

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS

2.1 Tinjauan Pustaka

2.1.1 Nilai Pasar

2.1.1.1 Pengertian Nilai Pasar

Menurut Tandelilin (2017:305), “nilai pasar adalah nilai saham di pasar, yang ditunjukkan oleh harga saham tersebut di pasar”. Dimana nilai pasar dapat dilihat pada harga saham di bursa efek.

Sejalan dengan definisi Tandelilin, menurut Jugiyanto (2016:188) menjelaskan “nilai pasar adalah harga saham yang terjadi di pasar bursa pada saat tertentu yang ditentukan oleh pelaku pasar dengan mekanisme pasar yaitu permintaan dan penawaran saham bersangkutan di pasar bursa”.

Sedangkan menurut Horowitz (2000) dalam Nurul dan Ulfi (2018), nilai pasar (*market value*) adalah nilai pasar dari emiten yang dapat mencerminkan keadaan sebenarnya dari emiten tersebut.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa nilai pasar adalah nilai yang melekat pada suatu perusahaan berdasarkan pasar yang tercermin pada harga saham perusahaan yang ditawarkan di bursa efek.

Pengertian harga saham menurut Sulia (2017) sebagai berikut:

“Harga saham adalah nilai suatu saham yang mencerminkan kekayaan perusahaan yang mengeluarkan saham tersebut, dimana perubahan atau fluktuasinya sangat ditentukan oleh kekuatan permintaan dan penawaran yang terjadi di pasar bursa (pasar sekunder)”.

Menurut Sudirman (2015:16), harga sebuah saham dipengaruhi oleh hukum permintaan dan penawaran, harga suatu saham akan cenderung naik bila suatu saham mengalami kelebihan permintaan dan cenderung turun jika terjadi kelebihan penawaran”.

2.1.1.2 Penilaian Harga Saham

Menurut Frans (2011:93-94), penilaian harga saham dikategorikan menjadi 4 (empat) yaitu:

1. Nilai Nominal Saham (*Par Value*)

Nilai ini merupakan harga saham pertama yang tercantum pada sertifikat saham, tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan, dan disebut secara implisit di dalam neraca perusahaan. Harga saham tersebut merupakan harga yang sudah diotorisasi oleh rapat umum para pemegang saham (*shareholders*). Pada banyak kasus *par value* lebih kecil daripada *book value*, apabila saham tersebut diperjual-belikan di pasar modal. Jika terdapat kelebihan nilai nominal (*par value*), maka nilai ini dilaporkan sebagai agio saham atau premium di dalam neraca.

2. Nilai Buku Saham (*Book Value*)

Nilai perusahaan akan berubah-ubah sejak perusahaan didirikan hingga batas waktu dilikuidasi (*the going concern principles*). Nilai saham tersebut berubah karena adanya kenaikan atau penurunan harga saham dan karena adanya pengaruh laba ditahan ataukah pembagian dividen secara tunai. Jumlah laba ditahan, *par value* saham, dan modal adalah nilai buku. Nilai buku untuk setiap lembar saham dihitung dengan membagi jumlah nilai buku (total ekuitas)

dengan jumlah lembar saham yang beredar (*outstanding shares*). Disini nilai buku per lembar saham menunjukkan aktiva bersih satu lembar saham (*net asset*) yang dimiliki oleh pemegangnya. Secara teoretis, hal ini disebabkan oleh karena aktiva bersih sama dengan total ekuitas para pemegang saham.

3. Nilai Pasar Saham (*Market Value*)

Nilai pasar saham merupakan harga yang terbentuk di bursa dan ditentukan oleh para pelaku pasar. Harga ini terbentuk berdasarkan mekanisme pasar (kekuatan permintaan dan penawaran) di Bursa Efek.

4. Nilai Intrinsik (*Fundamental or Intrinsic Value*)

Nilai intrinsik merupakan nilai seharusnya dari suatu saham. Nilai intrinsik ditentukan berdasarkan *company analysis* (*fundamental security analysis*) dan *technical analysis*. *Company analysis* menggunakan data fundamental, yaitu data yang bersumber dari laporan keuangan perusahaan, sedangkan *technical analysis* menggunakan data pasar saham perusahaan yang dianalisis. *Technical analysis* akan lebih banyak digunakan oleh para praktisi, sedangkan *company analysis* lebih populer di kalangan para akademisi.

2.1.1.3 Pengukuran Nilai Pasar

Dalam mengukur nilai pasar suatu perusahaan dapat dilakukan dengan menghitung kapitalisasi pasar dengan mengalikan harga saham penutup dengan jumlah saham yang beredar (Tandelilin, 2017:98). Nilai pasar menunjukkan keadaan perusahaan berdasarkan persepsi investor yang teraktualisasi dalam harga saham (Hanifah dan Nurdin, 2018). Menurut Tandelilin (2017:98), nilai pasar dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$MV_{it} = \text{Harga Saham Penutup}_{it} \times \text{Jumlah Saham Beredar}_{it}$$

Berdasarkan besarnya jumlah saham yang beredar dan harga saham, dapat dilihat ukuran suatu perusahaan. Semakin banyak jumlah saham yang beredar dan semakin tingginya harga saham menunjukkan semakin besar ukuran sebuah perusahaan. Nilai pasar digunakan untuk mengukur nilai dari perusahaan yang menyebabkan investor mau menanamkan dananya pada suatu surat berharga. Hal ini dipergunakan untuk melihat kecenderungan investor terhadap ukuran suatu perusahaan tertentu.

Margareta dan Diantini (2015) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berhubungan dengan profitabilitas. Nilai pasar menunjukkan ukuran perusahaan dimana perusahaan besar dianggap lebih dipertimbangkan untuk berinvestasi dibandingkan dengan perusahaan kecil karena memiliki profitabilitas lebih tinggi. Dengan melihat ukuran perusahaan berdasarkan nilai pasar, tentu investor akan memilih perusahaan dengan nilai pasar yang besar.

2.1.2 Risiko Pengembalian

2.1.2.1 Return

Menurut Irham (2015:169), “*return* adalah keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan, individu dan institusi dari hasil kebijakan investasi yang dilakukannya”.

Sedangkan menurut Tandelilin (2017:112), “*return* merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor untuk berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi yang dilakukannya”.

Sumber-sumber *return* investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu *yield* dan *capital gain (loss)*. *Yield* merupakan komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Dalam investasi saham, *yield* ditunjukkan oleh besarnya dividen yang diterima oleh investor. *Capital gain (loss)* sebagai komponen kedua dari *return* merupakan kenaikan (penurunan) harga suatu surat berharga (bisa saham ataupun surat utang jangka panjang), yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi investor. Dengan kata lain *capital gain (loss)* bisa juga diartikan sebagai perubahan harga sekuritas.

2.1.2.2 Pengertian Risiko Pengembalian

Menurut Irham (2015:169), “risiko dapat ditafsirkan sebagai bentuk keadaan ketidakpastian tentang suatu keadaan yang akan terjadi nantinya (*future*) dengan keputusan yang diambil berdasarkan berbagai pertimbangan pada saat ini”.

Sejalan dengan definisi tersebut, Sukmawati (2019:211) mengungkapkan definisi “risiko investasi sebagai ukuran ketidakpastian dari suatu investasi atau potensi kerugian yang mungkin dialami ketika seseorang berinvestasi”.

Menurut Zubir (2001:23) dalam Ely dan Nyoman (2015), risiko pengembalian adalah perbedaan antara *expected return* dan *realized return*.

Sama halnya dengan definisi Zubir, menurut Tandelilin (2017:114), “risiko pengembalian merupakan kemungkinan perbedaan antara *return* aktual yang diterima dengan *return* harapan. Semakin besar kemungkinan perbedaannya, berarti semakin besar risiko investasi tersebut”. Dimana *return* harapan merupakan besarnya *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa yang akan

datang, sedangkan *return* aktual merupakan *return* yang dapat direalisasi atau besarnya *return* yang dapat diberikan perusahaan kepada para investor dengan mempertimbangkan faktor-faktor tertentu.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa risiko pengembalian merupakan ketidakpastian yang dapat terjadi dari kegiatan investasi, dengan melihat perbedaan antara *expected return* dengan *realized return*.

2.1.2.3 Sumber-sumber Risiko

Ada beberapa sumber risiko yang bisa mempengaruhi besarnya risiko suatu investasi. Menurut Tandelilin (2017:114-116), sumber-sumber risiko tersebut yaitu sebagai berikut:

1. Risiko suku bunga

Perubahan suku bunga bisa mempengaruhi variabilitas *return* suatu investasi. Perubahan suku bunga akan mempengaruhi saham secara terbalik, *ceteris paribus*. Artinya, jika suku bunga meningkat, maka harga saham akan turun, begitupula sebaliknya. Secara sederhana, jika suatu suku bunga misalnya naik, maka *return* investasi yang terkait dengan suku bunga (misalnya deposito) juga akan naik. Kondisi seperti ini bisa menarik minat investor yang sebelumnya berinvestasi di saham untuk memindahkan dananya dari saham ke dalam deposito. Jika sebagian besar investor melakukan tindakan yang sama maka banyak investor yang menjual saham, untuk berinvestasi dalam bentuk deposito. Berdasarkan hukum permintaan dan penawaran, jika banyak pihak yang menjual saham, maka harga saham akan turun.

2. Risiko pasar

Fluktuasi pasar secara keseluruhan yang memengaruhi variabilitas *return* suatu investasi disebut sebagai risiko pasar. Fluktuasi pasar biasanya ditunjukkan oleh berubahnya indeks pasar saham secara keseluruhan. Perubahan pasar dipengaruhi oleh banyak faktor seperti munculnya resesi ekonomi, kerusuhan, ataupun perubahan politik.

3. Risiko inflasi

Inflasi yang meningkat akan mengurangi kekuatan daya beli rupiah yang telah diinvestasikan. Oleh karenanya, risiko inflasi juga bisa disebut sebagai risiko jual beli. Jika inflasi mengalami peningkatan, investor biasanya menuntut tambahan premium inflasi untuk mengkompensasi penurunan daya beli yang dialaminya.

4. Risiko bisnis

Risiko dalam menjalankan bisnis dalam suatu jenis industri disebut risiko bisnis. Misalnya perusahaan pakaian jadi yang bergerak pada industri tekstil, akan sangat dipengaruhi oleh karakteristik industri tekstil itu sendiri.

5. Risiko finansial

Risiko ini berkaitan dengan keputusan perusahaan untuk menggunakan utang dalam pembiayaan modalnya. Semakin besar proporsi utang yang digunakan perusahaan, semakin besar risiko finansial yang dihadapi perusahaan, begitupula sebaliknya.

6. Risiko likuiditas

Risiko ini berkaitan dengan kecepatan suatu sekuritas yang diterbitkan perusahaan bisa diperdagangkan di pasar sekunder. Semakin cepat suatu sekuritas diperdagangkan, semakin likuid sekuritas tersebut, begitupula sebaliknya, semakin tidak likuid suatu sekuritas semakin besar pula risiko likuiditas yang dihadapi perusahaan.

7. Risiko nilai tukar mata uang

Risiko ini berkaitan dengan fluktuasi nilai tukar mata uang domestik (negara perusahaan tersebut) dengan nilai mata uang negara lainnya. Risiko ini juga dikenal sebagai risiko mata uang (*currency risk*) atau risiko nilai tukar (*exchange rate risk*).

8. Risiko negara (*country risk*)

Risiko ini disebut juga sebagai risiko politik, karena sangat berkaitan dengan kondisi perpolitikan suatu negara. Bagi perusahaan yang berpotensi di luar negeri, stabilitas politik dan ekonomi negara bersangkutan sangat penting diperhatikan untuk menghindari risiko negara yang terlalu tinggi.

Disamping berbagai sumber risiko di atas, dalam manajemen investasi modern juga dikenal pembagian risiko total investasi kedalam dua jenis risiko, yaitu risiko sistematis dan risiko tidak sistematis. Risiko sistematis atau dikenal dengan risiko pasar merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Risiko sistematis bersifat makro dan umum sehingga tidak memandang jenis sektor industri perusahaan. Risiko sistematis dapat berupa risiko inflasi, risiko suku bunga, risiko nilai tukar, risiko negara dan risiko

volatilitas pasar. Sedangkan risiko tidak sistematis atau yang dikenal dengan risiko perusahaan adalah risiko yang terkait pada perubahan kondisi mikro perusahaan penerbit sekuritas. Contoh dari risiko tidak sistematis yaitu risiko likuidasi, risiko kebangkrutan dan risiko tuntutan hukum.

2.1.2.4 Pengukuran Risiko Pengembalian

Risiko sering diasosiasikan dengan variabilitas atau dispersi. Jika *return* suatu aset tidak mempunyai variabilitas, maka aset tersebut dikatakan tidak mempunyai risiko. Semakin besar risiko pengembalian suatu aset, maka semakin besar kemungkinan pengembalian (*return*) berbeda dengan hasil yang diharapkan.

Pengukuran risiko pengembalian yang paling umum digunakan adalah varians (*variance*) dan standar deviasi (*standar deviation*). Untuk menghitung risiko yang dikaitkan dengan pengembalian harapan suatu investasi, maka dapat menggunakan perhitungan standar deviasi *return* investasi yang bersangkutan (Tandelilin, 2017:120). Konsep penyimpangan dari hasil yang diharapkan menjadi dasar pengukuran risiko. Teknik statistik standar deviasi bisa dipakai untuk melihat sejauh mana penyimpangan dari suatu hal yang diharapkan. Dengan demikian teknik standar deviasi bisa dipakai untuk melihat risiko suatu investasi (Hanafi dan Halim, 2014:298). Standar deviasi *return* dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (X_t - \bar{X})^2}{n - 1}}$$

(Tandelilin, 2017:56)

Keterangan :

X_i = *Return* saham perusahaan ke-*i*

\bar{X} = Rata-rata *return* saham

n = Jumlah data *return* saham

Standar deviasi merupakan akar pangkat dua dari varians, standar deviasi lebih mudah diinterpretasikan dibanding varians karena varians diukur dalam persentase kuadrat (Tandelilin, 2017:56). Semakin besar nilai standar deviasi, maka semakin jauh *return-return* aktual berbeda dari rata-rata *return* nya, yang artinya kemungkinan risiko semakin tinggi.

2.1.3 Kebijakan Dividen

2.1.3.1 Pengertian Kebijakan Dividen

Menurut Mulyawan (2015:253), mengungkapkan definisi kebijakan dividen sebagai berikut:

“Kebijakan dividen merupakan keputusan untuk membagi laba yang diperoleh perusahaan kepada para pemegang saham sebagai dividen, atau akan menahan dalam bentuk laba ditahan untuk digunakan sebagai pembiayaan investasi pada masa yang akan datang”.

Definisi tersebut diperdalam oleh Sudana (2015:192), menjelaskan bahwa keputusan dividen merupakan bagian dari keputusan pembelanjaan perusahaan, khususnya berkaitan dengan pembelanjaan internal perusahaan. Hal ini karena besar kecilnya dividen yang dibagikan akan mempengaruhi besar kecilnya laba yang ditahan. Laba ditahan merupakan salah satu sumber dana intern perusahaan.

Menurut Frans (2011:113) mengungkapkan bahwa “kebijakan dividen merupakan kebijakan yang dirumuskan oleh eksekutif perusahaan dalam memutuskan untuk menjatahkan, membagi dan membayar dividen”.

Sejalan dengan definisi tersebut, Harmono (2016:12), mengungkapkan definisi kebijakan dividen sebagai berikut:

“Kebijakan dividen adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen tunai, penjagaan stabilitas dividen dari waktu ke waktu, pembagian dividen saham, dan pembelian kembali saham”.

Sehingga dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen merupakan keputusan yang diambil oleh eksekutif perusahaan untuk membagikan dividen tunai kepada para pemegang saham atau menahan laba perusahaan (laba ditahan) yang dapat digunakan untuk kebutuhan intern perusahaan.

2.1.3.2 Teori Tentang Kebijakan Dividen

Beberapa teori kebijakan dividen yang dikemukakan oleh Dermawan Sjahrial (2002) dalam Mulyawan (2015:254-256) adalah sebagai berikut:

1. Teori Dividen Tidak Relevan

Modigliani dan Miller (MM) berpendapat bahwa nilai perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *dividend payout ratio*, tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak dan kelas risiko perusahaan. Jadi, dividen tidak relevan untuk diperhitungkan karena tidak meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Kenaikan nilai perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan (*earning power*) dari aset perusahaan.

2. Teori *the Bird in the Hand*

Gordon dan Lintner menyatakan bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika *dividend payout ratio* rendah karena investor lebih suka menerima dividen daripada *capital gain*. Menurut mereka, investor memandang *dividend payout yield* lebih pasti daripada *capital gain yield*. Perlu diingat bahwa dilihat dari sisi investor, biaya modal sendiri dari laba ditahan adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan investor pada saham. Laba ditahan adalah keuntungan dari dividen (*dividend yield*) ditambah keuntungan dari *capital gain* (*capital gain yield*).

3. Teori Perbedaan Pajak

Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy yang menyatakan bahwa adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains* menyebabkan para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak dengan alasan berikut:

- a. Keuntungan modal dikenakan tarif pajak yang lebih rendah daripada pembagian dividen. Oleh karena itu, investor yang kaya lebih menyukai jika perusahaan menahan dan menanamkan kembali laba di dalam perusahaan.
- b. Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai saham terjual karena adanya nilai efek waktu. Satu dolar pajak yang dibayarkan pada masa mendatang mempunyai biaya efektif yang lebih rendah daripada satu dolar yang dibayarkan hari ini.

- c. Jika lembar saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang, ahli waris dapat terhindar dari pajak keuntungan modal.

4. Teori *Signalling Hypothesis*

Teori ini menyatakan bahwa kenaikan dividen sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya, penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah kenaikan normal (biasanya) diyakini investor sebagai sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit untuk memberikan dividen di masa mendatang. Seperti teori yang lain, teori *signalling hypothesis* ini juga sulit dibuktikan secara empiris.

5. Teori *Clientele Effect*

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

2.1.3.3 Macam-macam Kebijakan Dividen

Ada beberapa bentuk pemberian dividen secara tunai atau *cash dividend* yang diberikan oleh perusahaan kepada pemegang saham. Beberapa bentuk kebijakan dividen menurut Mulyawan (2015:257-258) adalah sebagai berikut:

1. Kebijakan pemberian dividen stabil

Kebijakan pemberian dividen yang stabil ini banyak dilakukan oleh perusahaan karena beberapa alasan sebagai berikut:

- a. Meningkatkan harga saham sebab dividen yang stabil dan dapat diprediksi dianggap mempunyai risiko yang kecil.
- b. Memberikan kesan kepada para investor bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik pada masa yang akan datang.
- c. Menarik investor yang memanfaatkan dividen untuk keperluan konsumsi sebab dividen selalu dibayarkan.

2. Kebijakan dividen yang meningkat

Dengan kebijakan ini, perusahaan akan membayar dividen kepada pemegang saham dengan jumlah yang selalu meningkat dengan pertumbuhan yang stabil.

3. Kebijakan dividen dengan rasio yang konstan

Kebijakan ini memberikan dividen yang besarnya mengikuti besarnya laba yang diperoleh perusahaan. Semakin besar laba yang diperoleh, semakin besar dividen yang dibayarkan. Demikian pula sebaliknya, apabila laba kecil dividen yang dibayarkan juga kecil. Dasar yang digunakan disebut *dividend payout ratio*.

4. Kebijakan pemberian dividen regular yang rendah ditambah ekstra

Dengan kebijakan ini, perusahaan menentukan jumlah pembayaran dividen per lembar, kemudian ditambahkan dengan ekstra dividen apabila keuntungannya mencapai jumlah tertentu.

2.1.3.4 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Ada beberapa faktor yang menjadi pertimbangan dalam menentukan kebijakan dividen oleh perusahaan seperti yang dijelaskan oleh Sudana (2015:194-195), adalah sebagai berikut:

1. Dana yang dibutuhkan perusahaan

Apabila di masa mendatang perusahaan merencanakan untuk melakukan investasi yang membutuhkan dana yang besar, maka perusahaan dapat memperolehnya melalui penyisihan laba ditahan. Semakin besar kebutuhan dana di masa mendatang, maka semakin besar pula bagian laba yang ditahan di perusahaan atau semakin kecil dividen yang akan dibagikan kepada para pemegang saham.

2. Likuiditas

Dividen dapat dibayarkan dengan dividen tunai atau dividen saham. Perusahaan hanya mampu membayar dividen tunai jika tingkat likuiditas (*cash ratio*) yang dimiliki perusahaan mencukupi. Semakin tinggi tingkat likuiditas perusahaan, semakin besar dividen tunai yang mampu dibayar perusahaan kepada pemegang saham, dan sebaliknya.

3. Kemampuan perusahaan untuk meminjam

Salah satu sumber dana perusahaan adalah berasal dari pinjaman. Perusahaan dimungkinkan untuk membayar dividen yang besar, karena perusahaan masih memiliki peluang atau kemampuan untuk memperoleh dana dari pinjaman guna memenuhi kebutuhan dana yang diperlukan perusahaan. Hal ini dimungkinkan karena leverage keuangan perusahaan masih rendah, dan perusahaan masih

dipercaya oleh para kreditur. Dengan demikian, semakin besar kemampuan perusahaan untuk meminjam, semakin besar dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham.

4. Nilai informasi dividen

Beberapa hasil penelitian menunjukkan bahwa harga pasar saham perusahaan meningkat ketika perusahaan mengumumkan kenaikan dividen, dan harga pasar saham perusahaan turun ketika perusahaan mengumumkan penurunan dividen. Salah satu alasan mengapa terjadi reaksi pasar yang demikian terhadap informasi pengumuman dividen adalah karena pemegang saham lebih menyukai pendapatan sekarang, sehingga dividen berpengaruh positif terhadap harga pasar saham. Selain itu dividen yang meningkat dianggap memberikan sinyal bahwa kondisi keuangan perusahaan baik, dan sebaliknya dividen turun memberikan sinyal kondisi keuangan perusahaan yang memburuk. Penurunan harga saham yang mengikuti sinyal dividen disebut dengan *information content effect*.

5. Pengendalian perusahaan

Jika perusahaan membayar dividen yang besar, kemungkinan perusahaan memperoleh dana dengan menjual saham baru untuk membiayai peluang investasi yang dinilai menguntungkan. Dalam kondisi demikian kendali pemegang saham lama atas perusahaan kemungkinan akan berkurang. Jika pemegang saham lama tidak berjanji untuk membeli tambahan saham baru yang diterbitkan perusahaan. Pemegang saham mungkin lebih suka untuk membayar dividen yang rendah dan membiayai kebutuhan dana untuk investasi dengan

laba ditahan, sehingga tidak menurunkan kendali pemegang saham atas perusahaan.

6. Pembatasan yang diatur dalam perjanjian pinjaman dengan pihak kreditur

Ketika perusahaan memperoleh pinjaman dari pihak kreditur, perjanjian pinjaman tersebut sering disertai dengan persyaratan-persyaratan tertentu. salah satu bentuk persyaratan diantaranya adalah pembatasan pembayaran dividen yang tidak boleh melampaui jumlah tertentu yang disepakati. Hal ini dimaksudkan untuk melindungi kepentingan pihak kreditur, yaitu kelancaran pelunasan pokok pinjaman dan bunganya.

7. Inflasi

Semakin tinggi tingkat inflasi, berarti semakin turun daya beli mata uang. Hal ini berarti perusahaan harus mampu menyediakan dana yang lebih besar untuk membiayai operasi maupun investasi perusahaan pada masa yang akan datang. Apabila peluang untuk mendapatkan dana yang berasal dari luar perusahaan terbatas, maka salah satu cara untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut adalah melalui sumber dana internal, yaitu laba ditahan. Dengan demikian jika tingkat inflasi meningkat, maka dividen yang dibayarkan akan semakin berkurang, dan sebaliknya.

2.1.3.5 Pengukuran Kebijakan Dividen

Dalam mengukur kebijakan dividen pada penelitian ini yaitu menggunakan pengukuran *dividend payout ratio*. *Dividend payout ratio* merupakan laba dari setiap lembar saham yang diinvestasikan pada suatu emiten yang akan dibagikan dalam setiap akhir periode akuntansi. Menurut Ermawati dan Margasari (2013)

dalam Nurul dan Ulfi (2018), nilai *dividend payout ratio* akan mencerminkan kebijakan dividen suatu emiten yang nantinya akan berpengaruh terhadap keuntungan yang didapat investor dan juga akan mempengaruhi jangka waktu kepemilikan saham.

Menurut Werner (2013:65), *dividend payout ratio* merupakan rasio yang menggambarkan besarnya proporsi dividen yang dibagikan terhadap pendapatan bersih perusahaan. DPR dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earnings Per Share}}$$

Tingginya nilai dari *dividend payout ratio* dari suatu perusahaan akan membuat perusahaan tersebut membagikan dividen bagi para investor dengan nilai tinggi pula (Nurul dan Ulfi, 2018).

2.1.4 Holding Period Saham Biasa

2.1.4.1 Pengertian Holding Period Saham

Menurut Jones (2014) dalam Ernawati dkk (2016), mengungkapkan bahwa “*holding period* merupakan lama waktu yang diperlukan oleh investor untuk berinvestasi pada saham perusahaan dalam jangka waktu atau periode tertentu”. Semakin lama investor memutuskan untuk menjual sahamnya berarti semakin lama investor akan menahan saham tersebut.

Sejalan dengan definisi tersebut, menurut Wisayang (2010), “*holding period* merupakan variabel yang memberikan indikasi tentang rata-rata panjangnya waktu investor untuk menahan saham suatu perusahaan”.

Sama halnya dengan definisi menurut Wisayang, menurut Vinus (2010) mendefinisikan “*holding period* adalah rata-rata panjangnya waktu yang digunakan investor dalam menyimpan/memegang suatu sekuritas selama periode waktu tertentu”.

Dengan demikian, *holding period* dapat diartikan sebagai rata-rata lamanya investor dalam menahan atau memegang sahamnya, atau dengan arti lain *holding period* merupakan jangka waktu kepemilikan saham oleh investor.

2.1.4.2 Pengukuran *Holding Period* Saham

Perhitungan *holding period* merupakan perkiraan kasar dari jangka waktu kepemilikan saham, karena setiap investor tidak mungkin memiliki waktu yang sama dalam menahan atau memegang sahamnya (Atkins dan Dyl, 1997:314) dalam (Dinar Ayu dkk, 2011).

Pengukuran menurut Perangin-angin dan Fauzie (2013), rata-rata *holding period* untuk setiap tahun dapat dihitung dengan membagi jumlah saham beredar pada saham perusahaan i per akhir tahun t dengan rata-rata volume transaksi perdagangan saham i tahun t . *Holding period* saham dapat diformulasikan sebagai berikut ini:

$$HP_{it} = \frac{\text{Jumlah Saham Beredar}_{it}}{\text{Volume Transaksi Perdagangan}_{it}}$$

Angka yang ditunjukkan dari *holding period* saham bukan berarti seorang investor menahan sahamnya selama itu dengan pasti, namun angka tersebut menunjukkan bahwa semakin besar nominalnya maka semakin lama jangka waktu

seorang investor dalam memegang atau menahan sahamnya. *Holding period* yang panjang menunjukkan keadaan saham yang baik karena investor akan cenderung menahan sahamnya, maka dapat dikatakan investor tersebut akan mendapatkan keuntungan yang memadai, begitupun sebaliknya. Dengan melihat nilai *holding period* maka investor akan mendapatkan gambaran umum dari keadaan saham tersebut (Nurul dan Ulfi, 2018).

2.2 Kerangka Pemikiran

Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa mendatang (Tandelilin, 2017:2). Menginvestasikan sejumlah dana, umumnya dapat dilakukan pada asset riil seperti emas, tanah, mesin dan bangunan, atau bisa juga pada aset finansial seperti obligasi, reksa dana, deposito, termasuk salah satu bentuk dari aset finansial ini yaitu saham.

Saham merupakan sertifikat yang menunjukkan bukti kepemilikan suatu perusahaan. Dengan membeli saham suatu perusahaan, maka seseorang telah menjadi bagian dari pemilik perusahaan tersebut dan mempunyai hak yang melekat atas perusahaan, termasuk atas pembagian laba yang berhasil dicapai perusahaan. Saham merupakan salah satu bentuk aset finansial yang paling banyak ditawarkan oleh perusahaan dan banyak dipilih oleh investor untuk menanamkan modalnya, karena bisa diperdagangkan dengan mudah, biaya relatif murah dan dalam pasar yang terorganisir. Pada dasarnya investasi dalam bentuk saham terbagi menjadi dua, yaitu investasi jangka pendek serta investasi jangka panjang. Dalam investasi jangka pendek, investor memiliki tujuan memperoleh keuntungan dari perubahan

harga (*capital gain*), sedangkan tujuan dari investasi jangka panjang adalah untuk mendapatkan dividen (bagian laba perusahaan yang diatribusikan kepada para investor) dan perubahan harga saham (*capital gain*).

Seorang investor mempunyai kebebasan untuk memilih jenis saham yang dibeli, jumlah saham yang akan dibeli, dan menentukan lamanya memegang aset pada perusahaan *go public*. Periode lamanya investor dalam menahan kepemilikan sahamnya disebut dengan *holding period*, setiap investor mempunyai analisis dan kriteria masing-masing untuk menilai kondisi saham sehingga investor dapat mempertimbangkan untuk menahan atau melepaskan saham yang dimilikinya.

Menurut Jones (2014) dalam Ernawati dkk (2016), mengungkapkan bahwa “*holding period* merupakan lama waktu yang diperlukan oleh investor untuk berinvestasi pada saham perusahaan dalam jangka waktu atau periode tertentu”. Semakin lama investor memutuskan untuk menjual sahamnya berarti semakin lama investor akan menahan saham tersebut.

Dalam Perangin-angin dan Fauzie (2013), rata-rata *holding period* untuk setiap tahun dapat dihitung dengan membagi jumlah saham beredar pada saham perusahaan i per akhir tahun t dengan rata-rata volume transaksi perdagangan saham i tahun t . Angka yang ditunjukkan dari *holding period* saham bukan berarti seorang investor menahan sahamnya selama itu dengan pasti, namun angka tersebut menunjukkan bahwa semakin besar nominalnya maka semakin lama jangka waktu seorang investor dalam memegang atau menahan sahamnya.

Dalam menentukan keputusan berapa lama suatu saham akan dipegangnya agar keuntungan yang diperoleh maksimal dengan tingkat risiko tertentu, maka

investor harus mempertimbangkan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi *holding period*, diantaranya yaitu nilai pasar, risiko pengembalian dan kebijakan dividen.

Menurut Tandelilin (2017:305), “nilai pasar adalah nilai saham di pasar, yang ditunjukkan oleh harga saham tersebut di pasar”. Dimana nilai pasar dapat dilihat pada harga saham di bursa efek. Dalam mengukur nilai pasar perusahaan dapat dilakukan dengan menghitung kapitalisasi pasar yaitu mengalikan harga saham penutup dengan jumlah saham yang beredar (Tandelilin, 2017:98).

Nilai pasar perusahaan diuraikan oleh teori pasar efisien. Menurut Tandelilin (2017:224), pasar efisien merupakan pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Informasi tersebut akan berpengaruh terhadap perubahan harga saham, sehingga harga saham yang tinggi menyebabkan nilai pasar yang tinggi.

Besaran nilai pasar yang dilihat dari tingginya harga saham dengan banyaknya jumlah saham yang beredar dapat mengindikasikan ukuran dari suatu perusahaan. Menurut teori yang diungkapkan Utami dan Sedana (2016:170), bahwa semakin besar nilai pasar suatu perusahaan maka semakin lama pula investor akan menahan kepemilikan atas saham perusahaan tersebut. Hal tersebut disebabkan karena investor menganggap perusahaan yang besar memiliki kondisi keuangan yang stabil dan laporan keuangan yang kompeten. Perusahaan besar juga cenderung memiliki stabilitas dalam distribusi *return* saham sehingga investor akan menahan sahamnya lebih lama.

Dalam penelitiannya, Ernawati dkk (2016:6337) menjelaskan bahwa perusahaan dengan nilai pasar tinggi dinilai sebagai perusahaan yang memiliki lebih

banyak analis kompeten sehingga mampu menghasilkan laporan keuangan dan informasi yang dapat mengurangi perbedaan antara pengharapan investor dengan yang sebenarnya terjadi di perusahaan, sehingga semakin besar nilai pasar maka *holding period* saham semakin lama. Penelitian Ernawati dkk didukung oleh penelitian Visita Yales (2013), Ely dan Nyoman (2015), Hanifah dan Nurdin (2018) yang menunjukkan hasil bahwa nilai pasar berpengaruh positif dan signifikan terhadap *holding period* saham. Hasil tersebut bertolak belakang dengan hasil penelitian Aris dan Farida (2018), Utami dan Sedana (2016) yang menunjukkan hasil bahwa nilai pasar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *holding period* saham. Dalam penelitiannya, Aris dan Farida (2018:9) menjelaskan bahwa nilai pasar perusahaan yang tinggi dimanfaatkan bagi investor jangka pendek (*intraday*) untuk memperoleh *capital gain*, sehingga akan mempersingkat masa kepemilikan sahamnya.

Dalam berinvestasi, investor harus memperhatikan risiko dan *return* saham. Semakin besar risiko yang ditanggung, semakin besar pula pengembalian yang diharapkan (*high-risk-high return*). Menurut Tandelilin (2017:114), “risiko pengembalian merupakan kemungkinan perbedaan antara *return* aktual yang diterima dengan *return* harapan”. Untuk menghitung besarnya risiko total yang dikaitkan dengan *return* harapan dari suatu investasi, bisa dilakukan dengan menghitung standar deviasi *return* (Tandelilin, 2017:120). Semakin bervariasi nya nilai *return* suatu perusahaan, maka akan membuat *holding period* semakin singkat, karena investor beranggapan bahwa hal tersebut akan memperbesar risiko yang dihadapi. Menurut Tandelilin (2017:599), setiap investor memiliki tingkat

preferensi yang berbeda terhadap risiko. Hal ini terkait dengan toleransi atau kesediaan investor untuk menanggung risiko tertentu untuk setiap level *return* yang diharapkan. Saham-saham yang berisiko tinggi pada umumnya enggan dipilih dan dipertahankan oleh investor, karena investor tidak bersedia menanggung kerugian atas apa yang telah diinvestasikannya.

Hal ini dijelaskan juga oleh teori profil risiko, dimana secara garis besar profil risiko terbagi menjadi 3 tipe yaitu tipe konservatif, tipe moderat, dan tipe agresif (Hamidah dkk, 2018). Kebanyakan dari investor adalah tipe konservatif atau seseorang yang memiliki karakteristik penghindar risiko (*risk averter*). Investor yang menghindari risiko apabila telah memperoleh keuntungan dari adanya perubahan harga maka ia akan segera menjual saham. Investor ini cenderung akan segera melepaskan kepemilikan sahamnya ketika kondisi perusahaan diprediksikan berisiko dan akan mengalami kerugian. Jika risiko saham itu besar maka *holding period* saham investor akan lebih singkat, begitupun sebaliknya (Aris dan Farida, 2018:4). Dalam hal ini, investor harus bisa menganalisis suatu kondisi perusahaan khususnya yang berkaitan dengan pengembalian (*return*) saham, sehingga investor dapat tepat dalam memutuskan untuk menahan atau melepas kepemilikan sahamnya.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Nurul dan Ulfi (2018), Ely dan Nyoman (2015), Visita Yales (2013) menunjukkan hasil bahwa risiko pengembalian mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap *holding period* saham. Sedangkan hasil penelitian Tiara, dkk (2018), Ernawati, dkk (2016), Ade

(2016) menunjukkan bahwa risiko pengembalian mempunyai pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *holding period* saham.

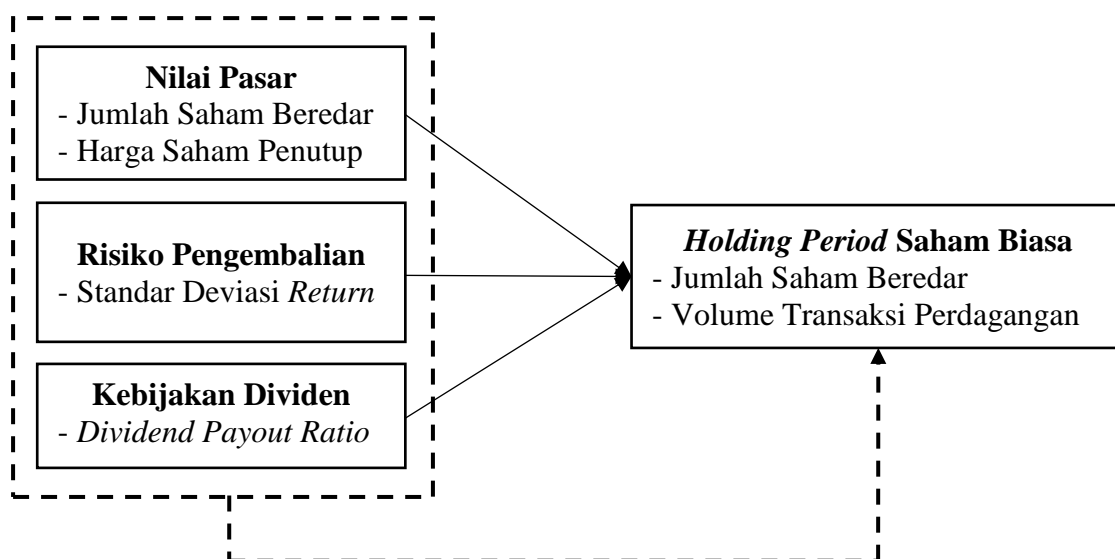
Salah satu tujuan investor menanamkan modalnya yaitu untuk mendapatkan pengembalian (*return*). Kebijakan atas dividen yang akan dibagikan perusahaan kepada para pemegang sahamnya akan menjadi salah satu pertimbangan investor dalam menahan atau menjual saham yang dimilikinya. Kebijakan dividen merupakan keputusan untuk membagi laba yang diperoleh perusahaan kepada para pemegang saham sebagai dividen, atau akan menahan laba dalam bentuk laba ditahan untuk digunakan sebagai pembiayaan investasi pada masa yang akan datang (Mulyawan 2015:253).

Dividend payout ratio dapat digunakan investor untuk menilai kebijakan dividen yang diputuskan oleh perusahaan. Menurut Werner (2013:65), *dividend payout ratio* merupakan rasio yang menggambarkan besarnya proporsi dividen yang dibagikan atas pendapatan bersih perusahaan. Tingginya nilai dari *dividend payout ratio* dari suatu perusahaan mengisyaratkan bahwa perusahaan tersebut akan membagikan dividen bagi para investor dengan nilai yang tinggi pula. Dalam teori *signalling*, dividen menjadi salah satu sinyal positif yang diterima oleh investor atas informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan dalam kaitannya dengan pendapatan yang diharapkan akan diterima dari kegiatan investasi (Godfrey et. al., 2010:375). Sehingga keputusan pembagian dividen serta besarnya dividen yang akan dibagikan menjadi salah satu faktor yang dapat mempengaruhi investor untuk mempertahankan atau melepas kepemilikan sahamnya (*holding period*). Selain itu, teori *clientele effect* menjelaskan bahwa preferensi investor yang membutuhkan

penghasilan saat ini lebih menyukai *dividend payout ratio* yang tinggi (Mulyawan, 2015:256).

Penelitian yang dilakukan oleh Nurul dan Ulfi (2018:110) menjelaskan bahwa investor yang menerima dividen yang tinggi akan cenderung menahan sahamnya dengan harapan dapat terus menerus mendapatkan keuntungan yang tinggi dari investasinya, sehingga semakin besar *dividend payout ratio* maka akan menyebabkan semakin lama *holding period*. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Ernawati, dkk (2016), Ely dan Nyoman (2015), Hanifah dan Nurdin (2018), menunjukkan hasil yang sama dengan penelitian Nurul dan Ulfi, bahwa *dividend payout ratio* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap *holding period* saham. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Vinus (2010) dan Tiara, dkk (2018) menunjukkan hasil bahwa *dividend payout ratio* memiliki pengaruh yang positif dan tidak signifikan terhadap *holding period* saham.

Berdasarkan teori yang telah dipaparkan dan mengacu pada penelitian terdahulu, maka kerangka pemikiran dapat digambarkan seperti gambar 2.1.



Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran

2.3 Hipotesis

Menurut Sugiyono (2017:63), “hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian, dimana rumusan masalah penelitian telah dinyatakan dalam bentuk kalimat pertanyaan”.

Berdasarkan kerangka pemikiran diatas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Nilai pasar, risiko pengembalian, dan kebijakan dividen baik secara parsial maupun simultan diduga berpengaruh terhadap *holding period* saham Biasa pada Perusahaan Sektor *Real Estate* yang terdaftar di *Shanghai Stock Exchange*.