ditentukan tingkat resiko investasi barunya dan bukan oleh kebijakan pembagian deviden.

### 3) Teori Preferensi Pajak

Ada tiga alasan yang berkaitan dengan pajak kenapa investor lebih menyukai pembagian deviden yang rendah daripada yang tinggi. Pertama, keuntungan modal dikenakan pajak dengan tarif yang rendah sedangkan deviden dikenakan pajak dengan tarif yang lebih tinggi. Dari hal tersebut, investor yang memiliki saham dan deviden terbesar mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanamkan kembali laba ke dalam perusahaan. Pertumbuhan laba mungkin dapat menaikkan harga saham, dan keuntungan modal yang pajaknya rendah akan menggantikan deviden yang pajaknya tinggi. Kedua, pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai saham terjual karena adanya efek nilai waktu satu dollar pajak yang dibayarkan di masa datang mempunyai biaya efektif yang lebih rendah daripada satu dollar yang dibayarkan hari ini. Dan yang ketiga, jika lembar saham dimiliki seseorang sampai meninggal sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang ahli waris yang menerima saham itu dapat menggunakan nilai saham pada hari kematian sebagai dasar biaya mereka, dengan demikian mereka terhindar dari pajak keuntungan modal.

### 4) Teori Kelompok Konservatif

Menurut pendapat kelompok ini, bahwa dengan bertambahnya deviden tunai yang dibayarkan kepada pemegang saham maka nilai perusahaan atau harga saham juga akan meningkat. Tokoh-tokoh dari kelompok ini adalah B. Graham dan D. L. Dodd.

Teori konservatif merupakan pandangan yang bersifat subjektif karena tidak pernah dilandasi oleh suatu analisis yang bersifat empiris, namun demikian pengikut kelompok ini tetap berpendapat bahwa kebijakan deviden yang liberal akan memberikan pengaruh positif terhadap harga saham. Hasil riset selanjutnya yang dilakukan oleh Paul Asquith dan David W. Williams mendukung pendapat tersebut diatas dan penelitian yang dilakukan oleh Terry E. Dielman dan H. R Oppenheimer menunjukkan bahwa bagi perusahaan yang mengurangi atau tidak membagikan deviden maka harga sahamnya akan jatuh atau menurun.

Gambaran-gambaran dan teori tentang kebijakan deviden pada aslinya merupakan dari teka-teki deviden yang harus dipecahkan. Sebagaimana teori mengatakan bahwa ada pengaruh kebijakan deviden dalam bentuk pembayaran deviden terhadap harga saham, disatu sisi. Sementara disisi lain ada teori yang mengatakan bahwa tidak ada pengaruh pembayaran deviden terhadap harga saham.

Teori-teori ini sangat didasari pada asumsi-asumsi yang digunakan dalam analisisnya, sehingga pada kenyataannya kedua pendapat tersebut adalah benar. Pada akhirnya kita kembali pada tujuan dasar dari perusahaan yaitu harus dapat memaksimalkan keuntungan para pemegang saham yang tidak lain adalah deviden itu sendiri. Masalahnya adalah apakah deviden tersebut akan berlangsung dalam jangka panjang atau tidak, apakah setiap tahunnya akan terus meningkat atau statis, walaupun perubahan kondisi ekonomi dan variabel lainnya ikut mempengaruhi dan semakin menjadi daya tarik untuk ditelaah lebih jauh.

### C. Faktor – faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Deviden

Pengambilan keputusan mengenai penentuan kebijakan deviden merupakan salah satu faktor penting dalam manajemen sebuah perusahaan. Kebijakan deviden menentukan berapa besar dari laba yang akan dibayarkan sebagai deviden dan sisanya sebagai laba ditahan (*retained earning*).

Di satu sisi laba ditahan (*retained earning*) merupakan salah satu sumber pembelanjaan dari dalam perusahaan (*internal financing sources*), yang merupakan dana permanen yang perlu dipertimbangkan penggunaannya di dalam pertumbuhan dan perkembangan perusahaan. Sedangkan disisi lain deviden merupakan *return* yang diharapkan oleh para pemegang saham sebagai kompensasi atas resiko investasi mereka di suatu perusahaan. Jadi manajemen perusahaan harus dapat membagi secara proporsional labanya sebagai deviden yang dibayarkan kepada pemegang saham dengan laba yang ditahan oleh perusahaan tersebut.

Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan deviden menurut Napa J. Awat, (2000 : 170-171 ) yaitu :

- a. *Dividend payout ratio* industri dimana perusahaan itu berada. Artinya perusahaan tidak boleh mengabaikan kebijakan deviden perusahaan pesaing.
- b. Jika pendapatan perusahaan mengalami pertumbuhan, maka jumlah pembayaran deviden dapat dinaikkan. Sebab dengan adanya tambahan pendapatan maka deviden dan laba ditahan juga bertambah.
- c. Jika pendapatan perusahaan tidak stabil maka manejer perusahaan segan untuk membayar sejumlah deviden kepada pemegang saham.
- d. Apabila terdapat kesempatan investasi maka diperlukan banyak tambahan dana. Kasus demikian terdapat hubungan negatif antara kesempatan investasi dan jumlah deviden yang dibayar. Hubungan ini tidak bertentangan dengan proposisi MM (Mc digliani dan Miller). Ia tidak menolak pernyataan bahwa deviden merupakan fungsi dari kesempatan investasi yang ada. Teorema

netralitas MM menyatakan bahwa keputusan investasi adalah independen terhadap keputusan deviden.

- e. Jika tingkat keuntungan yang diharapkan dari suatu proyek baru adalah tinggi, pemegang saham bersedia menerima deviden rendah, sebab mereka mengharapkan akan menerima *capital gain* melalui kenaikan harga saham. Hubungan antara tingkat keuntungan yang diharapkan pada suatu proyek baru dan jumlah pembayaran deviden adalah negatif.
- f. Ketersediaan dan biaya alternatif sumber dana. Apabila biaya modal pinjaman tinggi, maka penggunaan laba ditahan akan semakin menarik.
- g. Preferensi pemegang saham dan keleluasaan manajer untuk menyimpang dari maksimasi kemakmuran.
- h. Harapan mengenai kondisi bisnis umumnya pada waktu inflasi mungkin laba cenderung naik sehingga manajer dapat menaikkan pembayaran deviden. Dalam keadaan inflasi pendanaan melalui pinjaman akan lebih menarik dibanding menggunakan laba ditahan.
- i. Pembatasan-pembatasan yang diberikan kreditur. Para kreditur biasanya memberikan batasan mengenai jumlah pembayaran deviden oleh perusahaan yang dimaksudkan untuk pelunasan hutang perusahaan.

Keown, ( 1999 : 621-624 ) memberikan pertimbangan yang mempengaruhi keputusan perusahaan mengenai devidennya, yang lebih umum sebagai berikut :

a. Pembatasan Hukum.

Ada dua hukum yang membatasi jumlah deviden yang dibayarkan yaitu :

1. *Statutory restrictions* (pembatasan menurut UU) dapat menghalangi perusahaan membayar deviden. Hal ini dikarenakan jika kewajiban perusahaan melebihi asetnya, jika jumlah deviden melebihi akumulasi laba (laba ditahan), dan jika deviden dibayarkan dari modal yang diinvestasikan dalam perusahaan.
2. Unik bagi tiap perusahaan dan hasil dari batasan dalam kontak utang dan saham preferen. Batasan ini bisa meliputi aturan bahwa deviden takkan diumumkan sebelum utang dibayar kembali. Pemegang saham

preferen bisa menuntut agar deviden biasa takkan dibayar jika saham preferen tidak dibayarkan.

b. Posisi Likuiditas.

Jumlah laba ditahan yang besar dalam neraca tak berarti kas tersedia untuk pembayaran deviden. Karena deviden dibayarkan dengan kas, dan tidak dengan laba ditahan perusahaan harus memiliki kas tersedia untuk pembayaran deviden. Maka, posisi Likuiditas perusahaan sangat berpengaruh pada kemampuannya membayar deviden.

c. Tak Adanya atau Kurangnya Sumber Pendanaan Lain.

Perusahaan, pertama bisa menahan laba untuk tujuan investasi, kedua membayar deviden dan menerbitkan utang baru atau sekuritas modal untuk mendanai investasi. Untuk sebagian perusahaan kecil dan baru pilihan kedua tak realitas. Mereka harus sangat bergantung pada dana internal, akibatnya pembayaran deviden lebih rendah dibanding perusahaan besar dan milik publik.

d. Kemungkinan Pendapatan Diramalkan.

Rasio pembayaran deviden perusahaan hingga suatu titik tergantung pada kemungkinan diramalkannya laba perusahaan sepanjang waktu. Perusahaan dengan tren pendapatan yang stabil biasanya akan membayar bagian yang besar dari pendapatannya dalam bentuk deviden. Perusahaan ini tak terlalu memikirkan ketersediaan laba untuk memenuhi kebutuhan modal dimasa depan.

e. Kontrol Pemilikan.

Bagi perusahaan besar, kontrol pemilikan saham bukan masalah. Tapi bagi perusahaan kecil dan menengah, mempertahankan kontrol suara merupakan prioritas utama. Jika pemegang saham sekarang tak bisa berpartisipasi dalam penawaran baru menerbitkan saham baru tak menarik, dalam arti bahwa kontrol pemegang saham sekarang tak berarti.

f. Inflasi.

Selama 1980-an, hancurnya daya beli dollar memiliki dampak besar pada penggantian asset tetap. Dalam periode inflasi, idealnya setelah asset tetap rusak dan usang dana yang dihasilkan dari depresiasi digunakan untuk mendanai penggantian. Karena harga peralatan pengganti terus naik, dana depresiasi tak cukup. Ini membutuhkan retensi laba yang lebih besar, yang berarti bahwa deviden harus terpengaruh secara tak menguntungkan.

Menurut Van Horne dan Wachowicz, ( 1998 : 501-504 ) faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan deviden adalah :

a. Peraturan-Peraturan Hukum

Peraturan-peraturan hukum penting dilakukan untuk menetapkan batasan-batasan hukum dimana kebijakan deviden perusahaan dapat digunakan. Peraturan - peraturan hukum ini berhubungan dengan penurunan modal, ketidaksolvabilitas dan laba ditahan yang tidak semestinya.

#### b. Kebutuhan Pendanaan Perusahaan

Pada saat batasan-batasan hukum bagi kebijakan deviden perusahaan telah ditetapkan, langkah selanjutnya adalah penafsiran kebutuhan pendanaan perusahaan. Untuk itu perlu dipersiapkan anggaran kas, proyeksi laporan sumber dan penggunaan dana, serta proyeksi laporan arus kas. Tujuannya adalah menentukan arus kas dan posisi kas perusahaan yang mungkin terjadi tanpa adanya perubahan kebijakan deviden.

#### c. Likuiditas

Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam keputusan deviden. Karena deviden merupakan arus kas keluar, semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan, semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar deviden. Manajemen perusahaan biasanya ingin mempertahankan tingkat likuiditas pada posisi tertentu, untuk itu manajemen perusahaan mungkin melakukan penolakan untuk membayar deviden dalam jumlah besar.

#### d. Kemampuan Untuk Meminjam

Posisi likuid bukan merupakan satu-satunya cara memberikan perlindungan dan fleksibilitas keuangan terhadap ketidakpastian. Semakin besar kemampuan meminjam perusahaan, semakin besar fleksibilitas keuangan dan semakin besar kemampuannya untuk membayar deviden kas. Jika perusahaan dapat melakukan pendanaan melalui hutang, manajemen tidak perlu terlalu mengkhawatirkan pengaruh deviden kas terhadap likuiditas perusahaan.

e. Batasan-Batasan dalam Perjanjian Hutang

Perjanjian perlindungan dalam perjanjian obligasi atau pinjaman seringkali berisikan batasan-batasan pembayaran deviden. Batasan ini digunakan oleh pemberi pinjaman untuk menjaga kemampuan perusahaan untuk membayar hutang. Biasanya dinyatakan sebagai presentase maksimum laba ditahan kumulatif perusahaan. Jika batasan ini harus diterapkan, maka akan mempengaruhi kebijakan deviden perusahaan.

f. Pengendalian

Perusahaan membayar deviden dalam jumlah besar, kemudian perusahaan perlu mencari modal melalui penjualan saham untuk mendanai peluang investasi yang memungkinkan. Maka kepentingan pengendalian perusahaan mungkin menipis jika pemegang saham yang memiliki kendali tidak mau atau tidak dapat memesan tambahan saham. Kebijakan deviden ini mungkin tidak memaksimalkan kekayaan keseluruhan pemegang saham, namun hal itu dilakukan demi kepentingan terbaik pihak yang memiliki kendali.

Menurut Bambang Riyanto, ( 2001 : 267-268 ) faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan deviden suatu perusahaan antara lain :

a. Posisi Likuiditas Perusahaan

Likuiditas suatu perusahaan ditentukan oleh keputusan-keputusan di bidang investasi dan cara pemenuhan kebutuhan dananya. Dapat dikatakan bahwa makin kuat posisi likuiditas terhadap prospek kebutuhan dana diwaktu mendatang, maka makin tinggi "*dividen payout ratio*"nya.

b. Kebutuhan Dana untuk Membayar Hutang

Manajemen perusahaan menetapkan bahwa pelunasan suatu hutang diambil dari laba ditahan, berarti perusahaan harus menahan sebagian besar pendapatannya untuk keperluan tersebut sehingga pendapatan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai deviden, kecil. Dengan kata lain perusahaan harus menetapkan *dividen payout ratio* yang rendah.

c. Tingkat Pertumbuhan Perusahaan

Makin cepat tingkat pertumbuhan perusahaan makin besar dana yang dibutuhkan, makin besar kesempatan untuk memperoleh keuntungan, makin besar bagian dari pendapatan yang ditahan dalam perusahaan, yang ini berarti makin rendah *dividen payout rasionya*. Tapi bila perusahaan telah mencapai tingkat pertumbuhan yang tinggi dan dapat memenuhi kebutuhannya dari pasar modal atau sumber ekstern lainnya maka perusahaan menetapkan *dividen payout rasionya* tinggi.

d. Pengawasan Terhadap Perusahaan

Perusahaan mempunyai kebijakan membiayai ekspansinya dengan dana yang berasal dari hasil penjualan saham baru, maka akan melemahkan kontrol dari kelompok dominan di dalam perusahaan. Mempercayakan pada pembelanjaan intern dalam rangka mempertahankan kontrol terhadap perusahaan, berarti mengurangi *dividen payout rasionya*.

Sedangkan menurut Murthada Sinuraya, (1999 : 70 ) faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan deviden adalah :

a. Peraturan Hukum

Peraturan hukum menentukan bahwa deviden harus dibayar dari keuntungan, baik keuntungan sedang berjalan maupun tahun-tahun yang silam didalam neraca sebagai laba ditahan.

Undang-undang menekankan 3 peraturan :

1. Peraturan mengenai laba bersih yaitu menentukan deviden dapat dibayar dari laba dahulu dan laba sekarang
2. Peraturan mengenai tindakan yang merugikan modal yaitu dengan cara melarang pembayaran deviden dengan dana modal bukan dari keuntungan.
3. Peraturan mengenai tidak mampu bayar, menentukan bahwa perusahaan tidak boleh membayar deviden jika tak mampu atau dalam keadaan bangkrut artinya utangnya lebih besar daripada harta.

b. Posisi Likuiditas

Meskipun perusahaan memperoleh laba tinggi, namun dalam mempertahankan likuiditas laba yang diperoleh tidak dapat dibagikan kepada pemegang saham.

c. Perlunya Membayar Kembali Pinjaman

Sehingga pembayaran deviden dapat ditangguhkan untuk menjaga kredibilitas perusahaan.

d. Keterbatasan karena Kontrak Pinjaman

Mendesaknya tanggal jatuh tempo pembayaran pinjaman sehingga laba bersih tak dapat dibagikan untuk membayar deviden.

e. Tingkat Perluasan Harta

Keperluan untuk memperluas usaha sehingga deviden mungkin ditunda pembayarannya.

f. Tingkat Keuntungan

Tingkat keuntungan yang relatif sedikit sehingga untuk berjaga-jaga perusahaan mengurangi pembayaran deviden.

g. Stabilitas Keuntungan

Dalam keadaan perusahaan memperoleh keuntungan yang stabil biasanya deviden yang dibagikan cukup besar.

h. Pintu pasaran Modal

Mudahnya untuk memperoleh modal dipasar modal, maka berapapun laba yang diperoleh berusaha untuk dibayarkan pada pemegang saham.

#### **D. Jenis dan Bentuk Kebijakan Deviden**

Tanpa memperdulikan kebijakan deviden jangka panjang perusahaan, kebanyakan perusahaan memilih satu dari beberapa pola pembayaran deviden dari tahun ke tahun. Menurut Keown, ( 1999 : 624 ) diantaranya adalah sebagai berikut :

a. Rasio Pembayaran Deviden Konstan

Dalam kebijakan ini, presentase pendapatan dibayarkan dalam deviden tetap. Walau rasio deviden atas pendapatan stabil, jumlah dollar secara alami berfluktuasi dari tahun ke tahun dengan berubahnya laba.

b. Jumlah Dollar Deviden Per Saham yang Stabil

Kebijakan ini mempertahankan jumlah dollar deviden yang relatif stabil sepanjang waktu.

c. Deviden Kecil dan Reguler Ditambah Ekstra Akhir Tahun

Kebijakan membayar deviden di mana perusahaan membayar deviden reguler yang kecil ditambah deviden ekstra hanya jika perusahaan mempunyai pengalaman tahun yang baik.

Menurut Napa J. Awat, ( 1999 : 72 ) bentuk-bentuk kebijakan deviden itu adalah sebagai berikut :

a. Kebijakan Deviden yang Stabil (*stable dividend-per-share policy*)

Jumlah pembayaran deviden sama besarnya dari tahun ke tahun. Alasan perusahaan menggunakan kebijakan ini adalah untuk memelihara kesan para investor terhadap perusahaan tersebut. Karena perusahaan itu yakin bahwa pendapatan bersihnya juga stabil dari tahun ke tahun.

b. Kebijakan *Dividend Payout Ratio* yang tetap (*constant dividend payout ratio policy*)

Dalam kebijakan ini, jumlah deviden akan berubah-ubah sesuai dengan jumlah laba bersih, tetapi ratio antara deviden dan laba ditahan adalah tetap.

c. Kebijakan Kompromi (*compromise policy*)

Kebijakan deviden yang terletak antara kebijakan deviden per saham yang stabil dan kebijakan *dividen payout ratio* yang konstan ditambah presentasi tertentu pada tahun yang menghasilkan laba bersih tinggi.

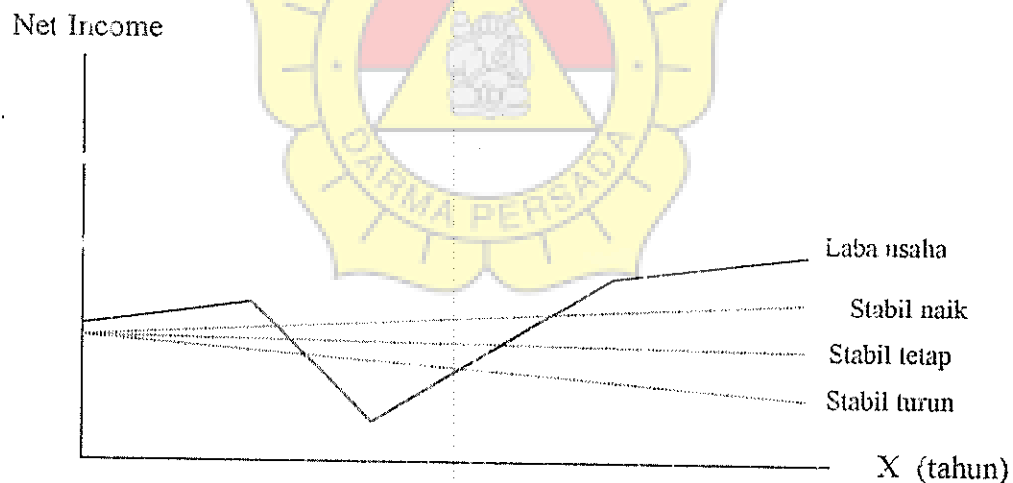
d Kebijakan Deviden Residual (*residual dividend policy*)

Kebijakan deviden yang diterapkan apabila suatu perusahaan menghadapi kesempatan investasi yang tidak stabil maka manajemen hanya membayar deviden ketika laba bersih itu tinggi.

Sedangkan menurut Indriyo dan Basri, ( 1999 : 238-241 ) bentuk kebijaksanaan pembayaran deviden pada garis besarnya adalah :

a. *Stabile dividend policy* (Kebijaksanaan Pembayaran Dividen yang Stabil)

Dividen yang dibayarkan selalu stabil dalam jumlah yang tetap, stabil yang makin naik dan stabil yang semakin menurun walaupun terjadi fluktuasi dalam *net income*. Adapun jika digambarkan adalah sebagai berikut :



Gambar II. 1  
Kebijaksanaan Pembayaran Dividen Stabil

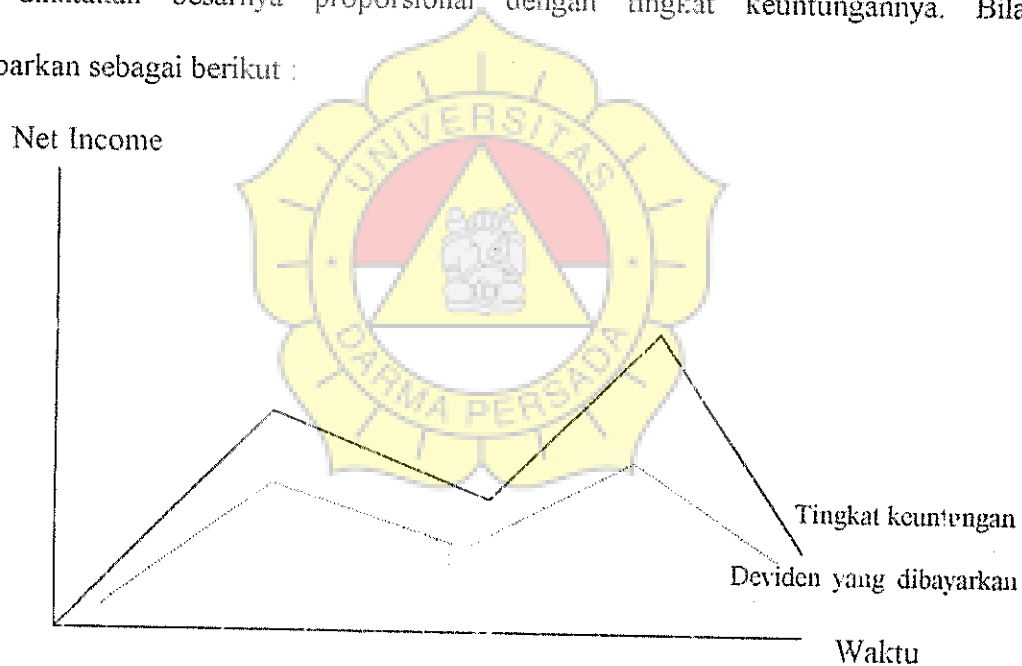
Keuntungan dari pembayaran deviden yang stabil adalah :

- 1) Harga saham pada umumnya naik, maka tingkat kenaikannya akan lebih tajam.
- 2) Jika harga saham pada umumnya turun, maka tingkat penurunannya lebih lambat.

3) Lebih mudah diakui oleh Badan Pembina Pasar Modal sebagai perusahaan *Go Public*, sehingga penjualan sahamnya akan lebih mudah masuk *legal list*.

b. *Fluctuating dividend policy* (Kebijaksanaan Pembayaran Dividen yang Berfluktuasi)

Besarnya dividen yang dibayarkan berdasarkan tingkat keuntungan perusahaan pada setiap periode. Apabila tinggi maka dividen yang dibayarkan relatif tinggi, dan sebaliknya bila rendah maka deviden yang dibayarkan rendah pula. Atau dapat dikatakan besarnya proporsional dengan tingkat keuntungannya. Bila digambarkan sebagai berikut :

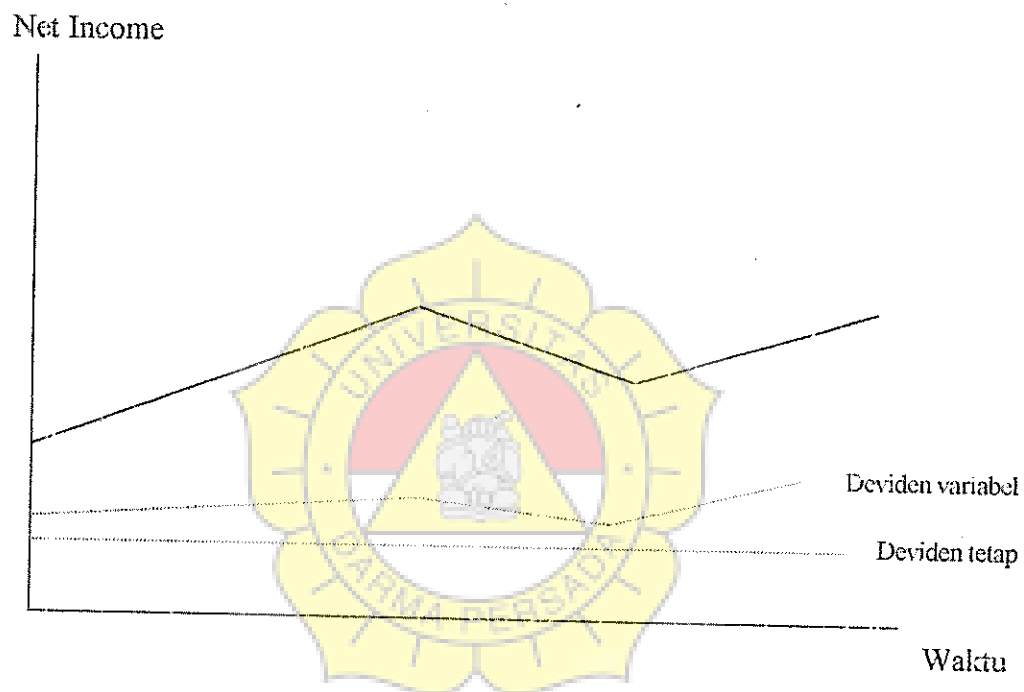


Gambar II. 2  
Kebijaksanaan Pembayaran Deviden Fluktuasi

c. Kombinasi *Stabile Devident Policy* dan *Fluktuating Devident Policy*.

Besarnya deviden yang dibayarkan sebageian ada yang bersifat stabil atau tetap, tetapi sebageian yang lain bersifat proporsional dengan tingkat keuntungan

yang dicapai perusahaan. Apabila perusahaan tidak mendapatkan laba, para pemegang saham masih mendapatkan dividen tetap dan apabila didapatkan keuntungan dari hasil operasinya didapatkan bagian dari keuntungan. Bagian dividen yang bersifat proporsional besarnya tidak sama dengan dividen yang mengurakan kebijakan fluktuatif. Jika digambarkan adalah sebagai berikut :



Gambar II. 3  
Kebijakan Pembayaran Dividen Kombinasi Antara Stabli dan Fluktuatif *policy*

### E. Mekanisme Pembagian Dividen

Selain faktor-faktor yang perlu diperhatikan oleh manajemen perusahaan sebelum menetapkan kebijakan dividen, prosedur-prosedur pembagian dividen yang diterapkan manajemen perusahaan dalam menjual saham-sahamnya di bursa saham juga sangat penting untuk diketahui.

Menurut Brigham dan Houston, ( 2001 : 84-85 ) prosedur dalam pembagian deviden yang sebenarnya adalah sebagai berikut :

a. Tanggal Pengumuman (*declaration date*)

Tanggal pada saat direksi perusahaan mengeluarkan pernyataan berisi pengumuman pembagian deviden kepada para pemegang saham. Misalkan, pada 10 November 1997 direksi mengadakan pertemuan dan mengumumkan deviden triwulan tetap sebesar 50 sen dollar per saham, untuk dibayarkan kepada pemegang saham yang tercatat pada tanggal 12 Desember, pembayaran dilakukan pada tanggal 2 Januari 1998.

b. Tanggal Pencatatan Pemegang Saham (*holder-of-record date*)

Perusahaan mencatat seorang pemegang saham sebagai pemilik pada tanggal ini, maka pemegang saham tersebut berhak menerima deviden. Misalnya, pada tanggal pencatatan pemegang saham, 12 Desember perusahaan menutup buku transfer sahamnya dan menyusun daftar pemegang saham pada tanggal tersebut. Apabila direksi mendapat pemberitahuan terjadinya penjualan sebelum pukul 5 sore pada 11 Desember, pemilik saham yang baru akan menerima deviden. Tapi, jika pemberitahuan baru diterima pada atau sesudah 12 Desember, pemilik saham lama yang akan menerima deviden.

c. Tanggal Ex-deviden (*ex-dividend date*)

Tanggal Ex-deviden yaitu tanggal pada saat hak atas deviden periode berjalan tidak lagi menyertai saham tersebut, biasanya jangka waktunya adalah empat hari kerja sebelum tanggal pencatatan pemegang saham. Misalakan, tanggal pencatatan

pemegang saham adalah tanggal 12 Desember maka tanggal pada saat hak atas deviden dilepaskan dari saham adalah empat hari sebelum 12 Desember atau tanggal 8 Desember. Agar pembeli dapat menerima deviden, maka ia harus membeli saham pada atau sebelum 7 Desember. Apabila ia membeli pada 8 Desember atau sesudahnya maka penjuallah yang menerima deviden, karena dia yang tercatat sebagai pemegang resmi saham.

d. Tanggal Pembayaran (*payment date*)

Tanggal pada saat perusahaan benar-benar mengirimkan cek deviden kepada pemegang saham tercatat yaitu pada tanggal 2 Januari.

**F. Dividend Payout Ratio**

*Deviden payout ratio* adalah perbandingan antara deviden yang dibayarkan dengan laba bersih yang didapat oleh perusahaan dan biasanya dalam bentuk presentase. Makin tinggi *deviden payout ratio* akan menguntungkan para pemegang saham, tetapi bagi perusahaan akan memperlemah *internal financial* karena memperkecil laba ditahan. Sebaliknya makin kecil *deviden payout ratio* akan merugikan para pemegang saham tetapi *internal financial* perusahaan makin kuat.

Menurut Indriyo dan Basri, ( 1999 : 244-245 ) besar kecilnya *deviden payout ratio*, dipengaruhi oleh beberapa faktor antara lain :

a. Faktor Likuiditas

Makin tinggi likuiditas akan meningkatkan *deviden payout ratio* dan sebaliknya makin rendah likuiditas akan menurunkan *deviden payout ratio*.

b. Kebutuhan Dana untuk Melunasi Utang

Makin besar dana untuk melunasi utang baik untuk obligasi hipotik dalam tahun tersebut yang diambil dari kas maka akan menurunkan deviden *payout ratio* dan sebaliknya.

c. Tingkat Ekspansi yang Direncanakan

Makin tinggi tingkat ekspansi yang direncanakan oleh perusahaan akan berakibat mengurangi deviden *payout ratio* karena laba yang diperoleh diprioritaskan untuk penambahan aktiva.

d. Faktor Pengawasan

Makin terbukanya perusahaan akan memperkuat modal sendiri sehingga deviden *payout ratio* naik dan sebaliknya.

e. Ketentuan-ketentuan dari Pemerintah

Ketentuan-ketentuan tersebut dimaksud adalah yang berkaitan dengan laba perusahaan maupun pembayaran deviden.

f. Pajak Kekayaan/Penghasilan dari Pemegang Saham

Apabila para pemegang saham adalah ekonomi lemah yang bebas pajak maka deviden *payout ratio* lebih tinggi dibanding apabila pemegang saham para ekonomi kuat yang kena pajak.

### G. Pengertian Saham dan Jenisnya

Menurut Eduardus Tandililin, ( 2001 : 18 ) saham merupakan surat bukti bahwa kepemilikan atas aset-aset perusahaan yang menerbitkan saham.

Dengan memiliki saham suatu perusahaan, maka investor akan mempunyai hak terhadap pendapatan dan kekayaan perusahaan setelah dikurangi dengan pembayaran semua kewajiban perusahaan. Saham merupakan salah satu jenis sekuritas yang cukup populer diperjualbelikan di pasar modal.

Secara umum saham yang diperdagangkan di pasar modal, dapat dibagi menjadi 2 (dua) jenis, yaitu sebagai berikut :

#### 1. Saham Preferen

Saham preferen adalah saham yang mempunyai kombinasi karakteristik gabungan dari obligasi maupun saham biasa, karena saham preferen memberikan pendapatan yang tetap seperti halnya obligasi, dan juga mendapatkan hak kepemilikan seperti saham biasa. Perbedaannya dengan saham biasa adalah bahwa saham preferen tidak memberikan hak suara kepada pemegangnya untuk memilih direksi ataupun manajemen perusahaan, seperti layaknya saham biasa. ( Eduardus Tandililin, 2001 : 18 )

Menurut Jogiyanto, ( 2000 : 70-72 ) saham preferen dapat dibagi lagi menjadi 3 ( tiga ) macam yaitu :

- a. Saham preferen yang dapat dikonversikan ke saham biasa ( *Convertible Preferred Stock* )
- b. Saham preferen yang dapat di tebus ( *Callable preferred stock* )
- c. Saham preferen dengan tingkat deviden yang mengambang ( *Floating atau adjustable-rate preferred stock* )

## 2. Saham Biasa

Saham biasa adalah sekuritas yang menunjukkan bahwa pemegang saham biasa tersebut mempunyai hak kepemilikan atas aset-aset perusahaan. Oleh karena itu, pemegang saham mempunyai hak suara (*voting rights*) untuk memilih direktur ataupun manajemen perusahaan dan ikut berperan dalam pengambilan keputusan penting perusahaan dalam rapat umum pemegang saham (RUPS). ( Eduardus Tandelilin, 2001 : 18 )

### H. Faktor-faktor Fundamental yang Mempengaruhi Pemilihan Saham

Dalam melakukan analisis penilaian saham, investor bisa melakukan analisis terhadap faktor-faktor fundamental secara "*top-down*" untuk menilai prospek perusahaan. Pertama kali perlu dilakukan analisis terhadap faktor-faktor makro ekonomi yang mempengaruhi kinerja seluruh perusahaan, kemudian dilanjutkan dengan analisis industri, dan pada akhirnya dilakukan analisis terhadap perusahaan yang mengeluarkan sekuritas bersangkutan yaitu saham untuk menilai apakah sekuritas yang dikeluarkannya menguntungkan atau merugikan bagi investor.

Proses analisis penilaian saham secara "*top-down*" seperti dijelaskan diatas terdiri dari tiga tahapan yaitu sebagai berikut : ( Eduardus Tandelilin, 2001 : 210 )

#### 1. Analisa Ekonomi dan Pasar Modal

Analisis ekonomi adalah salah satu dari tiga analisis yang perlu dilakukan investor dalam penentuan keputusan investasinya. Tujuannya adalah membuat keputusan alokasi penginvestasian dana di beberapa negara atau dalam negeri dalam

bentuk saham, obligasi ataupun kas. Analisis ekonomi perlu dilakukan karena kecenderungan adanya hubungan yang kuat antara apa yang terjadi pada lingkungan ekonomi makro dan kinerja suatu pasar modal.

Siegel menyimpulkan adanya hubungan yang kuat antara harga saham dan kinerja ekonomi makro dan menemukan bahwa perubahan pada harga saham selalu terjadi sebelum terjadinya perubahan ekonomi ( Eduardus Tandililin, 2001 : 211 ). Mengapa demikian? Ada dua alasan yang mendasarinya. Pertama, harga saham yang terbentuk mencerminkan ekspektasi investor terhadap *earning*, deviden, maupun tingkat bunga yang akan terjadi. Hasil estimasi investor terhadap ketiga variabel tersebut akan menentukan berapa harga saham yang terjadi. Harga itu merefleksikan ekspektasi investor atas kondisi ekonomi di masa datang, bukan kondisi ekonomi saat ini. Kedua, kinerja pasar modal akan bereaksi terhadap perubahan-perubahan ekonomi makro seperti perubahan tingkat bunga, inflasi, ataupun jumlah uang yang beredar.

Lingkungan ekonomi makro adalah lingkungan yang mempengaruhi operasi perusahaan sehari-hari. Kemampuan investor dalam memahami dan meramalkan kondisi ekonomi makro di masa datang, akan sangat berguna di dalam pembuatan keputusan investasi yang menguntungkan. Berikut ini beberapa variabel ekonomi makro yang perlu diperhatikan investor yaitu :

a. Produk Domestik Bruto (PDB)

Pertumbuhan PDB yang cepat merupakan indikasi terjadinya pertumbuhan ekonomi. Jika pertumbuhan ekonomi membaik, maka daya beli masyarakat pun akan

meningkat dan ini merupakan kesempatan bagi perusahaan-perusahaan untuk meningkatkan penjualan dan memperoleh keuntungan dari kesempatan ini.

b. Tingkat Pengangguran

Tingkat pengangguran ini mencerminkan sejauh mana kapasitas operasi ekonomi suatu negara bisa dijalankan. Semakin besar tingkat tingkat pengangguran di suatu negara, berarti semakin besar kapasitas operasi ekonomi yang belum dimanfaatkan secara penuh. Jika hal ini terjadi maka tenaga kerja sebagai salah satu faktor produksi utama tidak termanfaatkan secara penuh.

c. Inflasi

Inflasi adalah kecenderungan terjadinya peningkatan harga produk-produk secara keseluruhan. Artinya, kondisi ekonomi mengalami permintaan atas produk yang melebihi kapasitas penawaran produknya, sehingga harga-harga cenderung mengalami kenaikan. Tingkat inflasi yang tinggi akan menyebabkan penurunan daya beli uang (*purchasing power of money*) dan mengurangi tingkat pendapatan riil yang diperoleh investor dari investasinya. Sebaliknya tingkat inflasi yang menurun, maka hal ini merupakan sinyal yang positif bagi investor seiring dengan turunnya risiko daya beli uang dan risiko penurunan pendapatan riil.

d. Tingkat Bunga

Tingkat bunga yang tinggi juga akan meningkatkan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan. Di samping itu tingkat bunga yang tinggi juga akan menyebabkan *return* yang disyaratkan investor dari suatu investasi akan meningkat.

## 2. Analisis Industri

Dalam analisis industri, investor mencoba membandingkan kinerja dari berbagai industri dengan tujuan untuk mengetahui jenis industri apa saja yang memberikan prospek paling menjanjikan ataupun sebaliknya. Analisis industri merupakan tahap penting yang perlu dilakukan investor, karena analisis tersebut dipercaya bisa membantu investor untuk mengidentifikasi peluang-peluang investasi dalam industri yang mempunyai karakteristik risiko dan *return* yang menguntungkan bagi investor.

Beberapa penelitian yang terkait dengan analisis industri, telah didokumentasikan oleh Reilly dan Brown menghasilkan kesimpulan-kesimpulan sebagai berikut : (Eduardus Tandililin, 2001: 222)

- 1) Studi mengenai kinerja tahunan industri, menunjukkan bahwa industri yang berbeda mempunyai tingkat *return* yang berbeda pula.
- 2) Tingkat *return* masing-masing industri berbeda di setiap tahunnya.
- 3) Tingkat *return* perusahaan-perusahaan di suatu industri yang sama, terlihat cukup beragam
- 4) Tingkat risiko berbagai industri juga beragam.
- 5) Tingkat risiko suatu industri relatif stabil sepanjang waktu.

Dari hasil penelitian tersebut kita dapat menyimpulkan bahwa analisis industri penting untuk dilakukan, baik untuk meminimalkan risiko ataupun untuk mengidentifikasi industri yang mempunyai prospek yang menguntungkan.

### 3. Analisis Perusahaan

Tahap terakhir dari analisis faktor-faktor fundamental adalah analisis perusahaan yang terkait dengan pertanyaan, “perusahaan manakah dalam industri terpilih yang mampu menawarkan keuntungan bagi kita?”. Dengan kata lain, saham-saham perusahaan manakah dalam industri terpilih yang paling menguntungkan bagi investor. Atau, saham-saham mana yang harga pasarnya lebih rendah dari nilai intrinsiknya, sehingga layak dibeli, serta saham-saham mana yang harga pasarnya lebih tinggi dari nilai intrinsiknya sehingga menguntungkan untuk dijual.

Untuk mengetahui apakah saham suatu perusahaan layak dijadikan pilihan investasi, maka sebelumnya kita harus melakukan analisis terhadap perusahaan bersangkutan. Hasil analisis tersebut harus bisa memberikan gambaran kepada kita tentang nilai perusahaan tersebut, karakteristik internalnya, kualitas perusahaan dan kinerja manajemennya, serta tentu saja prospek perusahaan di masa datang.

Hasil dari analisis tersebut mengharuskan kita untuk membandingkan nilai intrinsik saham perusahaan tersebut dengan nilai pasarnya. Jika nilai pasar lebih rendah dari nilai intrinsik, maka saham tersebut disebut sebagai saham yang *undervalued* dan layak dibeli. Sebaliknya, jika harga pasar saham lebih tinggi dari nilai intrinsik, maka saham tersebut tergolong sebagai saham yang *overvalued* dan layak dijual.

Dalam melakukan analisis perusahaan, investor harus mendasarkan pada dua komponen utama dalam analisis fundamental yaitu *earning per share (EPS)* dan *price*

*earning ratio* (P/E) perusahaan. Ada tiga alasan penggunaan dua komponen ini, yaitu sebagai berikut : (Eduardus Tandelilin, 2001: 232)

1. Pada dasarnya dua komponen tersebut bisa dipakai untuk mengestimasi nilai intrinsik suatu saham. Nilai intrinsik saham dapat dihitung dengan mengalikan kedua komponen tersebut, selanjutnya dibandingkan dengan harga pasar saham bersangkutan guna menentukan keputusan membeli atau menjual saham.
2. Dividen yang dibayarkan perusahaan pada dasarnya dibayarkan dari *earning*.
3. Adanya hubungan antara perubahan *earning* dengan perubahan harga saham.

Berdasarkan ketiga alasan tersebut, dilakukan beberapa penelitian empiris dan telah membuktikan adanya hubungan tersebut (seperti yang dilakukan oleh Elton dan Gruber, 1995)