

## STRATEGI DAN STABILITAS PEMBAYARAN

### DIVIDEN

Zumrotun Nafi'ah  
Staf Pengajar STIE Semarang

#### Abstraksi

*Dividends are a part of the profits given to shareholders. The size of dividends paid by companies to shareholders depends on the dividend policy of each company. Therefore, in determining the dividend policy of a manager needs to consider the factors that influence dividend policy such as: company size, strategy, stability of dividends, and company profits.*

**Kata kunci :** *dividend payout ratio, dividend policy, company size, and company profits*

#### PENDAHULUAN

Perusahaan dalam mengelola keuangannya selalu dihadapkan pada tiga permasalahan penting yang berkaitan. Ketiga permasalahan tersebut adalah keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada pemegang saham. Keputusan-keputusan tersebut mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan yang tercermin dari harga pasar perusahaan (Levy dan Sarnat, 1990).

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan pada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa datang. Kebijakan dividen pada perusahaan merupakan kebijakan yang sangat penting, sebab akan melibatkan dua pihak yaitu pemegang saham dan manajemen perusahaan yang dapat mempunyai kepentingan yang berbeda. Dividen diartikan sebagai pembayaran kepada pemegang saham oleh perusahaan atas keuntungan yang diperolehnya. Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang berkaitan dengan pembayaran dividen oleh perusahaan, berupa penentuan besarnya pembayaran dividen dan besarnya laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan.

#### PERMASALAHAN

Kebijakan dividen masih merupakan masalah yang mengundang perdebatan karena ada beberapa pendapat mengenai dividen. Pertama, pendapat yang mengatakan dividen dibagi sebesar-besarnya (*dividend relevant*); Kedua, kebijakan dividen tidak relevan; dan ketiga

perusahaan membagi dividen sekecil mungkin.

Beberapa teori telah dikemukakan untuk memberikan penjelasan, dimulai dari *Dividend Irrelevance Theory* (Modigliani-Miller, 1961), yang menyatakan bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan perusahaan untuk menghasilkan *earning* dan risiko bisnis, tidak pada bagaimana perusahaan memisahkan *earning* ke *retained earning* dan dividen. Dengan demikian, Modigliani-Miller menyatakan bahwa pembayaran dividen sekarang atau nanti (dalam bentuk *capital gain*) tidak relevan, karena menghasilkan nilai perusahaan yang sama. Teori ini ditentang oleh Gordon dan Lintner (1963), yang mengemukakan bahwa investor lebih memilih pembayaran dividen dari pada *capital gain* (*divident is relevan*), mengingat investor menilai lebih tinggi atas dividen yang diterima, dari pada *capital gain* dimasa mendatang. Teori ini dikenal dengan nama *bird-in-the-hand theory*. Masih dalam kerangka melengkapi wacana yang sudah ada, berkembang pula *tax preference theory*, yang menyatakan bahwa investor lebih memilih *capital gain* dari pada dividen, mengingat lebih ekonomis dari sisi pajak. Berbagai penelitian empiris telah dilakukan untuk membuktikan validitas *tax preference theory*, namun belum ada kejelasan mengapa hasil penelitian pada umumnya menolak teori Modigliani-Miller.

Setiap perubahan dalam kebijakan pembayaran dividen akan memiliki dua dampak yang berlawanan. Apabila dividen akan dibayarkan semua, kepentingan cadangan akan terabaikan. Sebaliknya bila laba akan ditahan semua, maka kepentingan pemegang saham akan uang kas juga terabaikan. Untuk menjaga kedua kepentingan, manajer keuangan harus menempuh kebijakan dividen yang optimal (Brigham dan Gapenski, 1999). Teori kebijakan dividen yang optimal diartikan sebagai rasio pembayaran dividen yang ditetapkan dengan memperhatikan kesempatan untuk menginvestasikan dana serta berbagai preferensi yang dimiliki para investor mengenai dividen dari pada *capital gain* (Husnan, 1988). Kebijakan dividen tersebut juga dipandang untuk menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa mendatang sehingga memaksimalkan harga saham.

## PEMBAHASAN

### A. Pengertian

*Dividen payout ratio* adalah suatu keputusan untuk menentukan berapa besar bagian dari pendapatan perusahaan yang akan dibagikan pada para pemegang saham dan yang akan diinvestasikan kembali atau ditahan didalam perusahaan. Dari pengertian tersebut *dividen payout*

*ratio* didasarkan pada rentang pertimbangan antara kepentingan pemegang saham di satu sisi, dan kepentingan perusahaan di sisi lain.

*Divident payout ratio* penting karena dua alasan, yaitu:

- a. Pembagian dividen mungkin akan mempengaruhi harga saham.
- b. Pendapatan yang ditahan biasanya merupakan sumber tambahan modal sendiri yang terbesar dan penting untuk perusahaan.

Secara umum tidak ada aturan yang secara universal dapat diterapkan pada keputusan pemegang saham dan manajemen perusahaan mengenai dividen. Hal terbaik yang dapat dikatakan adalah bahwa nilai dividen tergantung pada lingkungan pengambilan keputusan, oleh karena lingkungan tersebut berubah sewaktu-waktu, seorang manajer dihadapkan dengan relevannya dividen pada waktu tertentu dan dalam waktu tertentu juga dapat menjadi sesuatu yang utama.

Dividen merupakan hak pemegang saham biasa untuk mendapatkan bagian keuntungan perusahaan. Jika perusahaan memutuskan untuk membagi keuntungan dalam bentuk dividen, maka semua pemegang saham biasa mendapatkan hak yang sama. Pembagian saham biasa dapat dilakukan jika perusahaan sudah membayar dividen untuk saham preferen (Jogiyanto, 2003).

Secara sistematis *dividen payout ratio* dirumuskan sebagai berikut (Ang, 1997):

$$DPR = \frac{\text{dividen per share}}{\text{earning per share}}$$

*Dividen payout ratio* yang berkurang dapat mencerminkan laba perusahaan yang makin berkurang. Akibatnya sinyal buruk akan muncul karena hal tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan kekurangan dana. Kondisi ini menyebabkan preferensi investor akan suatu saham berkurang karena investor memiliki preferensi yang sangat kuat atas dividen sehingga perusahaan akan selalu berupaya untuk mempertahankan *dividen payout ratio* meskipun terjadi penurunan jumlah laba yang diperolehnya.

## **B. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen**

### **1. Ukuran Perusahaan**

Faktor ukuran perusahaan menjelaskan bahwa suatu perusahaan yang mapan dan besar memiliki akses yang lebih mudah ke pasar modal, sedangkan perusahaan kecil tidak mudah. Kemudahan aksesibilitas ke pasar modal dapat di artikan adanya fleksibilitas dan kemampuan

perusahaan untuk menciptakan hutang atau memunculkan dana yang lebih besar dengan catatan perusahaan tersebut memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi dari pada perusahaan kecil.

Ukuran perusahaan besar dengan akses pasar yang lebih baik sebaiknya membayar dividen yang tinggi pada pemegang sahamnya. Semakin besar suatu perusahaan, maka akan semakin baik jalan untuk masuk ke pasar modal sehingga semakin besar kemampuan perusahaan memunculkan dana lebih besar yang kemudian akan berakibat pada semakin meningkatnya fleksibilitas keuangannya dan kemampuannya untuk membayar dividen. Karena kemudahan akses ke pasar modal berarti untuk fleksibilitas dan kemampuannya untuk memperoleh dana yang lebih besar, sehingga perusahaan mampu memiliki ratio perusahaan yang lebih tinggi dari pada perusahaan kecil.

Pengaruh ukuran perusahaan terhadap *dividen payout ratio* sangat kuat. Perusahaan besar dengan akses pasar lebih baik seharusnya membayar dividen yang tinggi kepada pemegang saham, sehingga antara ukuran perusahaan dengan pembayaran dividen memiliki hubungan yang positif. Dalam penelitian ini, ukuran perusahaan diproksi melalui *net sales*, hal ini dikarenakan *net sales* mencerminkan besar kecilnya perusahaan dalam melakukan strategi ekspansinya.

## **2. Kebijakan Dividen**

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan pada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa datang.

Ang (1997), menyatakan bahwa dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan sebagai cadangan perusahaan. Dividen ini untuk dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Apabila perusahaan penerbit saham mampu menghasilkan laba yang besar maka ada kemungkinan pemegang sahamnya akan menikmati keuntungan dalam bentuk dividen yang besar pula.

Dividen merupakan bagian keuntungan yang dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham, oleh karena itu dividen merupakan bagian dari penghasilan yang diharapkan oleh para pemegang saham. Besar kecilnya dividen yang dibayarkan mempengaruhi pencapaian tujuan maksimalisasi kesejahteraan pemegang saham.

Dalam hubungannya dengan kebijakan dividen, para investor umumnya menginginkan

pembagian dividen yang relatif stabil. Karena dengan stabilitas, dividen dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan sehingga mengurangi ketidakpastian investor dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan. Di sisi lain, perusahaan yang akan membagikan dividen dihadapkan pada berbagai macam pertimbangan, yang berhubungan dengan kebijakan dividen. Dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan (*retained earning*) yang ditahan sebagai cadangan bagi perusahaan. Dividen ini dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham tergantung pada kebijakan masing-masing perusahaan, sehingga memerlukan pertimbangan yang lebih serius dari manajemen perusahaan.

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 kesejahteraan yaitu dengan mengharapkan *return* dalam bentuk dividen maupun dalam *capital gain*. Di lain pihak, perusahaan juga mengharapkan adanya pertumbuhan secara terus menerus untuk mempertahankan hidupnya, yang sekaligus mensejahterakan para pemegang sahamnya. Tentunya ini menjadi unik karena kebijakan dividen adalah sangat penting untuk memenuhi harapan para pemegang saham terhadap dividen, dan di satu sisi juga tidak menghambat pertumbuhan perusahaan.

Penelitian yang paling awal dilakukan dalam menentukan kebijakan dividen perusahaan adalah Lintner pada tahun 1956. Lintner mengemukakan bahwa perusahaan menentukan *target dividend payout ratio* dan kebijakan dividen disesuaikan secara bertahap menuju *target dividend payout ratio* yang telah ditentukan. *Target dividend payout ratio* ditentukan sedemikian rupa sehingga perusahaan dapat mewujudkan investasi modal yang berkelanjutan dan mencapai target pertumbuhan dalam jangka panjang. Kemudian penelitian lanjutan dengan model Lintner banyak dilakukan dengan hasil yang secara umum mendukung temuan Lintner. Di Amerika, survey yang dilakukan Baker, Farrelly, dan Edelman pada tahun 1985 mendukung temuan Lintner, dan menyimpulkan bahwa faktor utama yang menentukan pembayaran dividen suatu periode adalah laba mendatang dan dividen periode sebelumnya.

Bambang Riyanto (1991) menyatakan bahwa ada macam-macam kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan antara lain sebagai berikut:

- a. Kebijakan dividen yang stabil

- b. Kebijakan dividen yang penetapan jumlah dividen minimal plus jumlah ekstra tertentu
- c. Kebijakan dividen yang penetapan *dividend payout ratio* yang konstan
- d. Kebijakan dividen yang fleksibel

Menurut Brigham dan Gapenski (1999) menyebutkan ada tiga teori dari preferensi investor yaitu:

1. *Dividend irrelevance theory* adalah suatu teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh, baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Teori ini mengikuti pendapat Modigliani dan Miller (M-M) yang menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *dividend payout ratio* (DPR) tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan risiko bisnis. Dengan demikian kebijakan dividen sebenarnya tidak relevan untuk dipersoalkan.
2. *Bird-in-the-hand theory*, sependapat dengan Gordon dan Lintner yang menyatakan bahwa biaya modal sendiri akan naik jika *dividend payout ratio* (DPR) rendah. Hal ini dikarenakan investor lebih suka menerima dividen dari pada *capital gains*.
3. *Tax preference theory* adalah suatu teori yang menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains* maka para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak.

Berdasarkan ketiga konsep tersebut, perusahaan dapat melakukan hal-hal sebagai berikut:

1. Jika manajemen perusahaan percaya bahwa *dividen irrelevance theory* dari Modigliani dan Miller itu benar merupakan perusahaan tidak perlu memperhatikan besarnya dividen yang harus dibayarkan.
2. Jika perusahaan menganut *bird in the hand theory* maka perusahaan harus membagi seluruh EAT (*earning after tax*) dalam bentuk dividen.
3. Jika perusahaan mempercayai *tax preference theory* maka perusahaan akan menahan seluruh keuntungan.

### **3. Strategi pembayaran dividen**

Menurut Brigham dan Gapenski (1999) menyebutkan ada tiga teori dari preferensi investor dalam kebijakan dividen, yaitu:

**a. Stock Repurchase**

Sebagai alternatif terhadap pemberian dividen berupa uang tunai (*cash dividen*), perusahaan dapat mendistribusikan pendapatan kepada pemegang saham dengan cara membeli kembali saham perusahaan (*repurchasing stock*).

Harga *stock repurchase* pada ekilibrium dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$P^* = \frac{(S \times P_c)}{(S-n)}$$

dimana:

$P^*$  : harga *stock repurchase* equilibrium

$S$  : jumlah saham beredar sebelum *stock repurchase*

$P_c$  : harga saham saat ini sebelum *stock repurchase*

$N$  : jumlah lembar saham yang akan dibeli kembali oleh perusahaan.

Keuntungan *stock repurchase* bagi pemegang saham:

- 1) *Stock repurchase* sering di pandang sebagai tanda positif bagi investor karena pada umumnya *stock repurchase* dilakukan jika perusahaan merasa bahwa saham *undervalued*.
- 2) *Stock repurchase* mengurangi jumlah saham yang beredar dipasar. Setelah *stock repurchase* ada kemungkinan harga saham naik.

Kerugian bagi pemegang saham:

- 1) Perusahaan membeli kembali saham dengan harga yang terlalu tinggi sehingga merugikan pemegang saham yang tidak menjual kembali sahamnya.
- 2) Keuntungan *stock repurchase* dalam bentuk capital gains, padahal sebagian investor menyukai dividen.

Keuntungan bagi perusahaan:

- 1) Menghindari kenaikan dividen. Jika dividen naik terlalu tinggi dikhawatirkan di masa mendatang perusahaan terpaksa membagi dividen yang lebih kecil (pada masa sulit atau banyak kebutuhan dana investasi) yang dapat memberi petanda negatif. *Stock repurchase*

merupakan alternatif yang baik untuk mendistribusikan penghasilan yang diatas normal (*extraordinary earnings*) kepada pemegang saham.

- 2) Dapat digunakan sebagai strategi untuk mengacau usaha pengambil-alihan perusahaan (yang biasanya dilakukan dengan cara membeli saham sebanyak-banyaknya hingga mencapai jumlah saham mayoritas) *stock repurchase* dapat menggagalkan usaha ini.
- 3) Mengubah struktur modal perusahaan. Misalnya, perusahaan ingin meningkatkan rasio hutang dengan cara menggunakan hutang baru untuk membeli kembali saham yang beredar.
- 4) Saham yang ditarik kembali dapat dijual kembali ke pasar jika perusahaan membutuhkan tambahan dana.

Kerugian bagi perusahaan adalah:

- 1) Dapat merusak *image* perusahaan karena sebagian investor merasa bahwa *stock repurchase* merupakan indikator bahwa manajemen perusahaan tidak mempunyai proyek-proyek baru yang baik. Namun demikian, jika perusahaan benar-benar tidak memiliki kesempatan investasi yug baik, ia memang sebaiknya mendistribusikan dana kembali kepada pemegang saham. Tidak banyak bukti empiris yang mendukung alasan ini.
- 2) Setelah *stock repurchase*, pasar mungkin merasa bahwa risiko perusahaan meningkat sehingga dapat menurunkan harga saham.

Jika harus memilih antara *stock repurchase* dan pembayaran dividen tunai, pada pasar yang sempurna (dimana tidak ada pajak, biaya komisi untuk jual-beli saham dan efek sinyal dari pemberian dividen), investor akan indifferent terhadap ke 2 pilihan. Pada pasar yang tidak sempurna, investor mungkin akan memiliki preferensi terhadap salah satu dari ke 2 alternatif tersebut.

Ada 3 metode yang dapat digunakan untuk membeli kembali saham:

Saham dapat dibeli pada pasar terbuka (*open market*)

Perusahaan membuat penawaran formal untuk membeli saham perusahaan dalam jumlah tertentu dan harga tertentu (pendekatan *tender offer*)



Perusahaan membeli sejumlah sahamnya kembali dari satu atau beberapa pemegang saham besar (pendekatan *negotiated basis*)

**b. *Stock split* dan *Stock dividend***

*Stock split* adalah tindakan perusahaan memecah saham yang beredar menjadi bagian yang lebih kecil. *Stock dividend* adalah tindakan perusahaan memberikan saham baru sebagai pembayaran dividen.

Bagi pemegang saham *stock split* tidak membuat mereka bertambah kekayaannya karena kenaikan jumlah saham diimbangi dengan penurunan nilai saham. *Stock dividend* juga tidak menambah kekayaan pemegang saham.

Jika tidak ada keuntungan secara ekonomis mengapa perusahaan melakukan *stock split* dan *Stock dividend*:

1. *Stock split* dilakukan untuk menjaga agar harga saham tetap berada pada optimal price range. Harga saham yang tinggi akan menyulitkan investor untuk membeli saham tersebut sehingga dapat menurunkan permintaan.
2. *Stock dividend* digunakan perusahaan yang ingin menghemat kas atau perusahaan dalam kesulitan keuangan. Masalah yang muncul jika perusahaan tidak membagi dividen tunai investor bisa salah persepsi terhadap emiten. Akibatnya harga saham bisa turun, sehingga untuk menghindari efek negatif ini perusahaan dapat membagi *stock dividend* sebagai pengganti dividen kas.

Meskipun *stock split* dan *stock dividend* tidak berbeda secara pertimbangan ekonomis tapi perlakuan akuntansinya berbeda. Untuk *stock dividend* perusahaan harus melakukan kapitalisasi nilai pasar dari *stock dividend* dengan cara mentransfer sejumlah rupiah dari *stock dividend* ke rekening modal.

**4. Stabilitas pembayaran dividen**

Menurut Brigham dan Gapenski (1999) dalam hubungannya dengan kebijakan dividen, para investor umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil. Karena dengan stabilitas dividen dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan sehingga dapat

mengurangi ketidakpastian investor dalam menanamkan dananya kedalam perusahaan, disisi lain, perusahaan yang akan membagikan dividen dihadapkan pada berbagai macam pertimbangan yang berhubungan dengan kebijakan dividen.

Kebijakan dividen yang stabil berarti jumlah dividen per lembar saham (DPS) yang dibayarkan setiap tahunnya relatif tetap selama jangka waktu tertentu meskipun laba per lembar saham setiap tahunnya berfluktuasi. Beberapa alasan yang mendorong perusahaan menjalankan kebijakan dividen ini antara lain karena, (a) akan memberikan kesan kepada para pemodal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik dimasa yang akan datang dan (b) adanya golongan tertentu yang menginginkan kepastian yang akan dibayarkan.

Investor lebih menyukai perusahaan yang menjalankan kebijakan dividen yang stabil dan *predictable*, terlepas dari berapa besarnya dividen yang dibayarkan (Brigham dan Gapenski, 1999). Perusahaan-perusahaan di negara maju, menjalankan kebijakan dividen yang stabil. Stabilitas kebijakan dividen perusahaan umumnya dikaitkan dengan responsivitas pembayaran dividen terhadap perubahan laba. Kebijakan dividen yang stabil artinya jika ada perubahan laba (naik atau turun), dividen yang dibayarkan tidak serta merta berubah (naik atau turun) sesuai perubahan laba tersebut. Sementara kebijakan dividen yang tidak stabil artinya jika ada kenaikan laba, dividen yang dibayarkan pun akan serta merta naik, dan sebaliknya.

### **5. Laba (profitabilitas)**

Laba atau profitabilitas adalah hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan (Brigham dan Gapenski, 1999). Ratio profitabilitas mengukur efektivitas manajemen berdasarkan hasil pengembalian yang dihasilkan dari penjualan dan investasi.

Faktor profitabilitas juga memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Dividen adalah sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karena itu dividen akan dibagikan apabila perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi kewajiban-kewajiban tetapnya yaitu bunga dan pajak. Oleh karena itu dividen yang diambilkan dari keuntungan bersih akan mempengaruhi *dividen payout ratio*. Perusahaan yang semakin besar keuntungannya akan membayar porsi pendapatan yang semakin besar sebagai dividen.

Kenaikan profitabilitas dan pertumbuhan laba adakalanya diikuti kenaikan pembayaran dividen karena kenaikan pembayaran dividen dianggap sebagai sinyal optimisme manajer atas

kinerja perusahaan. Pada umumnya, manajer hanya menaikkan dividen saat sudah yakin bahwa laba yang diperoleh sekarang dapat tetap dipertahankan.

Ratio keuangan mengenai profitabilitas juga merupakan faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen yang dapat berupa *Return On Equity* (ROE). *Return On Equity* merupakan perbandingan antara laba bersih yang tersedia bagi pemegang saham dengan total ekuitas (Brigham dan Gapenski, 1999). Menurut Ang (1997), profitabilitas merupakan faktor utama yang menjadi pertimbangan direksi dalam membayarkan dividen. Meningkatnya profitabilitas dapat tercermin pada meningkatnya ROE perusahaan dan mengakibatkan perusahaan untuk membayar dividen lebih besar.

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba pada masa mendatang dan merupakan indikator dari keberhasilan operasi perusahaan. Perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya dengan harapan akan mendapatkan keuntungan yang tinggi pula. Brigham dan Gapenski (1999) menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Tujuan dari analisis profitabilitas adalah menganalisa perbedaan laba operasi karena adanya faktor pertumbuhan. Dampak bersih pertumbuhan terhadap laba operasi adalah gabungan dari dampak pertumbuhan pendapatan penjualan dan biaya operasi (Blocher *et al*, 2005). Salah satu evaluasi kinerja yang sering digunakan oleh banyak stakeholder adalah melalui rasio profitabilitas. Hal tersebut dapat dilihat melalui return dari aset yang telah diinvestasikan maupun dari penanaman modal oleh *shareholder* (Brigham dan Gapenski, 1999). Pertumbuhan penjualan bersih yang dihasilkan oleh perusahaan juga akan menghasilkan *profit* yang lebih tinggi sehingga *profit margin on sales* dapat menjadi ukuran atas hasil yang telah dicapai oleh suatu perusahaan pada suatu periode. Proksi yang akan digunakan untuk mengukur profitabilitas adalah dengan rasionya. Rasio yang akan digunakan adalah *Return On Equity* dan *return on asset*.

### KESIMPULAN

Ukuran perusahaan, strategi, stabilitas dan profitabilitas perusahaan dapat mempengaruhi kebijakan dividen. Besarnya perusahaan berperan dalam besarnya rasio pembayaran dividen.

Perusahaan yang besar cenderung mempunyai akses yang lebih mudah dalam pasar modal, sehingga perusahaan dapat membayarkan dividen yang lebih besar dari laba yang diperolehnya sehingga mengurangi ketergantungan pada pendanaan internal.

Strategi yang dipilih oleh perusahaan saat terjadi penurunan laba adalah dengan melakukan penurunan dividen yang dibayarkan atau bahkan dengan cara tidak membayar dividen, dengan tujuan untuk memperkuat modal internal.

Investor lebih menyukai perusahaan yang menjalankan kebijakan dividen yang stabil, terlepas dari berapa besarnya dividen yang dibayarkan (Brigham dan Gapenski, 1999). Stabilitas kebijakan dividen umumnya dikaitkan dengan responsivitas pembayaran dividen terhadap perubahan laba. Kebijakan dividen yang stabil artinya jika ada perubahan laba maka dividen yang dibayarkan tidak ikut berubah sesuai perubahan laba tersebut.

### DAFTAR PUSTAKA

- Ang, R. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia*. Jakarta : Mediasoft Indonesia.
- Blocher Edward J., et.al. 2005. Alih bahasa oleh A Susty Ambarrini. *Manajemen Biaya dengan Tekanan Strategik Buku 2*. Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Brigham, E.F., Gapenski, L.C., & Daves, P.R., 1999, *Intermediate Financial Management*, Sixth Edition, The Dryden Press International Edition, New York.
- Husnan, Suad. 1998. *Manajemen Keuangan I: Teori dan Penarapan (Keputusan Jangka Panjang) Edisi 4*. Yogyakarta. BPFE.
- Jogiyanto HM, 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi kedua BPFE. Yogyakarta.
- Levy, Haim dan Marshal Sarnat, 1990, *Capital Investment and Financial Decision*, 5<sup>th</sup> Ed., Prentice Hall, New York.
- Lintner, John. 1956. Distribution of Incomes of Corporation of Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, *The American Review*, May. 97-113.
- Miller, M., dan F. Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth and The Valuation of Shares. *Journal of Bussiness*. October. 433-443.
- Riyanto, Bambang. 2001. *Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta. BPFE UGM.