

ANALISIS KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP HARGA SAHAM PADA SEKTOR INDUSTRI KONSUMSI PERIODE 2000-2010

Cecep Taofiqkurochman¹⁾ dan Win Konadi^{2*)}

¹⁾ Dosen STIE Ekuitas Bandung

*) ctaofiq@yahoo.com

²⁾ Dosen FE Universitas Almuslim Bireuen-Aceh

*) win.manan@yahoo.co.id

ABSTRACT

Dividend policy is one of the company function to reach the increasing of company value. Company should determine dividend policy in a good way because with it company can decide how many percent from company profit would be shared to the stock holders until the company target to increase prosperous of stockholders can be full filled. The purpose of this research is to know how far the dividend policy variable which are liquidity, profitability, risk, financing, investment and ownership to stock price company which are unite in consumers goods industry period 2000-2010. Sample that used are 25 companies. Research method used to reach that point is description method or systematically visual of fact, characteristic or relationship inter phenomenon from the matter that is investigated then test hypothesis or variable relationship from statistic calculation by analyzed verivacative using Path Analysis method. Simultaneously test result show that variable dividend policy which are only risk factor and Financing significantly influence to stock price.

Keywords: Dividend Policy, Liquidity, Profitability, Risk, Financing, Investment, Ownership, Stock Price

1. Pendahuluan

Salah satu tulang punggung perekonomian di Indonesia dalam rangka untuk membangun sistem perekonomian yang lebih baik adalah perusahaan. Semakin banyak perusahaan yang tumbuh dan berkembang akan memberikan pengaruh positif terhadap pengembangan pemulihan perekonomian Indonesia. Untuk itu diperlukan perusahaan yang memiliki kinerja dan nilai perusahaan yang baik karena tujuan utamanya meningkatkan nilai perusahaan. Sejalan dengan pendapat Lawrence J Gitman (2000), Brigham & Erhardt (2002), Van Horne & Wachowicz (2004), Van Horne (2002) yang mengatakan bahwa manajemen perusahaan melalui peran manajer keuangan mempunyai tujuan untuk meningkatkan nilai perusahaan sehingga meningkatkan kemakmuran pemilik atau pemegang saham melalui implementasi keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan investasi,

keuangan dan kebijakan deviden.

Tujuan memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham berkaitan dengan keuntungan jangka panjang dari perusahaan. Namun banyak perusahaan yang berpandangan bahwa apabila dapat memperoleh laba sebanyak mungkin dan menekan biaya yang serendah mungkin maka dia dapat mencapai tujuannya. Setiap perusahaan tidak boleh melupakan pertimbangan memaksimalkan laba jangka panjang dan hanya meningkatkan laba jangka pendek saja. Menurut Fama (1978), Wright dan Ferris (1997), semakin tinggi nilai perusahaan semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan atau pun para pemegang saham atau para penanam modal.

Semakin banyak saham yang dimiliki oleh seseorang atau organisasi, maka semakin besar pula kepemilikan seseorang atau organisasi tersebut terhadap perusahaan. Saham berarti membeli

prospek perusahaan. Apabila prospek atau nilai perusahaan baik, harga saham juga akan meningkat. Memiliki saham berarti memiliki perusahaan. Seperti yang dikatakan oleh Sunariyah “Saham dapat didefinisikan sebagai tanda penyertaan atau kepemilikan seseorang atau badan dalam suatu perusahaan” (2004:48).

Harga saham emiten di bursa saham dipengaruhi oleh persepsi investor. Kinerja badan usaha akan direspon oleh investor di pasar modal yang akhirnya akan mempengaruhi harga saham (Ivon. 2001). Persepsi investor pada umumnya mencerminkan kinerja emiten yang dapat dilihat melalui laporan keuangan emiten. Para investor sebelum membuat keputusan untuk membeli suatu jenis saham tertentu hendaknya terlebih dahulu melakukan analisis saham baik analisis fundamental melalui laporan-laporan keuangan dan akuntansi perusahaan atau dengan melakukan analisis teknikal dengan melihat pergerakan harga di masa lalu. Para pemain saham atau investor memiliki sejumlah informasi yang berkaitan dengan dinamika harga saham di bursa efek agar bisa mengambil keputusan, saham perusahaan yang layak dipilih. Penilaian saham secara akurat bisa meminimalkan risiko sekaligus membantu investor mendapatkan keuntungan yang wajar, mengingat investasi saham di pasar modal merupakan investasi yang cukup berisiko tinggi meskipun menjanjikan keuntungan relatif besar (Widoatmojo, 1996 : 84).

Manajer perusahaan memiliki informasi yang lebih banyak tentang perusahaan mengenai operasional dan prospek perusahaan dibandingkan dengan investor. Dengan demikian, untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kekayaan para pemegang saham atau nilai perusahaan, manajer akan mengambil keputusan (*corporate action*) sesuai dengan apa yang menurut manajer benar, salah satunya dengan membagikan dividen atau menahan laba. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik pula dan pada akhirnya perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dianggap menguntungkan dan tentunya penilaian terhadap perusahaan tersebut akan semakin baik pula, yang biasanya tercermin melalui tingkat harga saham perusahaan. Hal ini sejalan dengan pendapat Rozeff (1982) yang menganggap bahwa dividen nampaknya memiliki atau mengandung informasi (*informational content of dividend*) atau sebagai isyarat prospek perusahaan. Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, mungkin diartikan oleh pemodal sebagai sinyal harapan manajemen tentang akan membaiknya kinerja perusahaan di masa depan.

Menurut Ross (1978), Bhattacharya (1980) dan Miller&Rock (1985), dalam kondisi informasi yang tidak seimbang (*asymmetric information*) para manajer dapat menggunakan strategi dalam kebijakan dividen. Kebijakan dividen yang akan diputuskan seorang manajer ini menyangkut keputusan mengenai berapa besar dan dalam bentuk apa dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan kepada para pemegang saham. Kebijakan dividen ini juga menentukan tentang keputusan, apakah laba seluruhnya dibagi kepada pemegang saham atau ditahan dalam laba ditahan untuk pembelanjaan investasi dimasa yang akan datang atau disebut reinvestasi. Laba di tahan (*retained earning*) merupakan salah satu sumber dana yang paling penting bagi perusahaan dan dividen merupakan keuntungan yang diharapkan pemegang saham.

Oleh karena itu manajer keuangan harus dapat menetapkan kebijakan dividen yang akan diterapkan oleh perusahaan agar dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Kebijakan dividen itu sangat penting bagi perusahaan, karena kebijakan dividen tersebut dapat menentukan berapa banyak keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham dan berapa banyak pula keuntungan yang akan diperoleh perusahaan sebagai laba ditahan.

Menurut Ross, Westerfield, Jaffe dalam bukunya *Corporate Finance*: “*The dividend decision is important because it determines the payout received by shareholders and the funds retained by the firm for investment. Dividend policy is usually reflected by the current dividend-to-earning ratio. This is referred to as the payout ration. Unfortunately the optimal payout ratio cannot be determined quantitatively rather one can only indicate qualitatively what factor lead to low-or high-dividend policies.*”

Masalah dalam kebijakan dan pembayaran dividen mempunyai dampak yang sangat penting bagi para investor maupun bagi perusahaan yang akan membayarkan dividennya. Pada umumnya para investor mempunyai tujuan utama untuk meningkatkan kesejahteraannya yaitu dengan mengharapkan *return* dalam bentuk dividen maupun *capital gain*. Di lain pihak, perusahaan juga mengharapkan adanya pertumbuhan secara terus-menerus untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya, yang sekaligus juga harus memberikan kesejahteraan yang lebih besar kepada para pemegang sahamnya. Tetapi kedua hal tersebut saling bertentangan satu dengan yang lainnya. Jika bagian laba operasi perusahaan yang akan dibagikan sebagai dividen lebih tinggi daripada bagian yang akan ditahan, maka ketergantungan perusahaan terhadap sumber dana eksternal semakin besar.

Sebaliknya, jika perusahaan ingin menahan sebagian besar dari pendapatannya sebagai laba ditahan, maka bagian pendapatan yang tersedia untuk dividen semakin kecil, sehingga hal ini akan mempengaruhi minat investor terhadap saham perusahaan yang bersangkutan, akibatnya akan menurunkan harga pasar saham dan selanjutnya akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Tentunya hal ini akan menjadi unik karena kebijakan dividen adalah sangat penting untuk memenuhi harapan para pemegang saham terhadap dividen, dan disatu sisi juga tidak harus menghambat pertumbuhan perusahaan. Bagi perusahaan yang dapat menanggulangi kedua hal di atas, yaitu dapat memenuhi keinginan para pemegang saham dan meningkatkan jumlah laba ditahan yang akan digunakan untuk operasi perusahaan dan reinvestasi, maka perusahaan tersebut telah mempunyai nilai perusahaan yang tinggi.

Mengingat begitu pentingnya kebijakan dividen yang harus diputuskan perusahaan melalui pemberian dividen kepada para pemegang saham karena pembagian dividen tersebut akan menambah minat para investor terhadap pembelian saham perusahaan, maka kita perlu untuk menganalisis faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen dan bagaimana faktor tersebut berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan mengetahui bagaimana faktor-faktor kebijakan dividen dan pengaruhnya terhadap harga saham, dapat membantu perusahaan menentukan bagaimana seharusnya menentukan kebijakan dividen sehingga tujuan perusahaan mengoptimalkan kemakmuran pemegang saham tercapai melalui peningkatan harga pasar saham.

Berdasarkan hal di atas, maka identifikasi masalah dalam penelitian adalah apakah faktor-faktor kebijakan dividen berpengaruh terhadap harga saham, baik secara parsial dan secara simultan?

2. Tinjauan Teoritis

Pasar Modal

James C. van Horne dan John M. Wachowicz, Jr (1995:515) dalam Buku *Fundamentals of Financial Management* menyatakan bahwa :“*Capital market is the market for relatively long term (greater than one year original maturity) financial instrument (e.g., bond and stock).*”

Menurut Keputusan Menteri Keuangan RI No. 1548/KMK/1990 pengertian pasar modal secara umum adalah suatu sistem keuangan yang terorganisasi, termasuk di dalamnya adalah bank-bank komersial dan semua lembaga perantara di bidang keuangan serta keseluruhan surat-surat

berharga yang beredar. Dalam arti sempit, pasar modal adalah suatu pasar (tempat, berupa gedung) yang disisipkan guna memperdagangkan saham-saham, obligasi-obligasi, dan jenis surat berharga lainnya dengan memakai jasa para perantara pedagang efek.

Fungsi Pasar Modal

Fungsi pasar modal pada satu negara dapat dilihat dari lima segi yaitu:

- 1) Sebagai fasilitas melakukan interaksi antara pembeli dengan penjual untuk menentukan harga saham yang diperjualbelikan.
- 2) Pasar modal memberikan kesempatan kepada para pemodal untuk menentukan hasil (*return*) yang diharapkan.
- 3) Pasar modal memberikan kesempatan kepada investor untuk menjual kembali saham yang dimilikinya atau surat berharga lainnya.
- 4) Pasar modal menciptakan kesempatan kepada masyarakat untuk berpartisipasi dalam perkembangan suatu perekonomian, dengan membeli sebagian kecil saham perusahaan publik.
- 5) Pasar modal mengurangi biaya informasi dan transaksi surat berharga.

Untung-Rugi Investasi di Pasar Modal

Pasar modal dari tahun ke tahun menjadi wahana yang menarik bagi dunia usaha dan menjadi semakin penting peranannya. Bagi dunia usaha pasar modal dapat dijadikan sarana untuk menawarkan berbagai macam efek sesuai dengan kebutuhan dana yang diperlukan dengan tingkat biaya dana yang relatif murah.

Keuntungan investasi di pasar modal:

- a. Laba kapital, yaitu keuntungan dari hasil jual beli saham, berupa selisih antara nilai jual yang lebih tinggi dari nilai beli sahamnya.
- b. Dividen, bagian keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham.
- c. Saham perusahaan, seperti juga tanah atau aktiva berharga sejenis. Nilainya meningkat sejalan dengan waktu dan perkembangan atau kinerja perusahaan. Investor jangka panjang mengandalkan kenaikan nilai saham ini untuk meraih keuntungan dari investasi saham. Investor seperti ini membeli saham dan menyimpannya untuk jangka lama (tahunan) dan selama masa itu mereka memperoleh manfaat dari dividen yang dibayarkan perusahaan setiap periode tertentu.

Kerugian investasi di pasar modal:

Investasi di pasar modal bukan investasi tanpa risiko. Kerugian investasi antara lain:

- a. Rugi kapital, kerugian dari hasil jual beli saham, berupa selisih antara nilai jual yang lebih rendah dari nilai beli saham.
- b. Rugi kesempatan, kerugian berupa selisih suku bunga deposito dikurangi total hasil yang diperoleh dari total investasi.
- c. Likuidasi, kerugian karena perusahaan dilikuidasi di mana nilai likuidasinya lebih rendah dari harga beli saham.

Nilai Perusahaan

Pengertian nilai perusahaan menurut Ross, Westerfield, dan Jaffe (2002:4) dalam bukunya yang berjudul *Corporate Finance* adalah sebagai berikut: "We can write the value of the firm, V , as $V = B + S$, where B is the value of the debt and S is the value of the equity."

Eugene F.Brigham, Michael C.Ehrhardt mengatakan : "Value is determined by results as revealed in financial statement. Value of firm is stockholder wealth maximization, which translates into maximizing the price of the firm's common stock."

Faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan menurut Weston dan Copeland dalam bukunya *Managerial Finance*:

- 1) *Liquidating value is the amount that can be realized if an asset or a group of asset (the entire assets of a firm, for example) is sold separately from the organization that has been using them.*
- 2) *Book value is the accounting value a which asset is carried, and for stock book value per share is the firm's total common equity common stock, capital or paid in surplus and accumulated and retained earnings-dividen by shares outstanding.*
- 3) *Market value is the price at which the asset can be sold, includes a liquidating value and a going concern value but only the higher of the two is generally referred to as the market value.*
- 4) *Reasonable value basically involves estimating the future net cash flows, attributes to an asset; determining an appropriate capitalization, or discount rate; and then finding the present value of the cash flow.*

5) *Valuation of financial instrument are characterized by varying cash flow patterns.*

Saham

Stock is a share in the ownership of a company stock represents a claim on the company's assets and earnings. As you acquire more stock, your ownership stake in the company becomes greater. A stock is represented by a stock certificate. This a fancy piece of paper that is proof of your ownership.

Jenis-Jenis Saham

There are two main types of Stock :

a) Common stock

Common Stock is, well, common. When people talk about stocks in general they are most likely referring to this type in fact, the majority of stock issued is in this form. We basically went over features of common stock in the last section. Common shares represent ownership in a company and a claim (dividends) on portion of profits. Investors get one vote per share to elect the board members, who oversee the major decisions mode by management. Over the long term, common stock, by means of capital growth, yields higher returns than almost every other investment. This higher return comes at a cost since common stocks entail the most risk. If a company goes bankrupt and liquidates, the common shareholders will not receive money until the creditors, bondholders, and preferred shareholders are paid.

b) Preferred Stock

Preferred Stock represents some degree of ownership in a company but usually doesn't come with the same voting rights. (this may vary depending on the company). With preferred shares investors are usually guaranteed a fixed dividend forever. This is different than Common Stock, which has variable dividends that are never guaranteed. Another advantage is that in the event of liquidation preferred shareholders are paid off before the common shareholder (but still after debt holders). Preferred Stock may also be callable, meaning that the company has the option to purchase the shares from shareholders at anytime for reason (usually for a premium).

Harga Saham

Terdapat berbagai jenis harga saham di pasar modal. Beberapa diantaranya yang berkaitan dengan penelitian adalah :

- 1) Harga pasar saham adalah harga yang penjual dan pembeli sepakati pada saat mereka memperdagangkan saham.
- 2) Harga saham di pasar sekunder (*secondary market*) memiliki pengertian yang sama dengan harga pasar, yaitu harga yang penjual dan pembeli sepakati pada saat mereka memperdagangkan saham.
- 3) Harga saham di pasar primer (*primary market*) merupakan harga yang didasarkan pada kesepakatan antara perusahaan dengan investor (*direct placement*) atau didasarkan pada kesepakatan antara perusahaan dengan investment banker (*indirect placement*).
- 4) Harga saham di pasar ketiga (*third market*) merupakan harga negosiasi. Seperti dikemukakan di atas bahwa pasar ketiga merupakan bagian dari pasar *Over the counter* (OTC). Pasar OTC diadakan oleh pedagang saham yang memperdagangkan saham untuk kepentingannya sendiri. Dalam hal ini harga saham ditentukan berdasarkan negosiasi antara pedagang saham dan investor.
- 5) Harga saham di pasar keempat (*fourth market*) merupakan harga yang disepakati institusi-institusi besar yang bertransaksi. Institusi ini melakukan transaksi di luar bursa efek dengan menggunakan alat komunikasi.
- 6) Harga saham pembukaan adalah harga saham pertama kalinya diperdagangkan pada hari bursa. Harga saham penutupan adalah harga saham terakhir diperdagangkan baik dalam satu hari, satu minggu, satu bulan atau satu tahun.
- 7) Indeks Harga

Indeks harga saham merupakan indicator yang menggambarkan pergerakan harga-haraga saham. Saat ini BEJ memiliki lima macam ineks harga saham, yaitu :

- a. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), menguraikan semua saham tercatat sebagai komponen perhitungan indeks.
- b. Indeks Sektoral, merupakan sub indeks dari IHSG. Semua saham yang tercatat di BEJ diklasifikasikan ke dalam sembilan sector menurut klasifikasi industri yang telah ditetapkan BEJ yang diberi nama JASICA (*Jakarta Stock Exchange Clasification*).
- c. Indeks LQ 45, menggunakan 45 saham yang terpilih setelah melalui beberapa macam seleksi. Indeks ini terdiri dari 45 saham yang likuiditas (LiQuid) tinggi, yang diseleksi melalui beberapa kriteria pemi-

lian. Selain penilaian terhadap likuiditas, seleksi atas saham-saham tersebut memper-timbangkan kapitalisasi pasar.

- d. *Jakarta Islamic Index* (JII), menggunakan 30 saham yang masuk kriteria syariah dan termasuk saham-saham yang likuid. JII terdiri dari 30 jenis saham yang dipilih dan saham-saham yang sesuai dengan syariah islam. Kriteria pemilihan saham dalam JII melibatkan pihak pengawas dewan syariah.
- e. Index Individual, yaitu index masing-masing saham terhadap harga dasarnya.

Analisis Terhadap Saham

a.. Analisis Fundamental

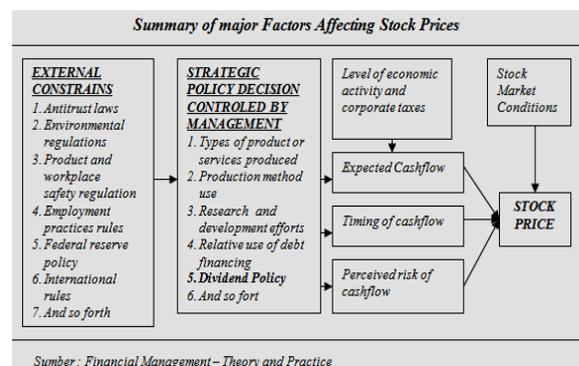
Analisis fundamental didasari anggapan bahwa setiap investor adalah makhluk rasional. Analisis ini digunakan untuk mengevaluasi prosek masa mendatang, pertumbuhan dan profil perusahaan dalam kaitannya dengan perekonomian secara makro ekonomi nasional, pertumbuhan industri perusahaan dan kondisi perusahaan itu sendiri. Analisis fundamental akan membandingkan nilai intrinsik suatu saham dengan harga pasarnya guna menentukan apakah hargapasar saham sudah benar-benar mencerminkan nilai yang seharusnya.

b. Analisis Teknikal

Analisis ini merupakan upaya untuk memper-kirakan harga saham di masa mendatang dengan mengamati perubahan harganya di waktu yang lalu. Analisis tehnikal juga merupakan suatu analisis mengenai perilaku yang berlangsung dan menggabungkannya dengan pola-pola perdagangan saham. Analisis tehnikal mempercayai bahwa investor adalah irrasional. Aliran ini menganggap harga yang terjadi di pasar semata-mata cerminan dari tingkah laku investor yang tidak rasional.

Faktor Utama Mempengaruhi Harga Saham

Brigham and Ehrhardt (2002:13) memberikan gambaran mengenai faktor-faktor yang mempe-ngaruhi harga saham sebagai berikut :



Fungsi Manajemen Keuangan

Brigham and Ehrhardt (2002:26) menyatakan bahwa : *“Financial management is important in all types of business. Including banks and other financial institutions, as well as industrial and retail firms. Financial management is also important in governmental operations, from school to hospitals to highway department. The job opportunities in financial management range from making decisions regarding plant expansions to choosing what types of securities to issue when financing an expansion.”*

Selain itu, menurut Van Horne (2002:6) bahwa *“The functions of finance involve three major decisions a company must make :*

1. Investment Decision

The investment decision is the most important of the three decision when it comes to the creation of value. Capital investment is the allocation of capital to investment proposals whose benefits are to be realized in the future.

2. Financing decision

The financial manager is concerned with determining the best financing mix or capital structure. If a company can change its total valuation by varying its capital structure, an optimal financing mix would exist, in which market price per share could be maximized.

3. Dividend/share Purchases decision

Dividend policy includes the percentage of earnings paid to stockholders in cash dividend, the stability of absolute dividend about a trend, stock dividend, and stock splits.

Each must be considered in relation to our objectives; an optimal combination of the three will create value.”

Dividen

Dividen adalah pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham tersebut atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Dividen diberikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam RUPS.

Menurut Siegel dan Shim (1994:152) dalam *Kamus Istilah Akuntansi* menyatakan dividen adalah pembagian penghasilan yang dibayarkan kepada pemegang saham berdasarkan pada banyaknya saham yang dimiliki.

Sedangkan menurut Timothy and Joseph D. Andrew (1997:392): *“Dividend are cash payment that corporations make to their common stock holders. Dividend provide the return common stock holders receive from the firm for the equity capital they have supplied. Even companies that, do not currently pay dividend reinvest in the firm the earning they generate. In this way they increase the ability of the firm to pay dividends in the future.”*

Weston dan Copeland (1992:657) berpendapat bahwa dividen merupakan arus kas yang disisihkan untuk pemegang saham. Demikian juga dikatakan oleh Emery dan Finnerly (1997:594) menyebutkan: *“Dividend payments are generally made in cash.”*

Jenis-Jenis Dividen

Dividen dapat dibedakan menjadi lima jenis, yaitu:

1).Cash dividend

Dividen yang dibagikan oleh perusahaan dalam bentuk tunai atau kas.

2).Stock dividend

Dividen yang diberikan perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk saham. Hal ini dimaksudkan untuk mengkapitalisasi pendapatan perusahaan sehingga tidak ada asset yang diberikan.

3).Property dividend

Dividen yang dibayarkan dalam asset selain kas, baik itu berupa peralatan, real estate, atau investasi, tergantung dari keputusan dewan direksi.

4).Scrip dividend

Dividen yang diberikan perusahaan dalam dua kali pembayaran atau lebih. Umumnya dividen ini dibagikan dalam bentuk khusus dari *note payable*.

5).Liquidating dividend

Adalah dividen yang diberikan oleh perusahaan dengan tidak berdasarkan keuntungan yang diperoleh perusahaan, tetapi merupakan pengurangan *paid-in capital*. Jenis ini jarang digunakan, biasanya dibayar ketika perusahaan menurunkan kegiatan operasinya secara permanen atau mengakhiri segala urusannya.

Prosedur Pembayaran Dividen

Ada sejumlah rincian prosedural yang harus dilakukan dalam perencanaan pembayaran dividen seperti kapan pembayaran dividen dan siapa yang berhak menerima dividen. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2002:714), bahwa prosedur pembagian dividen yang actual adalah sebagai berikut :

- a. *Declaration date*. merupakan tanggal pada saat mana direksi perusahaan mengumumkan rencana pembagian dividen.
- b. *Holder of record date*, adalah hari terakhir untuk mendaftarkan diri sebagai pemegang saham agar berhak menerima dividen yang akan dibagikan perusahaan. Pada tanggal pencatatan, perusahaan menutup buku transfer sahamnya dan membuat daftar pemegang saham sampai tanggal tersebut. Bila pembelian dan pentransferan saham dilakukan sebelum tanggal tersebut, maka yang berhak menerima dividen adalah pemilik baru. Bila pemberitahuan tentang pembelian dan pentransferan dilakukan sesudah tanggal tersebut, maka pemilik lama yang berhak menerima dividen.
- c. *Ex-dividend date*, adalah tanggal pada saat mana hak atas dividen periode berjalan dilepaskan dari sahamnya. Biasanya jangka waktunya empat hari kerja sebelum tanggal pencatatan saham.
- d. *Payment date*, adalah tanggal pada saat perusahaan benar-benar mengirimkan cek dividen.

Pandangan Mengenai Dividen

Terdapat tiga pandangan yang dicatat oleh Brigham dan Gapenski (1996) di dalam bukunya *Intermediate Financial Management*, yaitu :

1). Modigliani dan Miller

Berpendapat bahwa kebijakan dividen adalah tidak relevan karena tidak mempengaruhi sama sekali nilai perusahaan atau biaya modalnya.

Nilai perusahaan tergantung pada kebijakan investasi asetnya, bukan pada berapa laba yang akan dibagi untuk dividend dan laba yang tidak dibagi. Oleh karenanya, menurut MM tidak akan ada pernah kebijakan optimal .

2). Gordon dan Litnert

Dalam teorinya *bird-in-the-hand*, berpendapat bahwa dividen lebih baik daripada capital gain, karena dividen yang dibagi kurang berisiko lagi, oleh karenanya perusahaan semestinya membentuk rasio pembayaran dividen yang tinggi yang menawarkan dividend yield yang tinggi agar dapat memaksimalkan harga sahamnya.

3). Litzenger dan Ramaswamy

Berpendapat bahwa investor lebih menyukai *retained earnings* daripada dividend, karena

perimbangan pajak yang dikenakan pada capital gain lebih rendah. Teori ini menyarankan agar perusahaan seharusnya membayarkan dividen yang rendah bila ingin memaksimalkan harga sahamnya.

Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen menyangkut masalah penggunaan dana yang menjadi hak para pemegang saham (laba biasa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali).

Menurut Buku *Modern Corporate Finance* (Alan C, Shapiro, Shaldon D dan Balbirer, p.506) pengertian kebijakan dividen adalah :

“Dividend policy is the decision of profits between payments to shareholders and reinvestment in the firm. As such it is an important component of the firm’s long run financing strategy. Earnings retained in the firm can fund additional investments or retire debt.”

Pengertian Kebijakan Dividen menurut Gitman, Juchau, dan Flanagan adalah sebagai berikut :

“Dividend policy is affected by certain legal, contractual internal constraints as well as growth prospects, owner considerations and market considerations. The three basic type of dividend policy: with a constant-payout ratio dividend policy, the firm pays a fixed percentage of earnings out to the owners each period with this policy, dividends move up and down with earning, and no dividend is paid when a loss occurs.”

Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Menurut George C. Philipatos dalam buku *Financial Management* mengatakan *The factors that financial managers need to consider when planning a long term dividend policy is :*

1. Profitability of investment opportunities

The profitability of investment may have some bearing on the dividend policy chosen by the firm. Young companies with high grow opportunities may find that all of their earnings must be allocated to potentially profitable investment leaving no cash for dividend.

2. Tax considerations

Shareholder taxes may also affect the dividend decision if dividend are taxes at a higher rate than capital gains. Firm may thus retain earning rather than pay dividend, and there by raise the value of their productive assets and the firm’s shares.

3. Legal requirements

Legal requirements can take a variety of forms, including the following:

- Tax on excessive retained earnings
- Contractual restrictions
- Statutory constraints

4. Liquidity needs

Firms may hold cash balances to meet unexpected liquidity requirements. Thus a policy to maintain an adequate level of liquidity can obviously affect the cash dividend policy of the corporation.

5. Cost considerations

Cost consideration can enter into the dividend picture in the form of expenditures incurred by the firm because of external financing of cost incurred by shareholders in the liquidation of their shares.

Menurut Timothy J. Gallagher dan Joseph D. Andrew, Jr. dalam buku *Financial Management-Principal and Practice* menyebutkan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah :

1. Need For Funds

Dividend paid to stockholders use fund that the firm could otherwise invest. Therefore, a company running short of cash or with ample capital investment opportunities may decide to pay little or no dividends. Alternatively, there may than abundance of cash or a dearth of good capital budgeting project available. This could lead to very large dividend payments.

2. Management Expectations And Dividend Policy

Firm's managers perceive the future as relatively bright, on the one hand, may begin paying large dividends in anticipation of being able to keep out during the good times ahead.

3. Stockholders' Preferences

Investing earnings internally, instead of paying dividends, would lead to other stock prices and greater percentage of the total return coming from capital gains. Capital gains are profit earned when the price of a capital assets, with as common stock, increases.

4. Restrictions on Dividend Payments

Firm may have dividend payments restrictions in its exiting bond indentures agreement.

Sedangkan James C. Vanhorne dalam buku *Fundamentals of Financial Management* mengatakan :

“Yet when a company establishes a policy, it looks a number of things. These considerations should

be related back to the theory of dividend payout and the valuation of the firm. In what follows, we take up various factors that the firms in practice can and should analyze when approaching a dividend decision.

- a. Fund Needs of the Firm
- b. Liquidity
- c. Ability to Borrow
- d. Assessment of Any Valuation Information
- e. Control
- f. Restrictions in Bond Indenture or Loan Agreement
- g. Some Final Observations”

Bentuk dan Karakteristik Kebijakan Dividen

1. Residual Dividend policy

Dividend are paid out of earnings not needed to finance new acceptable capital projects. The dividend will fluctuate depending on investment opportunities available to the company.

2. Constant Payout Ratio

The company always pays out the same percentage of its earnings as dividend. (not same dollar amount). The dividend will fluctuate with the earnings of the company.

3. Low Regular Dividend Plus Extras

The company pays regular dividend but at a low level. If the company does well, the dividend will be increased on a quarter- by quarter basis. Although the regular portion will be predictable, the total dividend will be unpredictable. The dividend will fluctuate with the earnings of the company but not to the same extent as the previous policies.

4. Stable, Predictable Dividend

The company pays dividend that the market will come to expect. The dividend will be independent of the earnings.

Menurut Douglas R. Emery, John D. Finnerty and John D. Stowe dalam bukunya *Corporate Financial Management*, bahwa: “In practice, publicly traded firms prefer to: (1) Pay at least some minimum level of dividends on a regular basis, (2) maintain a stable payout ratio and dividend rate, (3) make orderly changes in the dividend rate, and (4) avoid cutting an established dividend rate.”

Kebijakan Dividen Yang Optimal

Kebijakan dividen menyangkut keputusan untuk membagikan laba atau menahannya guna diinvestasikan kembali di dalam perusahaan. Kebijakan dividen yang optimal pada suatu perusahaan adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan per-

tumbuhan dimasa mendatang sehingga memaksimalkan harga saham. Salah satu fungsi yang terpenting dari financial manager adalah menetapkan alokasi dari keuntungan neto sesudah pajak atau pendapatan untuk pembayaran dividen di satu pihak dan untuk laba ditahan dilain pihak, dimana keputusan tersebut mempunyai pengaruh yang menentukan terhadap nilai dari perusahaan (*the value of the firm*).

Menurut Brigham dan Ehrhardt (2002:699), "*The firm's optimal dividend policy must strike a balance between current dividends and future growth so as to maximize the stock price.*" Oleh karena itu, manajer keuangan dalam menentukan kebijakan dividen perusahaan harus hati-hati, karena jika perusahaan menjalankan kebijakan untuk membagikan tambahan dividen tunai sehingga jumlah dividen yang dibagikan naik, hal ini dapat meningkatkan harga saham. Tetapi, meningkatnya dividen tunai, akan mengakibatkan jumlah dana yang tersedia untuk reinvestasi menjadi sedikit, sehingga tingkat pertumbuhan yang diharapkan untuk masa mendatang akan rendah, dan hal ini akan mengakibatkan turunnya harga saham. Jadi, perubahan besarnya dividen tersebut mengandung dua akibat yang saling bertentangan.

Terdapat beberapa pandangan mengenai preferensi pendapatan yang diharapkan antara dividen dan *capital gain* dalam hal para investor berinvestasi di pasar modal. Menurut Brigham dan Ehrhardt (2002:703), bahwa dalam membahas kebijakan dividen dalam praktek, ada dua isu teoritis yang dapat mempengaruhi sudut pandang kebijakan dividen, yaitu :

a. Signaling theory

Dividend signaling model memperkirakan bahwa perusahaan menaikkan dividen hanya jika perusahaan yakin bahwa dividen yang lebih besar dapat dipertahankan dengan perolehan cash flow yang lebih besar secara terus menerus atau minimal stabil. Kenaikan yang besar biasanya menyebabkan kenaikan harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa sebagian orang menilai kalau investor secara keseluruhan lebih menyukai dividen ketimbang, kenaikan *capital gain*. Menurut Merton-Miller dan Franco Modigliani (MM) bahwa suatu kenaikan dividen yang lebih besar daripada yang diperkirakan merupakan sinyal bagi investor bahwa manajemen perusahaan memperkirakan peningkatan laba di masa mendatang, sedangkan penurunan dividen menandakan perkiraan laba yang rendah atau buruk. Mereka menegaskan bahwa reaksi investor terhadap perubahan dalam pembagian dividen

tidak menunjukkan bahwa investor lebih suka dividen daripada laba yang ditahan. Perubahan harga saham hanya menunjukkan bahwa informasi yang terkandung dalam pengumuman pembayaran dividen penting bagi investor.

b. Clientele Effect

Teori ini menyatakan bahwa adanya kecenderungan perusahaan untuk menarik investor yang menyukai adanya pembayaran dividen. MM mengemukakan bahwa *clientele effect* dapat terjadi. Hal ini dapat menolong untuk menjelaskan mengapa harga saham berubah sesudah diumumkannya pembayaran dividen. Menurut MM bahwa para investor yang menginginkan pendapatan dari investasi untuk periode berjalan akan memiliki saham pada perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar, sedangkan investor yang tidak membutuhkan penghasilan kas untuk periode berjalan akan menginvestasikan modalnya pada perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah kecil. Hal ini menyiratkan bahwa setiap perusahaan sebaiknya menetapkan kebijakan khusus yang dianggap paling tepat, sehingga dengan menetapkan kebijakan dividen yang tepat tersebut dapat meningkatkan permintaan akan saham perusahaan dan ini akan mengakibatkan kenaikan harga saham.

Menentukan Kebijakan Dividend

Menurut Douglas R. Emery, John D. Finnerty dan John D. Stowe dalam bukunya *Corporate Financial Management* mengatakan bahwa :

Determining an appropriate dividend policy for a firm involves a three-step approach. The firm must (1) estimate its future residual funds, (2) determine an appropriate target payout ratio and (3) decide on the quarterly dividend.

Step 1 : Estimate Future Residual Funds

Start with the firm's earning and cash flow projection over a reasonable time horizon. Five years is typical. At a minimum, a firm should pay out cash that it cannot invest in positives-NPV projects. After considering investor-related factors, it might decide the pay out more than this minimum. However, because of floatation costs, it is usually unwise for a firm to pay out so much more than the minimum as to tiger the need for a new equity.

Step 2 : Determine an Appropriate Target Payout Ratio

Applying the Behavioral principle provides a good starting point for establishing a target

payout range. The payout ratios of comparable firms-essentially those in the same industry, of nearly the same size, and with similiar product mix and other operating characteristic-will suggest a range of customary payout ratios for that industry or industry segment. A firm should consider the range of feasible target payout ratios together with the range of customary payout ratios and any special shareholder mix considerations in setting in long-term target payout ratio.

Step 3 : Set The Quarterly Dividend Rate

Given its target payout ratio and its earning and cash flow projections, a firm should establish quarterly dividend rate at the highest comfortably sustainable level. That is the dividend rate should be sustainable at least over the planning horizon. Prudence dictates setting the actual rate somewhat bellow the exected minimum to compesate for the uncertainty of the earnings and cash flow forecast. Most corporations find it advantageous to review dividend policy in a particular quarter each year, thus creating a predictable pattern. If a firm wants to increase its dividends, it ma be better to make one significant increase per year than tiny ones each quarter.

Salah satu keputusan keuangan yang dapat mempengaruhi harga saham adalah kebijakan dividen, karena dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham merupakan salah satu pertimbangan para investor untuk membeli saham suatu perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik pula dan pada akhirnya perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dianggap menguntungkan dan tentunya penilaian terhadap perusahaan tersebut akan semakin baik pula, yang biasanya tercermin melalui tingkat harga saham perusahaan tersebut. Jika nilai dividen yang dibayarkan kecil atau tidak dibayarkan sama sekali karena kondisi fundamental keuangan perusahaan, maka para investor tidak akan tertarik untuk membeli saham sehingga volume transaksi saham akan kecil. Kondisi ini kemudian akan menyebabkan harga pasar saham akan jatuh. Kemudian, jangka panjang posisi keuangan perusahaan akan semakin buruk sebab kehilangan sumber pendanaan dari saham, sehingga nilai perusahaan akan turun.

Berdasarkan kutipan di atas maka dapat dikatakan bahwa dividen merupakan faktor yang berpengaruh terhadap harga saham perusahaan dan perusahaan harus melakukan kebijakan yang hati-hati dalam pembagian keuntungan perusahaan dividen dan investasi. Menurut Timothy and Joseph D.

Andrew : “*Dividend are cash payment that corporations make to their common stock holders. Dividend provide the return common stock holders receive from the firm for the equity capital they have supplied. Even companies that, do not currently pay dividend reinvest in the firm the earning they generate. In this way they increase the ability of the firm to pay dividends in the future.*” (1997: 392)

Persentase dari laba yang akan dibagikan sebagai dividen disebut sebagai *Dividend Payout Ratio (DPR)*. Dengan semakin tingginya *Dividend Payout Ratio* semakin kecil dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan dan semakin besar dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham. Dengan begitu, minat investor terhadap saham perusahaan akan tinggi dan akan menaikkan harga saham. Jadi, *Dividend Payout Ratio (DPR)* memiliki pengaruh positif terhadap harga saham. *Dividend Payout Ratio* dapat dihitung dengan rumus :

$$DPR = \frac{DPS}{EPS}$$

Dimana :

DPR = persentasi dari laba yang akan dibagikan sebagai deviden

DPS = besarnya deviden per lembar sahamnya

EPS = keuntungan dari per lembar sahamnya

Terdapat faktor-faktor yang dapat mempengaruhi *Dividend Payout Ratio*, diantaranya 1).*Likuiditas*, 2) *Profitabilitas*, 3) Tingkat risiko, 4) *Financing*, 5) *Investasi*, dan 6) *Ownerships Structure* .

Hubungan Kebijakan Dividen dan Likuiditas

Perusahaan untuk membayar dividen memerlukan aliran kas keluar, sehingga harus tersedia *likuiditas* yang cukup. Semakin tinggi *likuiditas* yang dimiliki perusahaan semakin mampu membayar dividen. Menurut Gill dan Green (1993) yang diacu Adedeji (1998) menyatakan bahwa *likuiditas* suatu perusahaan mempunyai pengaruh positif dengan *Dividen Payout Ratio*. Sedangkan menurut Alli at al., (1993) di dalam menjelaskan posisi likuiditas menyatakan bahwa keuntungan yang diperoleh dan laba di tahan yang tiinggi tidak harus menyebabkan posisi kas yang tinggi juga, karena adanya kemungkinan bahwa keuntungan dan laba ditahan tersebut telah digunakan untuk membayar hutang, atau melekat pada aktiva selain kas.

$$Likuiditas = \frac{Current Assets - Inventory}{Current Liabilitie s}$$

Hubungan Kebijakan Dividen dan *Profitabilitas*

Besar kecilnya laba yang diperoleh perusahaan akan mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibagikan. Semakin besar tingkat laba atau *profitabilitas* yang diperoleh perusahaan akan mengakibatkan semakin besar dividen yang akan dibagikan dan sebaliknya. Theobald (1978) yang diacu oleh Florentina (2001) menemukan bahwa *profitabilitas* mempunyai pengaruh positif dengan *Dividen Payout Ratio*. Menurut *Pecking order theory* peningkatan dividen hanya terjadi ketika perusahaan memiliki *profitabilitas* yang tinggi, yang mana cukup untuk meningkatkan baik laba ditahan dan pembayaran dividen secara serentak. Sebagai tambahan, ketika perusahaan mengalami *profitabilitas* yang rendah mereka tidak dapat membayar dividen kepada pemegang saham (Myers dan Majluf, 1984).

$$\text{Profitabilitas} = \frac{\text{EAT}}{\text{TA}}$$

Dimana : EAT = *Earning After Tax*
TA = *Total Assets*

Hubungan Kebijakan Dividen Dengan Risiko

Menurut Moh'd, Perry dan Rumbey (1995) bahwa tingkat risiko tinggi, menyebabkan kesulitan untuk memperoleh dana eksternal. Untuk menghindari biaya transaksi yang tinggi akibat dari dana eksternal, maka sebaiknya perusahaan tidak membayar dividen dalam jumlah yang besar sehingga dana dapat tercukupi dari dana internal khususnya dari *retained earning*.

Para investor yang tidak bersedia mengambil risiko (*risk aversion*) mempunyai pandangan bahwa semakin tinggi tingkat risiko suatu perusahaan, akan semakin tinggi juga tingkat keuntungan yang diharapkan sebagai hasil atau imbalan terhadap risiko tersebut. Selanjutnya dividen yang akan diterima untuk saat ini akan mempunyai nilai yang lebih tinggi daripada *capital gain* yang akan diterima di masa yang akan datang. Dengan demikian, investor yang tidak bersedia berspekulasi akan lebih menyukai dividen daripada *capital gain*. Kale dan Noe (1990) mengembangkan sebuah model dimana risiko yang lebih rendah menghasilkan pembayaran dividen yang lebih rendah. Tingkat risiko diukur dengan : deviasi standar dari rasio *Earning Before Interest and Tax* (EBIT) dibanding dengan assets.

Hubungan Kebijakan Dividen dan *Financing*

Perusahaan pada umumnya menaikkan modal untuk investasi pada asset yang dapat mendorong

pertumbuhan perusahaan. Untuk mendanai investasinya, perusahaan harus memilih bauran modalnya dengan modal sendiri dan pinjaman jangka panjang. Jika pendanaan dengan pinjaman jangka panjang yang digunakan oleh perusahaan telah melampaui target, maka perusahaan harus mendanai investasinya dari sumber dana internal berupa laba ditahan atau penerbitan saham.

Biaya modal dengan laba ditahan lebih murah dibandingkan dengan menerbitkan saham baru. Oleh karena itu, perusahaan perlu menentukan kembali kebijakan dividennya dengan memperkecil pembayaran dividen kasnya, sehingga sebagian pendapatan perusahaan dapat digunakan untuk mendanai investasi perusahaan yang menguntungkan. Dengan demikian, keputusan kebijakan dividen berpengaruh terhadap struktur modal seperti yang diutarakan oleh Damodaran (2001: 681): "*Firms can use dividend policy as a tool to change their debt ratios. Firms can increase or decrease leverage by changing their dividend policy: increasing dividends increases leverage over time, and decreasing dividends reduces leverage.*"

Berbeda dengan *agency theory*, *pecking order theory* menyatakan bahwa pembayaran dividen yang ditargetkan harus ada (Myers, 1984). *Pecking order theory* menyatakan pembiayaan internal lebih disukai dibanding pembiayaan eksternal dalam membiayai belanja investasi. Peningkatan pembayaran dividen hanya dapat dilakukan ketika seorang manager menyetujui bahwa mereka dapat mengelola kebijakan dividen yang baru di masa yang akan datang. Peningkatan dividen hanya terjadi ketika perusahaan memiliki *profitabilitas* yang tinggi, yang mana cukup untuk meningkatkan baik laba ditahan dan pembayaran dividen secara serentak. Dengan kata lain, *pecking order theory* memprediksi adanya hubungan negatif antara keputusan pembiayaan dan dividen. Semakin tinggi tingkat hutang semakin banyak dana yang tersedia untuk membayar dividen yang lebih tinggi karena akan memberikan sinyal positif dan menyebabkan nilai perusahaan naik. Frank dan goyal (2000) menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan besar akan menambah hutang untuk mendukung pembayaran dividen.

Berbeda dengan Sutrisno (2001) menyatakan bahwa rasio hutang (DER) mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya, yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk

dividen yang akan diterima. Jika beban hutang semakin tinggi, maka kemampuan perusahaan untuk membagi dividen akan semakin rendah, sehingga DER mempunyai hubungan negatif dengan dividen.

$$\text{Financing} = \text{DER} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$$

Dimana : EAT = *Earning After Tax*
 EPS = *Earning Per Share*

Hubungan Kebijakan Dividen dan Investasi

Miller dan Modigliani (1961) menyatakan bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh keputusan dividen sekarang dan masa yang akan datang. Walaupun teori lain menyatakan bahwa nilai perusahaan tergantung pada keputusan dividen. Kalay (1982) menyatakan bahwa pemegang saham dapat mengurangi rencana investasi atau mengurangi asset yang ada dan membayar belanja yang aman seperti dividen yang disebut dividen keuangan investasi. *Residual theory* menyatakan pembagian dividen merupakan fungsi dari pendapatan perusahaan, investasi, dan target struktur modal. Hal ini bergantung pada putusan pembiayaan dan investasi perusahaan. Konsisten dengan argumen *Kalay residual theory* juga memprediksi bahwa investasi perusahaan memiliki dampak negatif terhadap keputusan dividen.

Berbeda dengan dua teori di atas, *pecking order theory* menyatakan bahwa dividen selalu ada (Myers, 1984). Pendapat ini secara paralel mempengaruhi hipotesis bahwa manager merasa enggan untuk mengubah kebijakan dividen yang disebabkan usaha yang keras dalam memaksimalkan apa yang diinginkan pemegang saham.

Perubahan kebijakan dividen dapat mengecewakan pemegang saham saat ini yang lebih menyukai tingkat pembayaran dividen yang lalu (konstan). Perubahan pembagian dividen hanya terjadi ketika manager tidak dapat mengelola level yang tetap dalam pembagian dividen yang disebabkan oleh prospek atau kondisi ekonomi yang buruk di masa yang akan datang.

Perusahaan dengan perkembangan cepat membutuhkan lebih besar dana untuk pelaksanaan investasi. Kebutuhan dana pertama kali dipenuhi dari *internal equity*, karena banyak dana yang dialokasikan *retained earning* maka menyebabkan laba yang dibayarkan untuk dividen semakin berkurang. Barclay (1995) menyatakan bahwa dengan pertumbuhan tinggi memerlukan banyak

dana menyebabkan dividen yang dibayarkan menjadi rendah.

$$\text{Investasi} = \frac{\text{Total Assets} - \text{Total Assets}_{t-1}}{\text{Total Assets}_{t-1}}$$

Hubungan Kebijakan Dividen dan Ownership Structure

Masalah dalam kebijakan dan pembayaran dividen mempunyai dampak yang sangat penting baik bagi para investor maupun bagi para perusahaan yang akan membayarkan dividennya. Kebijakan dividen suatu perusahaan akan melibatkan dua pihak berkepentingan dan saling bertentangan, yaitu kepentingan para pemegang saham dengan dividennya, dan kepentingan perusahaan dengan laba ditahannya. Disamping itu, kepentingan *bondholder* yang dapat mempengaruhi besarnya kas dividen yang dapat dibayarkan. Dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham tergantung kepada kebijakan perusahaan sehingga memerlukan kepentingan yang lebih serius dari manajemen perusahaan.

3. Metode Penelitian

Objek Penelitian

Objek penelitian adalah emiten-emiten dalam sektor industri konsumsi di Bursa Efek Jakarta pada periode tahun 2000-2010. Jumlah perusahaan dalam sektor industri konsumsi yang selalu listing selama periode penelitian sebanyak 25 perusahaan dari 43 perusahaan.

Metode Penelitian

Penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh antar variabel yang dihipotesiskan. Menurut Suharsimi (1998:67) bahwa hipotesis itu sendiri menunjuk pada hubungan antara dua variabel atau lebih, untuk mengetahui apakah sesuatu variabel berasosiasi atautidak dengan variabel lainnya, atau apakah sesuatu variabel disebabkan/dipengaruhi atautidak oleh variabel lainnya.

Bentuk atau jenis penelitian ini dalam pelaksanaannya adalah menggunakan analisis *verifikatif* yaitu dengan melakukan uji hipotesa melalui pengolahan dan pengujian data secara statistik. Selain itu, penelitian ini juga menggunakan metode *deskriptif* analisis atau gambaran secara sistematis mengenai fakta, sifat atau hubungan antar fenomena dari masalah yang diselidiki lalu menguji hipotesis atau hubungan variabel dari perhitungan dengan menggunakan statistik.

Data yang digunakan adalah data yang bersifat kuantitatif, yang diwakilinya dengan data *time series*, yaitu data yang menggambarkan perkembangan dari waktu ke waktu dari satuan periode tertentu misalnya dalam harian, bulanan atau tahunan. Dalam penelitian ini, data yang digunakan untuk mengukur pengaruh variabel Kebijakan Dividen, terdiri atas *liquidity* (X_1), *profitability* (X_2), *risk* (X_3), *financing* (X_4), *investment* (X_5) and *ownership* (X_6) terhadap *stock price* (Y), dengan menggunakan cara *pooled data*. *Pooled data* atau data panel menggabungkan data *time series* yaitu sebanyak 11 tahun dari tahun 2000-2010, dan data *cross sectional* yaitu sebanyak 25 perusahaan, sehingga jumlah data yang diamati sebanyak 275 data (11 tahun x 25 perusahaan).

Metode pengumpulan data dilakukan dengan mengumpulkan data sekunder yang meliputi:

- (1) Data berupa laporan keuangan yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*. Pada laporan keuangan perusahaan kategori industri barang konsumsi tersebut memuat informasi tentang faktor-faktor kebijakan dividen.

Faktor-faktor kebijakan dividen yang dimaksud adalah faktor-faktor yang mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* yang meliputi : (1) *Likuiditas*, (2) *Profitabilitas*, (3) *Tingkat risiko*, (4) *Financing*, (5) *Investasi*, dan (6) *Ownerships Structure* .

- (2) Tanggal publikasi laporan keuangan perusahaan sektor industri konsumsi tahun 2000-2010 yang diperoleh dari BEJ.
- (3) Harga saham yang digunakan adalah harga saham penutupan (*closing price*) yang terjadi pada setiap tahunnya di pasar sekunder.

Operasionalisasi Variabel

Di dalam penelitian ini, terdapat dua variabel yang akan diteliti yaitu variabel dependen adalah harga saham, dan variabel independen kebijakan dividen.

Untuk mendapatkan kejelasan variabel, maka dari uraian tentang variabel-variabel penelitian secara lengkap dapat dioperasionalisasikan sebagaimana ditunjukkan pada tabel berikut :

Tabel 1. Definisi Operasional Variabel

VARIABEL	DEFINISI
Harga Saham	Harga saham yang digunakan penelitian ini adalah harga pasar saham yaitu harga yang terjadi pada saat diperdagangkan di bursa efek dan merupakan harga

	penutupan (<i>closing price</i>)
<i>Likuiditas</i>	Kemampuan perusahaan di dalam membayar hutang-hutangnya
<i>Profitabilitas</i>	Pendapatan untuk membiayai investasi yang ditujukan untuk menghasilkan keuntungan
Tingkat risiko	Deviasi standar dari rasio Earning Before Interest and Tax dibanding dengan Assets
<i>Financing</i>	Besarnya tingkat hutang yang dimiliki oleh perusahaan.
Investasi	Besarnya dana yang dikeluarkan untuk perkembangan perusahaan dalam jangka panjang
<i>Ownership Structure</i>	Besarnya kepemilikan perusahaan yang dimiliki oleh pemegang saham

Populasi Dan Metode Penarikan Sampel

Populasi sasaran dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan dalam sektor industri barang konsumsi dari periode tahun 2000-2011. Sedangkan cara penarikan sampel dilakukan melalui *purposive sampling* dengan tipe *judgement sampling* yaitu pemilihan sampel dengan mendasarkan pada kriteria yang digunakan adalah :

- 1) Perusahaan yang termasuk ke dalam industri barang konsumsi yang listing di BEI selama periode penelitian yaitu dari tahun 2000-2010.
- 2) Perusahaan-perusahaan tersebut selalu terdaftar dalam *Indonesian Capital Market Directory* selama periode penelitian.

Bursa Efek Indonesia (BEI) merupakan salah satu alternatif perolehan dana yang semakin lama semakin banyak digunakan oleh perusahaan, seperti data yang didapat pada situs resmi BEI yaitu www.idx.co.id yang menunjukkan bahwa pada tahun 1988 terdapat hanya 24 perusahaan yang *go public* di BEI, pada tahun 1995 meningkat menjadi 224, tahun 1999 menjadi 288 perusahaan, pada tahun 2004 telah terdaftar 317 perusahaan dan data terakhir yang didapatkan sampai dengan per bulakhir 2010 telah terdaftar 405 perusahaan. Dari 405 perusahaan yang telah terdaftar di BEI, terdapat 19 perusahaan barang konsumsi makanan dan minuman. (sumber : www.idx.co.id.)

Setelah dilakukan pemilihan sampel menurut kriteria dia atas, maka terdapat 25 perusahaan yang lolos dalam kriteria, yaitu :

Tabel 2. Populasi dan Sampel

BIDANG	Populasi	Jumlah
	2000-2010	Sampel
1. Makanan dan minuman	19	13
2. Rokok	4	3
3. Farmasi	13	6
4. Kosmetik & barang kep.RT	4	2
5. Peralatan Rumah Tangga	3	1
JUMLAH	42	25

Metode Pengumpulan Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini bersumber dari data sekunder dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*. ICMD merupakan data dan informasi laporan keuangan perusahaan yang *go public* di Indonesia.

Metode Analisis

Data yang digunakan merupakan gabungan dari data *cross section* (antar perusahaan) dan *time series* (antar waktu) atau *pooled data (pooling of cross sectional and time series observations)* atau disebut juga *panel data*.

Penaksiran dan analisis hubungan antara variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini didasarkan pada teori ekonomi dan digunakan pendekatan analisis jalur (*Path Analysis*).

Analisis jalur (*Path analysis*), yang bertujuan untuk mengetahui pengaruh langsung dan pengaruh tidak langsung, sesuatu variabel penyebab *Dividend Payot Ratio* yang terdiri atas X_1 (*Likuiditas*), X_2 (*Profitabilitas*), X_3 (*Risiko*), X_4 (*Financing*), X_5 (*Investasi*), dan X_6 (*Ownership Structure*) terhadap faktor *Closing Price (Y)*

Oleh karena itu dibangun struktur Diagram jalur yang menggambarkan atau menjelaskan pengaruh langsung masing-masing variabel bebas (eksogenus : X) dan pengaruh tidak langsung yaitu pengaruh secara bersamaan dari variabel-variabel bebas terhadap variabel tak bebas. Alur atau pola hubungan yang dimaksud diatas, dinyatakan secara konkrit dalam gambar berikut ;

Struktural hubungan antara Variabel X dan Y

Diagram jalur pada gambar (model struktural variabel bebas X_1, X_2, \dots, X_6 terhadap variabel tak bebas Y) yang diartikan sebagai berikut;

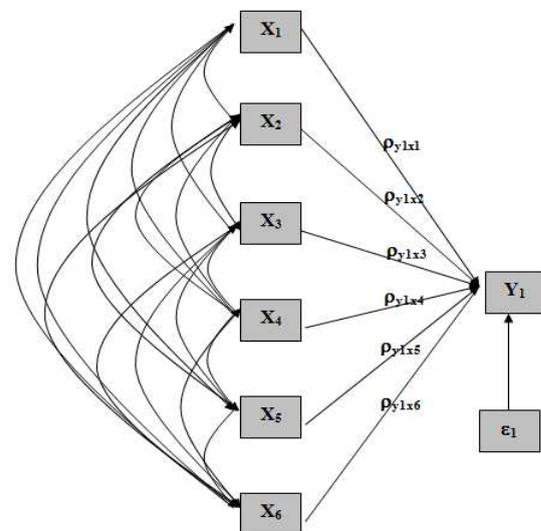
- 1) Hubungan antara X_1, X_2, \dots, X_6 ke Y merupakan kausal (Panah berkepala satu), diukur besarnya berdasarkan koefisien jalur

yang masing-masing adalah $\rho_{y,x1}, \rho_{y,x2}, \dots, \rho_{y,x6}$ yang menyatakan pengaruh langsung X_i pada Y ($i = 1, 2, 3, \dots, 6$)

- 2) Pengaruh yang sifatnya langsung dapat terjadi dari Y ke X_i kembali ke Y Sedangkan pengaruh yang sifatnya tidak langsung dapat terjadi dari Y ke X_i melalui X_j kembali ke Y ; ($i = 1, 2, \dots, 6 ; j = 1, 2, \dots, 6$)

- 3) Hubungan antara $X_1, X_2, X_3 \dots X_6$, merupakan hubungan korelasional (dengan tanda panah dua arah/berkepala dua), besaran antara korelasi antar variabel ini diukur dengan koefisien korelasi Pearson ($r_{xi,xj}$), sehingga masing-masing dinyatakan sebagai : $r_{x1,x2}, r_{x1,x3}, r_{x1,x4}, r_{x2,x3} \dots$ dan $r_{x5,x6}$ yang dihitung dengan rumusan :

$$r_{x_i,x_j} = \frac{n \sum X_i \cdot X_j - (\sum X_i)(\sum X_j)}{\sqrt{\{n \sum X_i^2 - (\sum X_i)^2\} \{n \sum X_j^2 - (\sum X_j)^2\}}}$$



Secara metodologi seperti yang dibahas dalam Gaspersz V. (1991), Chun Li, Ching (1978) atau dalam Sitepu, Nirwana (1994), terdapat dua cara analisis operasional dalam kajian pengaruh struktural variabel-variabel bebas dan variabel tak bebas dalam suatu model lintasan yang dihipotesiskan, yaitu cara pendekatan model regresi multipel dan cara Korelasi (matriks Korelasi). Dalam hal ini penulis menggunakan pendekatan model regresi, dan semua hasil hitungan menggunakan perangkat *software SPSS*.

Berdasarkan model struktural yang diperoleh, ditentukan ukuran korelasi dan determinasi dalam upaya menentukan besarnya pengaruh langsung maupun tak langsung antara beberapa variabel bebas yang dikaji pada variabel tak bebas. Model

terstruktur adalah model 'jalur', yang akan menghubungkan variabel bebas ke variabel tak-bebas. Dalam keadaan demikian, teori, pengalaman masa lalu atau petunjuk lainnya dapat digunakan peneliti untuk membedakan variabel bebas mana yang mampu memprediksi masing-masing variabel takbebas.

Oleh karena, untuk mengambil keputusan tentang variabel bebas (atau dikenal dengan istilah eksogen) mana yang berpengaruh pada variabel tak bebas (variabel endogen), dilakukan pengujian secara statistik. Pengujian dilakukan dua tahap, yaitu uji secara parsial, yang merupakan pengujian untuk setiap koefisien jalur (*path*) variabel bebas (*Eksogen*) terhadap variabel tak bebas (*endogen*), dalam hal ini maka terdapat pengujian ke-6 koefisien jalur X_i dengan Y , yakni :

$\rho_{y.x_i}$ untuk $i = 1, 2, \dots 6$.

Kemudian, setelah diketahui variabel-variabel bebas (eksogen) mana saja yang secara statistik terbukti berpengaruh pada variabel tak bebas, dilakukan pengujian secara keseluruhan dari variabel bebas yang signifikans terkait dengan variabel tak bebas (Y). Pengujian ini disebut **uji simultan** atau pengujian secara keseluruhan. Hal ini dilakukan karena model structural yang dibangun atas konsep menghubungkan beberapa variabel bebas terhadap variabel tak bebas, dan jalur yang dibuat, dapat berarti adanya hubungan atau pengaruh langsung maupun tak langsung, karena adanya keterkaitan antar variabel bebas mempengaruhi variabel tak bebas.

4. Hasil dan Pembahasan

4.1. Hasil Deskriptif

Dari hasil pengamatan variabel bebas yang diteliti terdapat gambaran bahwa, secara umum tingkat *likuiditas* perusahaan memiliki rata-rata sebesar 467,12% *Likuiditas* tertinggi mencapai 29853,6% dan terendah 4,1%.

Setiap perusahaan menginginkan laba yang maksimal, karena laba ini dapat digunakan perusahaan untuk kegiatan di dalam pencapaian nilai perusahaan. Profitabilitas dapat mengukur kemampuan perusahaan di dalam menghasilkan laba dengan total assetnya. Secara umum *profitabilitas* mempunyai rata-rata sebesar 9,39%, dengan nilai tertinggi mencapai 468,4% dan terendah minus 111,3%.

Risiko selalu dihadapi oleh setiap perusahaan di dalam menjalankan kegiatannya. Namun, semakin

besar return yang ingin diperoleh perusahaan, maka akan semakin tinggi risiko yang akan dihadapi. Secara umum risiko mempunyai rata-rata sebesar 7,75%. Risiko tertinggi mencapai 73,8% dan terendah mencapai 0,00%.

Kebijakan pendanaan (*Financing*), menetapkan apakah perusahaan akan menggunakan modal sendiri, utang jangka pendek ataupun utang jangka panjang di dalam membiayai setiap investasinya. *Financing* ini diukur dari total hutang perusahaan dibandingkan dengan modal perusahaan. Secara umum *financing* mempunyai rata-rata sebesar 223,91%, yang tertinggi mencapai 18177%, dan terendah mencapai 8% .

Investasi dilakukan perusahaan untuk peningkatan pertumbuhan perusahaan. Namun investasi ini sering bertentangan dengan para pemegang saham karena akan mengurangi pembayaran dividen yang akan diterima para pemegang saham. Secara umum Investasi mempunyai rata-rata sebesar 26,54%, tertinggi pada angka 453,6% dan terendah sebesar -67,9%.

Ownership ini adalah persentase saham yang dimiliki oleh publik. Pada umumnya, perusahaan di Indonesia adalah milik asing dan dimiliki oleh sekelompok minoritas. Sedangkan publik, baik individu, ataupun kelompok hanya memiliki saham perusahaan sebagian kecil saja. secara umum *ownership* mempunyai rata-rata sebesar 28,79%, dengan tertinggi sebesar 67,07%, dan terendah mencapai 5,24%.

Tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat tercermin dari harga sahamnya. Harga saham terbentuk dari permintaan dan penawaran investor dan emiten di Bursa Efek. Secara umum harga saham mempunyai rata-rata sebesar Rp 7.830, tertinggi mencapai Rp 145.000 pada PT Unilever Tbk. Sedangkan harga saham terendah mencapai Rp 120.

4.2. Hasil Analisis Verifikatif

1). Faktor-faktor yang Mempengaruhi *Dividend Payot Ratio (Kebijakan Dividen)*

Untuk menganalisis permasalahan dalam penelitian ini, terlebih dahulu dilakukan peninjauan tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen (*Dividend Payot Ratio*).

Hasil output SPSS, diperoleh taksiran koefisien jalur dari semua variabel eksogen (Kebijakan Dividen) sebagai berikut;

Tabel 3. Taksiran Koefisien Jalur Semua Variabel Eksogen

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	406,932	98,544		4,129	,001
	X1	7,561E-02	,027	,376	2,839	,010
	X2	-,173	,223	-,107	-,775	,447
	X3	,763	,318	,359	2,401	,026
	X4	-5,51E-02	,027	-,282	-2,025	,056
	X5	9,138E-02	,148	,076	,618	,544
	X6	-7,12E-02	,040	-,242	-1,789	,089

a. Dependent Variable: Y1

Dividend Payout Ratio yang meliputi : (X₁) Likuiditas, (X₂) Profitabilitas, (X₃) Tingkat risiko, (X₄) Financing, (X₅) Investasi, dan (X₆) Ownerships Structure. Jadi tampak ada dugaan sementara terdapat 4 (empat) faktor secara statistik yang signifikans, sehingga variabel yang dipih diolah kembali menghasilkan tabel output berikut;

Tabel 4. Taksiran Koefisien Jalur Variabel Eksogen Terpilih

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	396,378	70,036		5,660	,000
	X1	7,324E-02	,026	,364	2,828	,010
	X3	,698	,305	,328	2,291	,032
	X4	-4,62E-02	,025	-,236	-1,818	,083
	X6	-7,16E-02	,037	-,244	-1,916	,068

a. Dependent Variable: Y1

Berdasarkan tabel output diatas, maka ada 4 faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, yakni; (X₁) (X₁) Likuiditas, (X₃) Tingkat risiko, (X₄) Financing, dan (X₆) Ownerships Structure

2). Faktor-faktor yang Mempengaruhi Harga saham (*Stock Price*)

Berdasarkan empat variabel pilihan dalam kebijakan dividen, maka dilakukan analisis terhadap variabel harga saham, dan hasil olahan data dengan langkah stepwise, hanya terdapat dua faktor yang secara signifikans berpengaruh, masing-masing Tingkat Risiko (X₃) dan Finansial (X₄). Dengan hasil olahan akhir sebagaimana ditunjukkan dalam tabel 5.

Jadi masing-masing nilai koefisien jalurnya adalah; $\rho_{(\text{hargasaham} \times \text{Risiko})} = -0,476$

$$\rho_{(\text{hargasaham} \times \text{Financing})} = -0,437$$

Sedangkan hubungan korelasional antara kedua variabel eksogen adalah; $r_{(\text{risiko} \times \text{financing})} = 0,145$

Tabel 5. Taksiran Koefisien Jalur Variabel Eksogen yang berpengaruh pada Harga Saham

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	1,6E+07	3818631		4,295	,000
	X3	-40021,4	16595,138	-,476	-2,412	,024
	X4	-3380,811	1526,156	-,437	-2,215	,036

a. Dependent Variable: Y2

Berdasarkan informasi diatas maka ;

- a). Pengaruh langsung antara risiko terhadap harga saham sebesar : 22,66 %
- b). Pengaruh langsung antara finansial terhadap harga saham sebesar : 19,10 %
- c). Pengaruh tidak langsung faktor risiko ataupun faktor finansial terhadap harga saham sebesar: 3,02 %
- d). Sehingga besar total pengaruh faktor risiko sebagai kebijakan dividen terhadap harga saham sebesar 25,68 % sedangkan total pengaruh faktor finansial sebagai kebijakan dividen terhadap harga saham sebesar 22,12 %.

Tampak dari nilai koefisien jalur sebagai derajat pengaruhnya bernilai negatif. Ini berarti hubungan antara tingkat risiko dan finansial terhadap harga saham bertolak belakang. Artinya apabila tingkat risiko naik, maka akan menurunkan harga saham, dan faktor finansial naik, maka akan menurunkan harga saham.

5. Saran

Perusahaan sebaiknya memperhatikan segala risiko yang akan dihadapi, karena risiko ini dapat mempengaruhi pembayaran dividen dan harga saham perusahaan. Risiko ini datangnya bisa dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan.

Manajemen perusahaan harus senantiasa mengantisipasi segala pengaruh dari berbagai lingkungan. Sebaiknya dilakukan analisis terhadap lingkungan makronya, tidak hanya terbatas pada analisis fundamentalnya saja.

Daftar Pustaka

Alan C Shapiro and Sheldon D. Balbirer. 2000, *Modern Corporate Finance* Prentice Hall, New Jersey.
 Brigham Eugene and Ehrhardt Michael. 2002, *Financial Management-Theory and*

- Practise*, Tenth edition, Thamsom Learning, Shouth Western.
- Gitman J. Lawrence. 2006, *Principles of Managerial Finance*, eleventh editions, Mediform, Sandiego.
- Gujarati Damodar. 1997, "*Ekonometrika Dasar*", Erlangga, Jakarta.
- J. Gallagher Timothy and D. Andrew Joseph. 2004, *Financial Management-Principles and Practice*. Third Edition, Prentice Hall, United States.
- Ross, Westerrield and Jaffe. 2002, *Corporate Finance* Sixth Edition, Mc Graw Hill, New York.
- R. Emery Douglas, Finnerty John D. and Stowe John D. 2004, *Corporate Financial Management*. Second Edition, Pearson Education International. New Jersey.
- Sri Hasnawati. 2005 "Implikasi Keputusan Investasi, Pendanaan, dan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Publik di BEJ". *Jurnal USAHAWAN No.09. 2005*
- Sutrisno. 2001, "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Publik di Indonesia". *TEMA volume II No.1 . 2001*
- Sutrisno. 2001, *Manajemen Keuangan : Teori, Konsep dan Aplikasi*. Ekonisia, Yogyakarta
- Sunariyah. 2004, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, Ed-4, UPP AMK YKPN, Yogyakarta
- Yuniningsih. 2000, "Interdependensi Antara Kebijakan Dividend Payout Ratio, Financial Leverage, Dan Investasi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listed Di Bursa Efek Jakarta". *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*.
- Indonesian Capital Market Directory 1997*, Institute for Economic and Financial Research, 1993-2003.