

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Berikut ini akan diuraikan beberapa penelitian terdahulu beserta persamaan dan perbedaannya yang mendukung penelitian ini :

2.1.1 Kimie Harada dan Pascal Nguyel (2009)

Penelitian yang dilakukan oleh Kimie Harada dan Pascal Nguyel (2009), tentang “*Ownership concentration, agency conflicts, and dividend policy in Japan*”. Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis pengaruh konsentrasi kepemilikan di kebijakan dividen perusahaan Jepang.

Adapun variabel-variabel yang digunakan yaitu Kebijakan dividen yang diukur dengan dividen payout ratio dan dividen yield, Kepemilikan konsentrasi diukur dengan perkiraan Indeks Herdindahl, Profitabilitas diukur dengan *Return On Aset Operasi* (ROA), Peluang pertumbuhan adalah proksi oleh pasar dengan nilai buku aktiva (Q), Arus pertumbuhan diukur oleh persentase perubahan jumlah aktiva (GROW), Leverage keuangan (HUTANG) diukur dengan jangka panjang ditambah utang jangka pendek lebih dari total aktiva.

Hasil dari penelitian ini menyimpulkan bahwa perusahaan dengan kepemilikan konsentrasi tinggi cenderung melakukan pembayaran dividen yang lebih rendah, baik

dalam proporsi laba operasi dan dalam proporsi nilai buku ekuitas. Perusahaan dengan pemegang saham yang dominan lebih cenderung meningkatkan dividen jika hutang sudah tinggi dan kurang cenderung menghilangkan dividen ketika hutang semakin meningkat.

Persamaan yang terdapat pada penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah :

Meneliti struktur kepemilikan dalam menilai kebijakan dividen.

Perbedaan yang terdapat pada penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah :

- a. Pada penelitian terdahulu menggunakan dividen payout ratio dan dividen yield untuk mengukur kebijakan dividen, sedangkan pada penelitian sekarang menggunakan Dividen Per Share (DPS) untuk mengukur kebijakan dividen.
- b. Pada penelitian terdahulu menggunakan Kepemilikan konsentrasi diukur dengan perkiraan indeks Herfindahl untuk menguji struktur kepemilikan, sedangkan pada penelitian sekarang menggunakan struktur kepemilikan ditinjau dari *controlling shareholders* dan *non controlling shareholders* untuk menguji struktur kepemilikan.
- c. Pada penelitian terdahulu meneliti profitabilitas, sedangkan pada penelitian sekarang tidak meneliti profitabilitas.

2.1.2 Pratana Puspa Midiastuty, et al (2009)

Penelitian yang dilakukan oleh Pranata, Eddy, Rini, Elizabeth (2009) tentang “Analisis Kebijakan Dividen : Pengujian *Dividend Signaling Theory* dan *Rent Extraction Hypothesis*”. Tujuan penelitian ini adalah untuk informasi yang terkandung dalam pengumuman dividen dengan menggunakan *dividen signaling theory* dan *rent extraction hypothesis*. Dalam penelitian ini digunakan data sekunder yang diambil dari PPA UGM, *Indonesian Capital Market Directory* dan sumber-sumber lain yang terkait dengan penelitian.

Adapun variabel-variabel yang ada dalam penelitian ini adalah *Abnormal return*, Kebijakan dividen yang diwakili oleh *dividen per share*, Profitabilitas yang diukur oleh ROE, *Controlling shareholders*.

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa ketika perusahaan mengumumkan kenaikan dividen pasar akan meresponnya secara positif hal ini disebabkan karena pasar menganggap hal tersebut sebagai suatu sinyal yang baik, yang dianggap bahwa pada masa mendatang kondisi perusahaan cenderung membaik. Demikian pula ketika perusahaan mengumumkan penurunan dividen maka pasar akan meresponnya secara negatif, hal ini disebabkan karena investor menganggap hal tersebut sebagai suatu sinyal yang tidak baik, disinyalir bahwa pada masa mendatang kondisi keuangan perusahaan cenderung memburuk. Dari hasil pengujian untuk melihat apakah ada perbedaan reaksi pasar yang ditimbulkan oleh perusahaan yang memiliki *controlling shareholders* dan *non controlling shareholders*, diperoleh bahwa pada pengumuman

dividen meningkat maupun dividen menurun maka reaksi pasar yang ditimbulkan oleh perusahaan yang memiliki *controlling shareholders* dan *non controlling shareholders* adalah sama sehingga hasil penelitian ini tidak mendukung *Rent Extraction Theory* yang menyatakan bahwa pasar akan bereaksi positif pada pengumuman dividen meningkat dan juga pasar akan bereaksi negatif pada pengumuman dividen menurun yang didalamnya terdapat *controlling shareholders* atau perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi, sebagai sinyal kecenderungan *controlling shareholders* melakukan eksploitasi terhadap pemegang saham minoritas pada penelitian ini tidak terbukti.

Persamaan yang terdapat pada penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah :

- a. Meneliti tentang kebijakan dividen ditinjau dari dividen signaling theory
- b. Meneliti tentang kebijakan dividen ditinjau dari rent extraction hypothesis.

Perbedaan yang terdapat pada penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah :

- a. Pada penelitian terdahulu menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dengan periode pengamatan tahun 2002 sampai 2007, sedangkan penelitian sekarang menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar pada BEI dengan pengamatan 2005 sampai 2010.
- b. Pada penelitian terdahulu meneliti profitabilitas, sedangkan pada penelitian sekarang tidak meneliti profitabilitas.

2.1.3 Warner R Murhadi (2008)

Penelitian yang dilakukan oleh Warner R Murhadi (2008, tentang “Studi kebijakan dividen : Anteseden dan dampaknya terhadap Harga Saham”. Penelitian ini bertujuan untuk menguji teori signaling dividen pada kondisi pasar modal di Indonesia, penelitian ini juga melakukan pengujian teori keagenan.

Adapun variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah Harga, Saham, Dividen, Set kesempatan investasi, Aliran kas bebas, Tahapan daur hidup, Kepemilikan institusional, Regulasi

Hasil dari penelitian ini menyimpulkan bahwa dividen signaling theory berpengaruh positif terhadap harga saham, serta struktur kepemilikan yang diwakili oleh kepemilikan institusi memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham dimana semakin tinggi kepemilikan institusi akan memungkinkan terjadinya eksploitasi terhadap pemegang saham minoritas.

Persamaan yang terdapat pada penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah :

- a. Menguji tentang reaksi pasar dengan teori signaling dividen
- b. Menguji tentang reaksi pasar dengan struktur kepemilikan
- c. Mengukur abnormal return untuk menilai harga saham

Perbedaan yang terdapat pada penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah :

- a. Pada penelitian terdahulu menggunakan aliran kas bersih, tahapan daur hidup perusahaan untuk menguji reaksi pasar, sedangkan pada penelitian sekarang hanya menggunakan abnormal return untuk menguji reaksi pasar.
- b. Pada penelitian terdahulu menggunakan faktor – faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen seperti tahapan daur hidup perusahaan, set kesempatan investasi, sedangkan pada penelitian sekarang tidak menguji faktor - faktor yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen secara detail.
- c. Penelitian terdahulu menggunakan variabel control untuk melihat faktor – faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, sedangkan pada penelitian sekarang tidak menggunakan variabel control.

2.1.4 Suluh Pramastuti (2007)

Penelitian yang dilakukan oleh Suluh Pramastuti (2007) tentang “Analisis Kebijakan Dividen : Pengujian *Dividend Signaling Theory* dan *Rent Extraction Hypothesis*”. Tujuan penelitian ini adalah untuk informasi yang terkandung dalam pengumuman dividen dengan menggunakan *dividen signaling theory* dan *rent extraction hypothesis*. Dalam penelitian ini digunakan data sekunder yang diambil dari PPA UGM, *Indonesian Capital Market Directory* dan sumber-sumber lain yang terkait dengan penelitian.

Adapun variabel-variabel yang ada dalam penelitian ini adalah *Abnormal return*, Kebijakan dividen yang diwakili oleh *dividen per share*, Profitabilitas yang diukur oleh ROE, *Controlling shareholders*.

Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa ketika perusahaan mengumumkan kenaikan dividen pasar akan meresponnya secara positif hal ini disebabkan karena pasar menganggap hal tersebut sebagai suatu sinyal yang baik, yang dianggap bahwa pada masa mendatang kondisi perusahaan cenderung membaik. Demikian pula ketika perusahaan mengumumkan penurunan dividen maka pasar akan meresponnya secara negatif, hal ini disebabkan karena investor menganggap hal tersebut sebagai suatu sinyal yang tidak baik, disinyalir bahwa pada masa mendatang kondisi keuangan perusahaan cenderung memburuk. Dari hasil pengujian untuk melihat apakah reaksi pasar memiliki hubungan dengan konsentrasi kepemilikan *controlling shareholders*, diperoleh bahwa pada pengumuman dividen meningkat maupun (dividen menurun) maka reaksi pasar akan berkorelasi positif (negatif) dengan konsentrasi kepemilikan *controlling shareholders* sehingga hasil penelitian ini mendukung *Rent Extraction Theory* yang menyatakan bahwa pasar akan bereaksi positif pada pengumuman dividen meningkat dan juga pasar akan bereaksi negatif pada pengumuman dividen menurun yang didalamnya terdapat *controlling shareholders* atau perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi, sebagai sinyal kecenderungan *controlling shareholders* melakukan eksploitasi terhadap pemegang saham minoritas pada penelitian ini terbukti.

Persamaan yang terdapat pada penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah :

- a. Meneliti tentang kebijakan dividen ditinjau dari Dividen Signaling Theory
- b. Meneliti tentang kebijakan dividen ditinjau dari Rent Extraction Hypothesis.

Perbedaan yang terdapat pada penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah :

- a. Pada penelitian terdahulu menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ dengan periode pengamatan tahun 2002 sampai 2007, sedangkan penelitian sekarang menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar pada BEI dengan pengamatan 2005 sampai 2010.
- b. Pada penelitian terdahulu menguji *Rent Extraction Hypothesis* berdasarkan hubungan reaksi pasar akan memiliki hubungan positif dengan konsentrasi kepemilikan *controlling shareholders*, sedangkan pada penelitian sekarang menguji berdasarkan adanya perbedaan reaksi pasar yang ditimbulkan oleh perusahaan yang memiliki *controlling shareholders* dan *non controlling shareholders*.
- c. Pada penelitian terdahulu meneliti profitabilitas, sedangkan pada penelitian sekarang tidak meneliti profitabilitas.

2.1.5 Mancinelli dan Ozkan Aydin (2006)

Penelitian yang dilakukan oleh Luciana Mancinelli dan Ozkan Aydin (2006), yang meneliti tentang “*Ownership Structure and Dividend Policy : Evidence From Italian Firms*”. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk melihat hubungan antara kebijakan dividen dilihat dari struktur kepemilikan dengan menggunakan *rent extraction hypothesis*. Penelitian ini menggunakan sampel dari 139 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Milan. Penelitian ini memilih Italia karena menyediakan

contoh negara hukum perdata di mana tingkat konsentrasi kepemilikan adalah tinggi dan ada cukup banyak risiko pengambilalihan pemegang saham minoritas yang besar.

Adapun variabel-variabel yang digunakan oleh penelitian tersebut yaitu Dividen yang dibayarkan diukur dengan menggunakan dividen / laba rasio, dan dividen / kapitalisasi pasar rasio. Struktur kepemilikan, Variabel control.

Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa kebijakan dividen cenderung dikuasai oleh pemegang saham mayoritas.

Persamaan yang terdapat pada penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah :

- a. Meneliti tentang *Rent extraction hypothesis*
- b. Menggunakan variabel dividen

Perbedaan yang terdapat pada penelitian terdahulu dengan penelitian sekarang adalah :

- a. Pada penelitian terdahulu menggunakan sampel 139 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Milan. Sedangkan penelitian sekarang menggunakan sampel yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode 2005 – 2010.
- b. Pada peneliti terdahulu meneliti kebijakan dividen menggunakan dividen payout rasio untuk menilai hubungan struktur kepemilikan dengan kebijakan dividen. Sedangkan pada penelitian sekarang meneliti kebijakan dividen ditinjau dari struktur kepemilikan yang diukur dengan reaksi pasar terhadap peningkatan atau penurunan dividen.

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Pengertian Saham

Wujud saham adalah selembar kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas tersebut adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan surat berharga tersebut. Sehingga Saham merupakan surat bukti kepemilikan suatu perusahaan. Porsi kepemilikan ditentukan oleh seberapa besar penyertaan yang ditanamkan di perusahaan tersebut. Ada dua jenis saham yaitu saham biasa dan saham preferen, saham biasa adalah saham yang menghasilkan dividen yang pembagiannya setelah dividen untuk saham preferen. Saham preferen adalah saham yang memiliki hak prioritas dalam mendapatkan dividen. Pemilik saham preferen biasanya pemilik perusahaan pertama.

Manfaat kepemilikan suatu perusahaan adalah :

1. Dividen (dividend), yaitu bagian dari keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham.
2. Perolehan modal (Capital gain), yaitu keuntungan yang diperoleh karena perbedaan antara harga beli dan harga jual dari suatu efek, terjadi bila harga jual lebih besar dari harga beli.
3. Manfaat bukan finansial, yaitu timbulnya kebanggaan dan kekuasaan karena memperoleh hak suara dalam menentukan jalannya suatu perusahaan.

Dalam penilaian saham dikenal empat nilai, diantaranya yaitu :

1. Nilai Nominal (*Par Value*) adalah nilai saham yang tertera pada sertifikat saham dan ditentukan oleh perusahaan emiten.
2. Nilai Buku (*Book Value*) adalah nilai saham yang ditunjukkan dalam neraca.
3. Nilai Pasar (*Market Value*) adalah nilai saham yang terjadi karena adanya permintaan dan penawaran di Bursa Efek.
4. Nilai Intrinsik (*Intrinsic Value*) adalah nilai sebenarnya suatu saham yang ditentukan oleh faktor fundamental.

2.2.2 Harga Saham

Harga saham merupakan harga pasar atau sekuritas saham yang terjadi karena adanya interaksi antara permintaan dan penawaran pasar, yang ditentukan oleh aktiva yang dimiliki. Harga saham di pasar juga dipengaruhi oleh banyak faktor, seperti manajemen perusahaan, pendapatan saat ini, pendapatan dimasa yang akan datang serta lingkungan yang dapat mempengaruhi pasar modal. Harga pembukaan adalah harga pertama kali saat bursa efek di buka. Harga perdana adalah harga suatu saham pada saat pertama kali dikeluarkan untuk ditawarkan ke masyarakat. (Gitman, 2003).

2.2.3 Pengertian Pasar Modal

Menurut Pandji (2001) pasar modal merupakan suatu bidang usaha perdagangan surat berharga seperti saham, sertifikat saham, dan obligasi.

Efisiensi pasar adalah efisiensi pasar merupakan hubungan antara harga – harga sekuritas dengan informasi.

Bentuk efisiensi pasar ada 2 yaitu, efisiensi pasar secara informasi dan efisiensi pasar secara keputusan. Bentuk dari efisiensi pasar berdasarkan informasi yaitu efisiensi pasar bentuk lemah, efisiensi pasar bentuk setengah kuat, efisiensi pasar bentuk kuat (Jogiyanto, 2000).

2.2.4 Bentuk Efisiensi Pasar

Menurut Jogiyanto (2000) bentuk efisiensi pasar adalah

1. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah
menyatakan bahwa data masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Jadi investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.
2. Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat
jika harga – harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan termasuk informasi yang berada di laporan – laporan keuangan perusahaan yang mengeluarkan surat berharga. Jadi investor dapat menggunakan informasi yang dipublikasikan untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal dalam jangka panjang.
3. Efisiensi Pasar Bentuk Kuat
harga – harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Sehingga tidak ada individual investor yang memperoleh keuntungan tidak normal karena memiliki informasi privat.

2.2.5 Pengertian Dividen

Menurut Gitman (2003) dividen kas yang dibayarkan merupakan penilaian investor atas suatu saham. *Retained earnings* (saldo laba) adalah salah satu bentuk pendanaan internal, maka keputusan mengenai dividen dapat mempengaruhi kebutuhan pendanaan eksternal perusahaan. Dengan demikian, semakin besar dividen kas yang dibayarkan oleh perusahaan, maka semakin besar pula jumlah pendanaan eksternal yang dibutuhkan melalui pinjaman hutang atau penjualan saham.

Pendefinisian dividen yang senada diungkapkan oleh Ross et al dalam Dini (2009), yang menyatakan bahwa dividen adalah suatu bentuk pembayaran yang dilakukan oleh perusahaan kepada para pemiliknya, baik dalam bentuk kas maupun saham. Dividen dikatakan juga sebagai “komponen pendapatan” dari return investasi pada saham.

Pembagian dan penentuan dividen ditentukan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Dividen yang dibayarkan oleh perusahaan umumnya selalu mengalami perubahan yang disebabkan oleh kondisi serta kebijakan pembagian dividen perusahaan.

2.2.6 Jenis-Jenis Dividen

Jenis-jenis dividen yang dibagikan oleh perusahaan yaitu :

1. Dividen Kas (*Cash Dividend*)

Dividen yang dibagikan kepada para investor berupa kas.

2. Dividen Aktiva (*Property Dividend*)

Adalah suatu pendistribusian sebagian keuntungan kepada para pemegang saham yang dibagikan dalam bentuk aktiva selain kas. Biasanya aktiva yang dibagikan berbentuk surat-surat berharga perusahaan lain yang dimiliki oleh perusahaan, barang dagangan atau aktiva-aktiva lain.

3. Dividen Utang (*Scrip Dividend*)

Apabila laba yang ditahan oleh perusahaan jumlahnya mencukupi sehingga perusahaan harus mengeluarkan slip dividen yaitu janji tertulis untuk membayar sejumlah dividen tertentu di waktu yang akan datang.

4. Dividen Likuidasi (*Liquidating Dividend*)

Apabila perusahaan membagi dividen likuidasi, maka para pemegang saham harus diberitahu mengenai jumlah pembagian laba dan beberapa jumlah yang merupakan pengembalian modal.

5. Dividen Saham (*Stock Dividend*)

Yaitu pembayaran dividen dalam bentuk saham. Biasanya perusahaan membayar dividen saham sebagai pengganti dividen kas.

2.2.7 Pengertian Kebijakan Dividen

Menurut Gitman (2003) definisi kebijakan dividen sebagai suatu perencanaan tindakan perusahaan yang harus dituruti ketika keputusan dividen harus dibuat, sedangkan Lee dan Finerty (1990) dalam Dini (2009) mengartikan kebijakan dividen sebagai suatu keputusan perusahaan apakah akan membagikan *earnings* yang

dihasilkan kepada para pemegang saham atau akan menahan *earnings* untuk kegiatan reinvestasi dalam perusahaan. Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga dapat memaksimalkan harga saham perusahaan.

Manajemen mempunyai 2 alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih sesudah pajak (EAT) perusahaan yaitu, dibagi kepada para pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen dan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan. Pembuat keputusan tentang dividen ini disebut kebijakan dividen (*dividen policy*).

2.2.8 Teori Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen masih merupakan masalah yang mengundang perdebatan, ada tiga pandangan dasar menurut (Eugene dan Joel, 2001) :

1. Ketidak relevan Dividen

Ada yang menganggap bahwa pengumuman dividen akan mempengaruhi harga saham karena mereka menganggap bahwa dividen itu penting, ada pula yang menganggap kebijakan dividen akan memberikan suatu pikiran yang tak menentu sehingga mereka akan menafsirkan atau mendefinisikan apa yang dimaksud dengan kebijakan dividen sehingga timbul pertanyaan bahwa hubungan harga saham dan pengumuman dividen hanya sebuah ilusi.

Suatu teori menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan maupun biaya modal (Miller dan

Modigliani, 1961). Nilai perusahaan tergantung pada bagaimana perusahaan mendapatkan laba yang dihasilkan aktiva bukan bagaimana pendapatan tersebut dibagi menjadi dividen dan laba ditahan. Pembayaran dividen akan mempengaruhi harga saham jika pemegang saham tak memiliki jalan lain untuk menerima pendapatan dari investasi.

2. Dividen yang tinggi meningkatkan nilai saham

Manajemen dapat mengontrol dividen tetapi tidak dapat mendikte harga saham. Disini nilai dividen lebih tinggi dari perolehan modal. Pandangan ini, yang mengatakan bahwa dividen lebih pasti dari perolehan modal disebut "*bird in the hand theory*" (Gordon dan Lintner, 1962).

3. Dividen rendah meningkatkan nilai saham

Dividen akan merugi nilai investor karena didasarkan pada perbedaan perlakuan pajak atas pendapatan dividen dibayarkan saat dividen diterima, sementara pajak atas apresiasi harga (perolehan modal) ditunda hingga saham benar-benar dijual. Maka dalam pertimbangan pajak sebagian besar investor lebih suka menahan perolehan harga perusahaan dari pada pembayaran dividen tunai.

2.2.9 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Faktor lain yang mempengaruhi manajemen dalam menentukan kebijakan dividen, yaitu :

1. Perjanjian Hutang

Pada umumnya perjanjian hutang antara perusahaan dengan kreditor membatasi pembayaran dividen.

2. Pembatasan dari Saham Preferen

Tidak ada pembayaran dividen untuk saham biasa jika dividen saham preferen belum dibayar.

3. Tersedianya Kas

Dividen berupa uang tunai (cash dividend) hanya dapat dibayar jika tersedianya uang tunai yang cukup. Jika likuiditas baik, perusahaan dapat membayar dividen.

4. Pengendalian

Jika manajemen ingin mempertahankan kontrol terhadap perusahaan, ia cenderung untuk segan menjual saham baru sehingga lebih suka menahan laba guna memenuhi kebutuhan dana baru. Akibatnya dividen yang dibayar menjadi kecil. Faktor ini menjadi penting pada perusahaan yang relatif kecil.

5. Kebutuhan dana untuk investasi

Sumber dana baru yang merupakan modal sendiri (*equity*) dapat berupa penjualan saham baru dan laba ditahan. Manajemen cenderung memanfaatkan laba ditahan karena penjualan saham baru menimbulkan biaya peluncuran saham (*flotation cost*). Oleh karena itu semakin besar kebutuhan dana investasi, semakin kecil dividen payout ratio.

6. Fluktuasi Laba

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

2.2.10 Kandungan Informasi Dividen

Menurut Setyo HW (2001) dalam Pandji Anoraga (2001) mendefinisikan informasi adalah data yang diolah menjadi bentuk yang lebih berarti bagi penerimaannya dan bermanfaat dalam pengambilan keputusan saat ini atau di masa yang akan datang. Informasi yang dibutuhkan dalam pengambilan keputusan investasi harus memiliki sifat sebagai berikut :

a) Relevan

Informasi yang relevan adalah informasi yang berhubungan dengan tindakan yang direncanakan untuk dicapai.

b) Akurat

Sifat ini berkaitan dengan pengukuran dan pemrosesan. Informasi yang bebas dari kesalahan adalah informasi yang akurat yang akhirnya mempengaruhi pada kualitas informasi tersebut.

c) Jelas

Sifat ini berhubungan dengan kemampuan pemakai untuk dapat menangkap pesan yang disampaikan. Informasi akan bermanfaat jika dapat dimengerti makna yang terkandung di dalamnya.

d) Tepat waktu

Ketepatan waktu ini berkaitan dengan umur informasi. Umur informasi mempengaruhi kualitas informasi. Kandungan informasi dividen menyatakan bahwa pembayaran dividen menginformasikan kepada pasar pandangan manajemen terhadap prospek masa depan perusahaan.

2.2.11 Pengukuran Perubahan Dividen

Perubahan dividen perusahaan dapat diketahui melalui tanggal pengumuman dividen. Tanggal pengumuman dividen adalah tanggal yang dikeluarkan oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) untuk mengumumkan pembagian dividen kas yang kemudian dipublikasikan pada laporan keuangan tahunan di Bursa Efek Indonesia. Perubahan dividen perusahaan dapat dituliskan sebagai berikut :

$$\Delta \text{DPS} = \frac{\text{DPS}_t - \text{DPS}_{t-1}}{\text{DPS}_{t-1}} \times 100\% \dots\dots\dots(1)$$

DPS, adalah nilai *dividen per share* pada periode pengamatan sedangkan DPS_{t-1} adalah nilai *dividend per share* pada periode sebelumnya.

Dimana :

Bila Δ DPS lebih besar dari nol atau positif, maka dikategorikan sebagai dividen naik.

Bila Δ DPS lebih kecil dari nol atau negatif, maka dikategorikan sebagai dividen menurun.

Sedangkan bila Δ DPS nol dapat dikategorikan perusahaan tersebut mengumumkan dividen tetap.

2.2.12 Dividend Signaling Theory

Dividend signaling theory berdasarkan pada asumsi bahwa dividen diperlukan untuk memberikan informasi positif dari pihak internal yang mempunyai informasi yang lengkap tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya kepada investor yang kurang memiliki informasi tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya.

Dividend signaling theory diperkenalkan oleh Ross (1977) kemudian dikembangkan oleh Bhattachary (1979), Miller dan Rock (1985) serta John dan William (1985). Ross dalam Mulyati (2003) berpendapat bahwa manajer sebagai orang dalam yang mempunyai informasi yang lengkap tentang arus kas perusahaan, akan memilih untuk menciptakan isyarat yang jelas mengenai masa depan perusahaan apabila mereka mempunyai dorongan yang tepat untuk melakukannya. Ross membuktikan bahwa kenaikan pada dividen yang dibayarkan dapat menimbulkan isyarat yang jelas kepada pasar bahwa prospek perusahaan telah mengalami kemajuan.

Menurut Eugene dan Joel (2001) teori ini menjelaskan investor menganggap bahwa kebijakan dividen yang dilakukan manajemen perusahaan tersebut mempunyai prospek bagus dimasa yang akan datang. Di berbagai bidang seperti keuangan, ekonomi dan akuntansi hubungan antara kebijakan dividen dan harga saham telah dijadikan topik untuk diteliti.

Dividend signaling theory menjelaskan bahwa informasi tentang dividen yang dibayarkan digunakan oleh investor sebagai sinyal perusahaan tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang. Modigliani dan Miller dalam (Suluh, 2007) menyatakan bahwa perusahaan hanya akan meningkatkan dividen apabila prospek keuntungan dimasa depan lebih baik atau paling tidak dalam kondisi stabil.

Menurut Asquith dan Mullins dalam (Hadri Kusuma, 2006) menyatakan bahwa adanya pengaruh positif kebijakan pembayaran dividen terhadap harga saham disebabkan adanya mekanisme yang dapat mengkomunikasikan informasi manajemen mengenai kinerja perusahaan saat ini dan masa datang.

Menurut Ross (1977) dalam (Mulyati, 2003) terdapat 4 syarat yang perlu diperhatikan dalam mengoptimalkan kebijakan dividen sebagai sinyal, yaitu :

1. Manajemen harus selalu memiliki insentif yang sesuai untuk mengirimkan sinyal yang jujur, meskipun beritanya buruk.
2. Sinyal dari perusahaan yang sukses tidak mudah diikuti oleh pesaingnya yaitu perusahaan yang kurang sukses.

3. Sinyal itu harus memiliki hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang diamati (misalnya pembagian dividen yang tinggi pada masa sekarang akan dihubungkan dengan arus kas yang tinggi pula di masa mendatang).
4. Tidak ada cara menekan biaya yang lebih efektif dari pada pengiriman isyarat yang sama.

2.2.13 Return dan Abnormal Return

Menurut Jones (2002) pada umumnya return dibagi menjadi dua yaitu *return* sesungguhnya (*realized return*) dan *return* yang diharapkan (*expected return*). Return sesungguhnya adalah return yang telah diterima oleh investor, sedangkan return yang ingin dapat diterima oleh investor pada masa yang akan datang, *return* yang diharapkan hanya sebuah prediksi yang dibuat oleh investor dapat lebih besar atau kecil dari *return* yang diharapkan.

Abnormal return adalah selisih antara *actual return* dan *expected return*. Perhitungan abnormal return dengan menggunakan pendekatan single indeks model, mean adjusted model, dan market model dapat dirumuskan dengan persamaan :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \dots\dots\dots(2)$$

Keterangan :

AR_{it} = Abnormal return dari saham i pada periode t

R_{it} = Actual return dari saham i pada periode t

$E(R_{it})$ = Expected return dari sekuritas i

Untuk perhitungan abnormal return dengan menggunakan market adjusted model tidak diperlukan expected return karena pendekatan ini menganggap bahwa penduga terbaik untuk mengestimasi return suatu sekuritas adalah index return atau return pasar (R_{mt}) pada saat tersebut. Jadi return sekuritas yang diestimasi dalam model ini sama dengan return pasar, sehingga persamaan yang digunakan dalam mencari abnormal return adalah :

$$A_{rit} = R_{it} - R_{mt} \dots\dots\dots(3)$$

Keterangan :

A_{Rit} = Abnormal return dari saham i pada periode t

R_{it} = Actual return dari saham i pada periode t

R_{mt} = Return pasar

Return pasar merupakan rata-rata tingkat keuntungan dari seluruh saham yang beredar di pasar modal, dimana parameter dari return saham ini dapat diwakili oleh perubahan harga saham yang dapat dilihat dari indeks harga saham gabungan (IHSG) yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI). IHSG merupakan data lazim yang digunakan sebagai indikator dari naik atau turunnya harga saham secara keseluruhan di pasar modal Indonesia. Return pasar dapat dihitung dengan persamaan :

$$R_{mt} = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / IHSG_{t-1} \dots\dots\dots(4)$$

Keterangan :

R_{mt} = Return saham pada periode t

$IHSG_t$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada periode t

$IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Saham Gabungan pada periode t-1

Cumulative Abnormal Return adalah seluruh saham harian dari Abnormal Return (AR) yang dihitung dengan menggunakan persamaan :

$$CAR = \sum AR_{it} \dots \dots \dots (5)$$

Rata-rata abnormal return seluruh saham harian selama periode peristiwa dapat dihitung dengan persamaan :

$$AAR_{it} = \dots \dots \dots (6)$$

Penjumlahan secara kumulatif dari rata-rata abnormal return pada periode t (CAARt) diperoleh dengan persamaan :

$$CAARt = \dots \dots \dots (7)$$

Keterangan :

AAR_{it} = AAR_t dari saham pada periode t

CAAR_t = CAAR_t dari saham ada periode t

AR_{it} = Pendapatan abnormal saham i pada periode t

N = Jumlah observasi

2.2.14 Free Cash Flow

White et al (2009) dalam Dini (2009) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas diskresioner yang tersedia bagi perusahaan. *Free cash flow* adalah kas dari aktivitas operasi dikurangi *capital expenditures* yang dibelanjakan perusahaan untuk memenuhi kapasitas produksi saat ini. *Free cash flow* dapat digunakan untuk penggunaan diskresioner seperti akuisisi dan pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan (*growth-oriented*), pembayaran hutang, dan pembayaran kepada

pemegang saham baik dalam bentuk dividen. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang, dan dividen.

Namun dengan adanya *free cash flow* ini dapat menyebabkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Dengan kata lain, para manajer mempunyai kecenderungan untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik yang lain karena mereka menerima manfaat yang penuh dari kegiatan tersebut tetapi kurang mau menanggung risiko dari biaya yang dikeluarkan.

Ross et al (2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap. Bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, *free cash flow* akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan dan yang tidak (Uyara dan Tuasikal, 2003).

Free cash flow dikatakan mempunyai kandungan informasi bila *free cash flow* memberi signal bagi pemegang saham. Dapat dikatakan pula bahwa *free cash flow* yang mempunyai kandungan informasi menunjukkan bahwa *free cash flow* mampu mempengaruhi hubungan antara rasio pembayaran dividen dan pengeluaran modal dengan *earnings response coefficients* (Uyara dan Tuasikal, 2003).

2.2.15 Rent Extraction Hypothesis

Perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia umumnya memiliki struktur kepemilikan saham yang lebih terkonsentrasi, yang artinya dapat dikatakan bahwa pendiri perusahaan dapat juga menduduki jabatan penting dalam perusahaan tersebut. Sedangkan saham-saham yang ada di Bursa Efek Indonesia umumnya dijual kepada masyarakat luas. Jadi banyak sekali pihak yang memiliki saham namun biasanya pemilik atau pihak lain memiliki atau saham dalam prosentase yang besar, misalnya di atas 50%. Pemegang saham mayoritas mempunyai kendali yang penuh atas perusahaan. Merekalah yang berhak mengangkat para pengurus perusahaan dan mengendalikan perusahaan tersebut dan mengambil keputusan-keputusan penting bagi perusahaan tersebut, salah satunya adalah memutuskan berapa keuntungan yang boleh dibagikan sebagai dividen dan sebaliknya. Tetapi pemberian dividen ini pun secara mutlak diputuskan oleh pemegang saham pengendali, dan biasanya hanya sebagian kecil dari keuntungan yang dibagikan, dan itu pun tidak secara rutin. Pemegang saham minoritas bahkan hanya mempunyai informasi yang sangat terbatas mengenai apa yang sedang terjadi di dalam perusahaan tersebut dibandingkan dengan yang dimiliki oleh pemegang saham mayoritas.

Hal inilah yang menjadi dasar dari teori *rent extraction hypothesis* yang menyatakan bahwa pasar akan beraksi positif pada pengumuman peningkatan dividen pada perusahaan-perusahaan yang di dalamnya terdapat *controlling shareholders* atau perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi, dimana peningkatan pembayaran

dividen yang mengakibatkan pasar bereaksi positif dianggap sebagai sinyal ketidakinginan dari *controlling shareholders* untuk melakukan tindakan-tindakan yang dapat merugikan pemegang saham minoritas, sebaliknya pasar akan bereaksi negatif pada pengumuman penurunan dividen, pada perusahaan-perusahaan yang didalamnya terdapat *controlling shareholders* atau perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi, dimana menandakan sinyal kecenderungan *controlling shareholders* melakukan tindakan yang merugikan pemegang saham minoritas Gugler dan Yurtoglu, 2003 (dalam Pratana, 2009).

2.2.16 Controlling Shareholders dan Non Controlling Shareholders

Controlling shareholders adalah pemegang saham mayoritas yang memiliki hak kepemilikan di atas 50% dan memiliki hubungan keluarga yang ditunjukkan dengan besarnya persentase yang saling berdekatan namun kurang dari 50% dan dianggap mempunyai kendali terhadap perusahaan tersebut.

Sedangkan *non controlling shareholders* adalah pemegang saham minoritas yang memiliki hak kepemilikan dibawah 50% dan dianggap kurang mempunyai kendali terhadap perusahaan tersebut.

2.2.17 Hubungan antara Reaksi Pasar dengan Rent Extraction Hypothesis

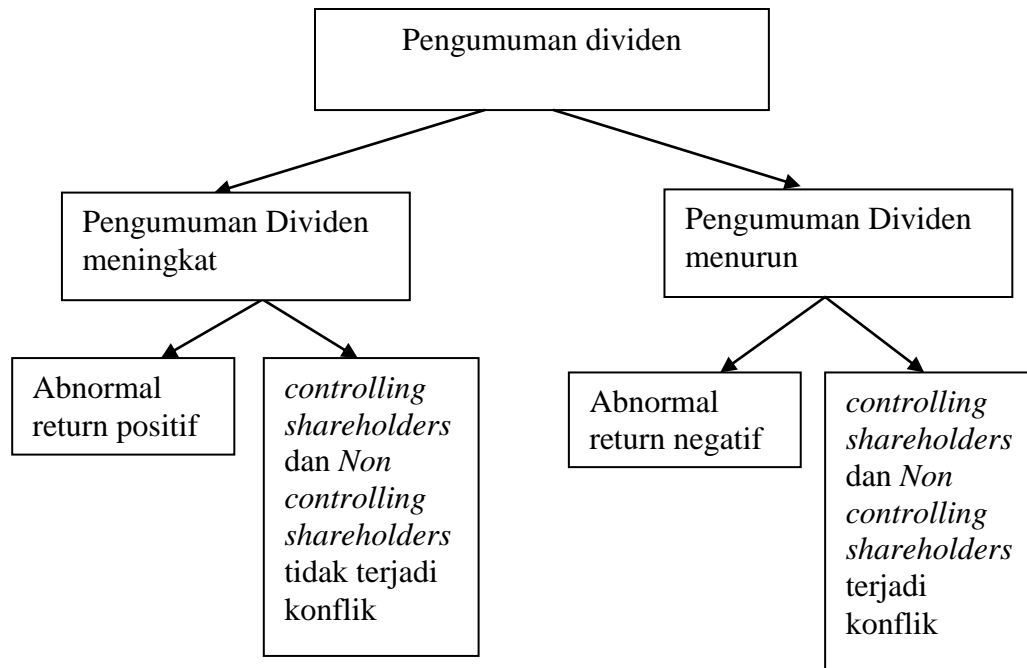
Perusahaan-perusahaan di Indonesia cenderung memiliki pemegang saham dalam bentuk institusi bisnis seperti Perseroan Terbatas yang terkadang merupakan representasi dari pendiri perusahaan. Dapat dikatakan bahwa pada umumnya

perusahaan di Indonesia bersifat *owner-controlled firms* sehingga dalam keadaan yang demikian konflik keagenan yang terjadi bukanlah antara manajer dan pemegang saham melainkan antara pemegang saham mayoritas (*controlling shareholders*) dan pemegang saham minoritas. Karakteristik ini banyak dijumpai untuk perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek di Indonesia dan di Korea, menurut Husnan, (2001) dalam Suluh (2007).

Hal inilah yang akan mendukung adanya *rent extraction hypothesis* yang menyatakan bahwa reaksi pasar akan positif terhadap peningkatan dividen bila pasar cenderung menginterpretasikan kenaikan dividen pada perusahaan-perusahaan yang didalamnya terdapat (*controlling shareholders*) dan *non controlling shareholders* (pemegang saham minoritas) sebagai sinyal ketidakinginan dari *controlling shareholders* untuk melakukan tindakan yang dapat merugikan pemegang saham minoritas. Kenyataan ini membuktikan bahwa dengan adanya kebijakan dividen yang tinggi menjadi sinyal yang baik bagi investor minoritas karena menandakan bahwa keinginan manajer yang pada dasarnya adalah pihak yang sama dengan *controlling shareholders* untuk melakukan investasi yang dapat menimbulkan konflik semakin berkurang.

2.3 Kerangka Pemikiran

Dalam penelitian ini bertujuan untuk menguji secara empiris hubungan antara reaksi pasar terhadap *signaling theory* dan *rent extraction hypothesis*.



Gambar 2.1
Kerangka pemikiran

Pasar akan bereaksi positif dengan adanya pengumuman dividen meningkat yang ditandai dengan abnormal return yang positif, pasar pun akan bereaksi negatif apabila pengumuman dividen yang menurun dengan abnormal return yang negatif. Dalam hal ini dikarenakan dividen dianggap memiliki kandungan informasi dari suatu perusahaan.

Berdasarkan *dividend signaling theory*, peningkatan dividen akan mengakibatkan pasar bereaksi positif bila pasar cenderung menganggap peningkatan dividen merupakan salah satu sinyal yang mencerminkan perusahaan tersebut memiliki prospek yang baik dimasa yang akan datang, pasar pun akan bereaksi

negatif apabila perusahaan menurunkan dividen karena hal ini dianggap sebagai sinyal yang menunjukkan bahwa prospek perusahaan tersebut kurang baik. *Rent extraction hypothesis* menyatakan bahwa pasar akan bereaksi positif pada peningkatan dividen dan pasar akan bereaksi negatif pada penurunan dividen serta menginterpretasikan sebagai sinyal ketidakinginan *controlling shareholders* untuk melakukan tindakan yang dapat merugikan pemegang saham minoritas dan juga sebaliknya pada pengumuman penurunan dividen.

2.4 Hipotesis

- H1a Reaksi pasar yang diukur dengan abnormal return akan positif pada pengumuman dividen yang meningkat pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2005-2010.
- H1b Reaksi pasar yang diukur dengan abnormal return akan negatif pada pengumuman dividen yang menurun pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2005-2010.
- H2a Ada perbedaan antara reaksi pasar yang ditimbulkan oleh perusahaan yang memiliki *controlling shareholders* dengan reaksi pasar yang ditimbulkan oleh perusahaan yang tidak memiliki *controlling shareholders* pada pengumuman dividen yang meningkat pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2005-2010.

H2b Ada perbedaan antara reaksi pasar yang ditimbulkan oleh perusahaan yang memiliki *controlling shareholders* dengan reaksi pasar yang ditimbulkan oleh perusahaan yang tidak memiliki *controlling shareholders* pada pengumuman dividen yang menurun pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2005-2010.