

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **2.1. Pasar Modal**

Pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual saham atau mengeluarkan obligasi. Untuk menarik pembeli dan penjual untuk berpartisipasi, pasar modal harus bersifat likuid dan efisien. Suatu pasar modal dikatakan likuid jika penjual dapat menjual dan pembeli dapat membeli surat-surat berharga dengan cepat. Pasar modal dikatakan efisien jika harga dari surat-surat berharga mencerminkan nilai dari perusahaan secara akurat (Jogiyanto, 2009).

Jika pasar modal efisien, harga dari surat berharga juga mencerminkan penilaian dari investor terhadap prospek laba perusahaan di masa mendatang serta kualitas dari manajemennya. Jika calon investor meragukan kualitas dari manajemen, keraguan ini dapat tercermin di harga surat berharga yang turun. Dengan demikian pasar modal dapat digunakan sebagai sarana secara tidak langsung pengukur kualitas manajemen. Pasar modal juga mempunyai fungsi sarana alokasi dana yang produktif untuk memindahkan dana dari pemberi pinjaman ke peminjam (Jogiyanto, 2009).

#### **2.2 Manfaat Peranan Pasar Modal**

Pasar modal memberikan banyak manfaat, diantaranya (Darmadji dan Fakhruddin, 2006):

1. Menyediakan sumber pendanaan atau pembiayaan (jangka panjang) bagi dunia usaha sekaligus memungkinkan alokasi sumber dana secara optimal.
2. Memberikan wahana investasi bagi investor sekaligus memungkinkan upaya diversifikasi.
3. Menyediakan indikator utama (*leading indicator*) bagi tren ekonomi negara.
4. Memungkinkan penyebaran kepemilikan perusahaan sampai lapisan masyarakat menengah.
5. Menciptakan lapangan kerja/profesi yang menarik.
6. Memberikan kesempatan memiliki perusahaan yang sehat dengan prospek yang baik.
7. Alternatif investasi yang memberikan potensi keuntungan dengan risiko yang bisa diperhitungkan melalui keterbukaan, likuiditas, dan diversifikasi investasi.
8. Membina iklim keterbukaan bagi dunia usaha dan memberikan akses kontrol sosial.
9. Mendorong pengelolaan perusahaan dengan iklim terbuka, pemanfaatan manajemen profesional, dan penciptaan iklim berusaha yang sehat.

### **2.3. Jenis-Jenis Saham**

Ditinjau dari segi kemampuan dalam hak tagih atau klaim, maka saham terbagi atas (Darmadji dan Fakhrudin, 2006):

1. Saham biasa (*common stock*) yaitu saham yang menenpatkan pemiliknyaa paa posisi paling junior dalam pembagian dividen dan hak atas harta kekayaan perusahaan apabila perusahaan tersebut dilikuidasi.
2. Saham preferen (*preffered stock*), yaitu saham yang memiliki karakteristik gabungan antara obligasi dan saham biasa, karena bisa menghasilkan pendapatan tetap (seperti bunga obligasi) tetapi juga bisa tidak mendatangkan hasil seperti yang dikehendaki investor. Saham preferen serupa dengan saham biasa karena dua hal, yaitu: (1) mewakili kepemilikan ekuitas dan diterbitkan tanpa tanggal jatuh tempo yang tertulis di atas lembaran saham tersebut, (2) membayar dividen. Persamaan antara saham preferen dengan obligasi terletak pada tiga hal: (1) ada klaim atas laba dan aktiva sebelumnya, (2) dividennya tetap selama masa berlaku (hidup) dari saham, dan (3) memiliki hak tebus serta dapat dipertukarkan (*convertible*) dengan saham biasa. Oleh karena saham preferen diperdagangkan berdasarka hasil yang ditawarkan kepada investor, maka secara praktis saham preferen dipandang sebagai surat berharga dengan pendapatan tetap dan karena itu akan bersaing dengan obligasi di pasar. Walaupun demikian, obligasi perusahaan menduduki tempat yang lebih senior dibanding dengan saham preferen.

#### **2.4. Keuntungan Membeli Saham**

Pada dasarnya, ada dua keuntungan yang diperoleh investor dengan membeli atau memiliki saham , yaitu (Darmadji dan Fakhruddin, 2006):

## 1. Dividen

Dividen adalah pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Dividen diberikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam RUPS. Investor yang berhak menerima dividen adalah investor yang memegang saham hingga batas waktu yang ditentukan oleh perusahaan pada saat pengumuman dividen. Umumnya dividen merupakan salah satu daya tarik bagi pemegang saham dengan orientasi jangka panjang, misalnya investor institusi, dana pensiun dan lain-lain.

Dividen yang dibagikan perusahaan dapat berupa dividen tunai (*cash dividend*), yaitu kepada setiap pemegang saham diberikan dividen berupa uang tunai dalam jumlah rupiah tertentu untuk setiap saham, atau dapat pula berupa dividen saham (*stock dividend*), yaitu kepada setiap pemegang saham diberikan dividen dalam bentuk saham sehingga jumlah saham yang dimiliki seorang investor akan bertambah dengan adanya pembagian dividen saham tersebut.

## 2. *Capital Gain*

*Capital gain* merupakan selisih antara harga beli dan harga jual. *Capital gain* terbentuk dengan adanya aktivitas perdagangan saham di pasar sekunder. Misalnya seorang investor membeli saham Telkom (TLKM) dengan harga per saham Rp 3.000,00 kemudian menjualnya kembali dengan harga per saham Rp 3.500,00, maka investor tersebut

mendapatkan *capital gain* sebesar Rp 500,00 untuk setiap saham yang dijualnya.

## 2.5. Kebijakan Dividen

Manajemen memiliki dua alternatif 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. Pada umumnya sebagai EAT (Earning After Tax) dibagi dalam bentuk dividen dan sebagian lagi di investasikan kembali, artinya manajemen harus membuat keputusan tentang besarnya EAT yang di bagikan sebagai dividen. Pembuatan keputusan tentang dividen ini disebut kebijakan dividen (*dividen policy*). Presentase dividen yang di bagi disebut *Dividend Payout Ratio* (DPR) (Atmaja, 2001).

Ada berbagai pendaat atau teori tentang kebijakan dividen antara lain (Atmaja, 2001):

### 1. Dividen tidak relevan dari MM

Menurut Modigliani dan miller (MM), nilai suatu perusahaan tidak di tentukan oleh besar kecilnya DPR, tapi di tentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan resiko perusahaan. Jadi menurut MM, dividen adalah tidak relevan. Pernyataan MM di dasarkan pada beberapa asumsi penting seperti:

- a. Pasar modal sempurna dimana semua investor adalah rasional

- b. Tidak ada biaya emisi saham baru jika perusahaan menerbitkan saham baru
- c. Tidak ada pajak
- d. Kebijakan investasi perusahaan tidak berubah. Pada praktiknya pasar modal yang sempurna sulit ditemui, biaya emisi saham baru pasti ada, pajak pasti ada, dan kebijakan investasi perusahaan tidak mungkin berubah.

Beberapa ahli menentang pendapat MM tentang dividen adalah tidak relevan dengan menunjukkan bahwa adanya biaya emisi saham baru akan mempengaruhi nilai perusahaan.

## 2. Teori *The Bird in the Hand*

Gordon dan Lintner menyatakan bahwa biaya modal sendiri ( $K_s$ ) perusahaan akan naik jika DPR rendah karena investor lebih suka menerima dividen dari pada *capital gains*. Menurut mereka, investor memandang *dividen yield* lebih pasti dari pada *capital gains yield*. Perlu di ingat bahwa dari sisi investor,  $K_s$  adalah tingkat keuntungan yang di isyaratkan investor pada saham.  $K_s$  adalah keuntungan dari dividen di tambah keuntungan dari *capital gains*.

Modigliani dan Miller menganggap bahwa argumen Gordon dan Lintner ini merupakan kesalahan (MM menggunakan istilah *The Bird in the handle Fallacy*). Menurut MM, pada akhirnya investor akan kembali menginvestasikan dividen yang diterima pada perusahaan yang sama atau perusahaan yang memiliki risiko yang hampir sama.

### 3. Teori Perbedaan Pajak

Teori ini diajukan oleh Litzenger dan Ramaswamy. Mereka menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains*, para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh karena itu investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan *dividen yield* tinggi, *capital gains yield* rendah dari pada saham dengan *dividen yield* rendah, *capital gains yield* tinggi. Jika pajak atas dividen lebih besar dari pada pajak atas *capital gains*, perbedaan ini akan makin terasa.

Jika manajemen percaya bahwa teori dividen tidak relevan dari MM adalah benar, maka perusahaan tidak perlu memperdulikan berapa besar dividen yang harus di bagi. Jika mereka menganut teori *the bird in the hand*, mereka harus membagi seluruh EAT dalam bentuk dividen. Dan bila manajemen cenderung mempercayai teori perbedaan pajak (*Tax Differential Theory*), mereka harus menahan seluruh EAT atau DPR = 0%.

### 4. Teori *Signaling Hypothesis*

Ada bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen daripada *capital gains*. Tapi MM berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas biasanya merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen

perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah kenaikan normal (biasanya) diyakini para investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit di waktu mendatang.

Seperti teori dividen yang lain, teori *signaling hypothesis* ini juga sulit di buktikan secara empiris. Adalah nyata bahwa perubahan dividen mengandung beberapa informasi. Tapi sulit apakah kenaikan dan penurunan harga setelah adanya kenaikan dan penurunan dividen semata – mata disebabkan oleh efek sinyal atau disebabkan karena efek sinyal dan preferensi dividen.

#### 5. Teori *Clientele Effect*

Teori ini menyatakan bahwa kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu *dividend payout ratio* yang tinggi. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian laba bersih perusahaan.

Jika ada perbedaan pajak bagi individu (misalnya orang lanjut usia dikenai pajak lebih ringan) maka kelompok pemegang saham yang dikenai pajak tinggi lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Kelompok ini lebih senang jika perusahaan membagi dividen yang kecil. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang dikenai



pajak relatif rendah cenderung menyukai dividen yang besar. Bukti empiris menunjukkan bahwa efek dari *clientele* ini ada. Tapi menurut MM hal ini tidak menunjukkan bahwa dividen besar lebih baik dari dividen kecil, demikian sebaliknya. Efek *clientele* ini hanya mengatakan bahwa bagi sekelompok pemegang saham, kebijakan dividen tertentu lebih menguntungkan mereka.

## 2.6. Kebijakan Dividen dalam Praktik

Pada peraktiknya perusahaan cenderung memberikan dividen dengan jumlah yang relatif stabil atau meningkat secara teratur. Kebijakan ini kemungkinan besar disebabkan oleh asumsi bahwa investor melihat kenaikan dividen sebagai suatu tanda baik bahwa perusahaan memiliki prospek cerah, demikian sebaliknya. Hal ini membuat perusahaan lebih senang mengambil jalan aman yaitu tidak menurunkan pembayaran dividen. Dan investor cenderung lebih menyukai dividen yang tidak berfluktuasi (dividen yang stabil).

Menjaga kestabilan dividen tidak berarti menjaga *dividend payout ratio* tetap stabil karena jumlah nominal dividen juga bergantung pada penghasilan bersih perusahaan (EAT). Jika DPR dijaga kestabilannya, misalnya ditetapkan sebesar 50% dari waktu ke waktu, tetapi EAT berfluktuasi maka pembayaran dividen juga akan berfluktuasi. Pada umumnya perusahaan akan menaikkan dividen hingga suatu tingkatan dimana mereka yakin dapat mempertahankannya di masa mendatang. Artinya, jika terjadi kondisi yang terburuk sekalipun, perusahaan masih dapat mempertahankan pembayaran dividennya.

Pada praktiknya, ada juga perusahaan yang menggunakan model residual dividen dimana dividen ditentukan dengan cara:

1. Mempertimbangkan kesempatan investasi perusahaan.
2. Mempertimbangkan target struktur modal perusahaan untuk menentukan besarnya modal sendiri yang dibutuhkan untuk investasi.
3. Memanfaatkan laba yang ditahan untuk memenuhi kebutuhan akan modal sendiri tersebut semaksimal mungkin.
4. Membayar dividen hanya jika ada sisa laba

Dengan demikian, besarnya dividen bersifat fluktuatif, model residual dividend ini berkembang karena perusahaan lebih senang menggunakan laba di tahan dari pada menerbitkan saham baru untuk memenuhi kebutuhan modal sendiri.

Model residual dividend menyebabkan dividen bervariasi jika kesempatan investasi perusahaan juga bervariasi (fluktuasi). Jika kita percaya pada teori *signaling hypothesis*. Maka model ini sebaiknya tidak digunakan secara kaku untuk menetapkan besarnya dividen secara *year to year basis*. Model ini lebih banyak di gunakan sebagai penuntun untuk menetapkan sasaran *payout ratio* jangka panjang yang memungkinkan perusahaan memenuhi kebutuhan akan modal sendiri dengan laba ditahan.

Pada praktiknya, ada beberapa faktor yang mempengaruhi manajemen dalam menentukan kebijakan dividen, antara lain (Atmaja, 2001):

1. Perjanjian hutang

Pada umumnya perjanjian hutang antar perusahaan dengan kreditor membatasi pembayaran dividen. Misanya, dividen hanya dapat diberikan

jika kewajiban hutang telah dipenuhi perusahaan dan atau rasio – rasio keuangan menunjukkan bank dalam kondisi sehat.

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 di bayar jika tersedia uang tunai yang cukup. Jika likuiditas baik, perusahaan dapat membayar dividen.

4. Pengendalian

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

5. Kebutuhan dana untuk investasi

Perusahaan yang berkembang selalu membutuhkan dana baru untuk di investasikan pada proyek – proyek yang menguntungkan. Sumber dana baru yang merupakan modal sendiri (*equity*) dapat berupa penjualan saham baru dan laba di tahan. 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 cenderung stabil, 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.

### 2.7. Dividen

Dividen merupakan pembagian sisa laba bersih perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham atas persetujuan RUPS. Dividen dapat berbentuk tunai (*cash dividend*) atau saham (*stock dividend*). Dividen tunai mengacu pada dividen yang diberikan emiten kepada pemegang saham dalam bentuk uang tunai. Misalnya, Emiten X mengumumkan untuk memberikan dividen tunai sebesar Rp 100,00 untuk setiap saham, maka pada tanggal yang telah ditentukan setiap pemegang saham berhak mendapat Rp 100,00 kali jumlah saham yang dimilikinya.

#### 2.7.1. Jenis Dividen

Dividen dapat dibagikan dalam berbagai bentuk. Dilihat dari bentuk dividen yang didistribusikan kepada pemegang saham, dividen dapat dibedakan menjadi beberapa jenis (Darmadji dan Fakhruddin, 2006):

1. Dividen tunai (*cash dividend*): dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk kas (tunai),
2. Dividen saham (*stock dividend*): dividen yang dibagikan bukan dalam bentuk tunai melainkan dalam bentuk saham perusahaan tersebut.
3. Dividen properti (*property dividend*): dividen yang dibagikan dalam bentuk aktiva lain selain kas atau saham, misalnya aktiva tetap dan surat-surat berharga.
4. Dividen likuiditas (*liquidating dividend*): dividen yang diberikan kepada pemegang saham sebagai akibat likuidasinya perusahaan. Dividen yang dibagikan adalah selisih nilai realisasi aset perusahaan dikurangi dengan semua kewajibannya.

#### **2.7.2. Jadwal Pembagian Dividen**

Berkaitan dengan jadwal pembagian dividen, terdapat beberapa istilah yang perlu diketahui yaitu (Darmadji dan Fakhruddin, 2006):

1. Tanggal pengumuman (*declaration date*) merupakan tanggal pengumuman pembagian dividen yang disampaikan emiten.
2. *Cum-dividend date* merupakan tanggal terakhir perdagangan saham yang masih mengandung hak untuk mendapatkan dividen (baik tunai maupun saham).
3. *Ex-dividend date* merupakan tanggal di mana perdagangan saham sudah tidak mengandung hak untuk mendapatkan dividen. Jadi, jika membeli pada tanggal ini atau sesudahnya, maka saham tersebut sudah tidak lagi memberikan dividen. Sebaliknya, jika seseorang ingin menjual saham dan

masih ingin mendapatkan hak dividen, maka ia harus menjual pada *ex-dividen date* atau sesudahnya.

4. Tanggal pencatatan (*recording date*) merupakan tanggal penentuan para pemegang saham yang berhak mendapatkan dividen.
5. Tanggal pembayaran (*payment date*) merupakan tanggal pembayaran dividen kepada pemegang saham yang berhak.

## 2.8. Hipotesis

Tujuan utama perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemegang saham. Kemakmuran pemilik atau pemegang saham tercermin dari harga saham di pasar modal. Semakin tinggi harga saham berarti kesejahteraan pemilik semakin meningkat. Dalam memaksimalkan nilai perusahaan, manajemen melakukan kebijakan antara lain kebijakan dividen (Murtini, 2008).

David (2005) dalam Hasnawati (2008) mengemukakan salah satu alasan mengapa dividen tetap dibagikan meskipun pada saat yang sama perusahaan memiliki kesempatan investasi yang menarik dan perusahaan mendanai perusahaan dari sumber eksternal yaitu pembayaran dividen dapat memberikan sinyal tentang masa depan perusahaan. *Signaling hypothesis* menjelaskan bahwa manajer menggunakan pengumuman dividen sebagai sinyal perubahan tentang prospek perusahaan di masa yang akan datang. Peningkatan dividen merupakan sinyal positif.

Pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan cenderung akan meningkatkan harga saham. Kemudian meningkatnya harga saham berarti

meningkatkan kemakmuran pemegang saham (Atmaja, 2001). Maka dapat dikatakan pembayaran dividen memiliki hubungan yang searah dengan kemakmuran pemegang saham. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis penelitian yang diajukan adalah:

Ha: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap kemakmuran pemegang saham.

