

## **BAB II**

### **TINJAUN PUSTAKA**

#### **A. Landasan Teori**

##### **1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)**

*Agency Theory* adalah teori yang menjelaskan *agency relationship* dan masalah-masalah yang ditimbulkannya (Jensen dan Meckling, 1976). Scott (1997) dalam I Gede Anandhita (2010) menyatakan bahwa perusahaan memiliki beberapa kontrak, contohnya kontrak kerja antara perusahaan dengan manajernya dan kontrak pinjaman antara perusahaan dengan kreditor. Kedua kontrak ini seringkali dibuat berdasarkan angka laba bersih (*income*), oleh karena itu kontrak tersebut berpengaruh terhadap akuntansi. Hubungan antara agen dan prinsipal biasanya dalam situasi asimetri informasi. Hal ini dapat terjadi karena disebabkan oleh adanya pihak yang mempunyai informasi lebih (agen) dibandingkan dengan pihak lain (prinsipal). Agen lebih banyak memperoleh informasi karena berhubungan langsung dengan operasional perusahaan. Dengan asumsi individu mempunyai kepentingan untuk dirinya sendiri, maka dengan adanya asimetri informasi akan mendorong agen menyembunyikan informasi yang tidak dimiliki oleh *principal*.

Beberapa faktor yang menyebabkan munculnya masalah keagenan, yaitu.

a. *Moral Hazard*

Hal ini umumnya terjadi pada perusahaan-perusahaan besar, dimana manajer cenderung untuk memanfaatkan insentif yang sesuai dengan kepentingannya atau berdasarkan keahliannya untuk bayaran yang diterima dari perusahaan dan kemungkinan hal tersebut tidak termasuk dalam kontrak.

b. Jumlah laba yang ditahan

Masalah ini berkisar pada kecenderungan untuk melakukan investasi yang berlebihan oleh pihak manajemen (agen) melalui peningkatan dana pertumbuhan dengan tujuan untuk memperbesar kekuasaan, prestise atau memperbesar kemampuan untuk mendominasi dewan komisaris, maupun penghargaan bagi dirinya sendiri, namun dapat menghancurkan kesejahteraan pemegang sahamnya (*principal*).

c. Horison Waktu

Konflik ini muncul sebagai akibat dari kondisi arus kas, dimana prinsipal lebih menekankan pada arus kas untuk masa depan yang kondisinya belum pasti, sedangkan manajemen cenderung menekankan pada hal-hal yang berkaitan dengan pekerjaan mereka.

d. Penghindaran Risiko Manajerial

Masalah ini muncul ketika ada batasan diversifikasi portofolio yang berhubungan dengan pendapatan manajerial atas kinerja dicapainya sehingga manajer akan meminimalkan risiko saham perusahaan dari

keputusan investasi yang meningkatkan risikonya. Menurut DeAngelo (1986) yang dikutip dalam Gumanti (2000) mengatakan bahwa teori keagenan (*agency theory*) juga menekankan bahwa angka-angka akuntansi memainkan peranan penting dalam menekan konflik antara prinsipal dan agen. Dari sini jelas bahwa mengapa manajer memiliki motivasi untuk mengelola data keuangan pada umumnya dan keuntungan atau *earnings* pada khususnya. Semuanya tidak terlepas dari apa yang disebut sebagai usaha-usaha untuk mendapatkan keuntungan atau manfaat pribadi (*obtaining private gains*). Dividen dapat digunakan untuk memperkecil masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham (Jensen *et al.*, 1992). Semakin banyak dividen yang ingin dibayarkan oleh suatu perusahaan, semakin besar kemungkinan berkurangnya laba ditahan. Hal ini menyebabkan perusahaan harus mencari sumber dana eksternal untuk melakukan investasi baru. Pembiayaan dividen mungkin dapat digunakan sebagai alat untuk memonitor atau mengevaluasi hasil kerja manajemen meskipun pembayaran dividen yang tinggi mengakibatkan pembiayaan eksternal yang mahal (Weston dan Copeland, 2010). Pembayaran dividen juga berperan dalam mekanisme *monitoring* karena membuat manajer harus menyediakan dana yang mungkin diperoleh dari luar perusahaan yang tentunya akan dapat mengurangi biaya keagenan (Ambarwati, 2010). Di sisi lain pembagian dividen yang tinggi kurang disukai oleh manajemen karena akan mengurangi utilitas manajemen

yang disebabkan oleh semakin kecil dana yang berada dalam pengendaliannya (Putra dan Ratnadi, 2008). Hal ini sesuai dengan *residual theory of cash dividend* (Karen, 2003) yang menyatakan bahwa kelebihan kas yang ada seharusnya dibagikan dalam bentuk dividen. Pada umumnya manajemen tidak menyukai pembagian laba yang diperoleh dalam bentuk dividen. Manajemen lebih menyukai memperlakukannya sebagai laba ditahan, kecuali mengetahui dana tersebut tidak memberikan *net present value* (NVP) yang positif pada tambahan investasi.

Jensen dan Meckling (1976) dalam Ratih (2010) mengemukakan teori keagenan yang menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa terjadi konflik diantara keduanya. Hal tersebut disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut, karena pengeluaran tersebut akan menambah kos perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen yang akan diterima. Pemegang saham menginginkan agar kos tersebut dibiayai oleh utang, tetapi manajer tidak menyukai dengan alasan bahwa utang mengandung risiko yang tinggi. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan (*monitoring*) yang dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan

munculnya mekanisme pengawasan ini menyebabkan timbulnya suatu kos yang disebut *agency cost*.

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan *agency cost* sebagai jumlah dari biaya yang dikeluarkan prinsipal untuk melakukan pengawasan terhadap agen. Hampir mustahil bagi perusahaan untuk memiliki *zero agency cost* dalam rangka menjamin manajer akan mengambil keputusan yang optimal dari pandangan *shareholders* karena adanya perbedaan kepentingan yang besar diantara mereka. Menurut teori keagenan, konflik antara prinsipal dan agen dapat dikurangi dengan mensejajarkan kepentingan antara prinsipal dan agen. Kehadiran kepemilikan saham oleh manajerial (*insider ownership*) dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* yang berpotensi timbul, karena dengan memiliki saham perusahaan diharapkan manajer merasakan langsung manfaat dari setiap keputusan yang diambilnya. Proses ini dinamakan dengan *bonding mechanism*, yaitu proses untuk menyamakan kepentingan manajemen melalui program mengikat manajemen dalam modal perusahaan. Dalam suatu perusahaan, konflik kepentingan antara prinsipal dengan agen salah satunya dapat timbul karena adanya kelebihan aliran kas (*excess cash flow*). Kelebihan arus kas cenderung diinvestasikan dalam hal-hal yang tidak ada kaitannya dengan kegiatan utama perusahaan. Ini menyebabkan perbedaan kepentingan karena pemegang saham lebih menyukai investasi yang berisiko tinggi yang juga menghasilkan return tinggi, sementara manajemen lebih memilih investasi

dengan risiko yang lebih rendah. Menurut Bathala et al, (1994) terdapat beberapa cara yang digunakan untuk mengurangi konflik kepentingan, yaitu :

- a. Meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen (*insider ownership*)
- b. Meningkatkan rasio dividen terhadap laba bersih (*earning after tax*)
- c. Meningkatkan sumber pendanaan melalui utang
- d. Kepemilikan saham oleh institusi (*institutional holdings*).

Sedangkan dalam penelitian Masdupi (2005) dikemukakan beberapa cara yang dapat dilakukan dalam mengurangi masalah keagenan. Pertama, dengan meningkatkan *insider ownership*. Perusahaan meningkatkan bagian kepemilikan manajemen untuk mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Dengan meningkatkan persentase kepemilikan, manajer menjadi termotivasi untuk meningkatkan kinerja dan bertanggung jawab meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Kedua, dengan pendekatan pengawasan eksternal yang dilakukan melalui penggunaan hutang. Penambahan hutang dalam struktur modal dapat mengurangi penggunaan saham sehingga meminimalisasi biaya keagenan ekuitas. Akan tetapi, perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayarkan beban bunga secara periodik. Selain itu penggunaan hutang yang terlalu besar juga akan menimbulkan konflik keagenan antara *shareholders* dengan *debtholders* sehingga

memunculkan biaya keagenan hutang. Ketiga, institutional investor sebagai monitoring agen. Moh'd et al, (1998) menyatakan bahwa bentuk distribusi saham dari luar (*outside shareholders*) yaitu institutional investor dan *shareholders* dispersion dapat mengurangi biaya keagenan ekuitas (*agency cost*). Hal ini disebabkan karena kepemilikan merupakan sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau menantang keberadaan manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran power menjadi suatu hal yang relevan dalam perusahaan.

## **2. Kebijakan Dividen**

Kebijakan dividen merupakan salah satu fungsi keuangan dan tidak terpisahkan dalam keputusan pendanaan perusahaan. Perusahaan memiliki peranan dalam menentukan berapa laba yang akan dibagikan kepada investor dan besarnya laba yang akan ditahan oleh perusahaan. Kebijakan dividen dapat diproksikan dengan *dividend payout ratio*, yaitu persentase laba yang akan dibagikan dalam bentuk dividen tunai, artinya penentuan *dividend payout ratio* akan mempengaruhi keputusan investasi investor dan disisi lain berpengaruh pada kondisi keuangan perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan oleh perusahaan maka akan semakin menarik bagi calon investor (Van Home and Wachowicz, 2007 : 270) dalam Kadek Diah dan Luh Gede (2016).

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang, apabila perusahaan membagikan laba sebagai dividen sehingga akan mengurangi laba yang ditahan dan akan mengurangi total sumber dana internal sebaliknya apabila perusahaan memilih untuk menahan laba maka kemampuan pembentukan sumber dana internal semakin besar. Berikut ini menjelaskan beberapa landasan teori yang berhubungan dengan dividen:

a. Kebijakan Dividen Tidak Relevan

Miller dan Modigliani (MM) mengajukan argumen bahwa kebijakan dividen tidak relevan. Misal perusahaan membagi dividen setiap tahunnya. Jika tahun ini perusahaan tidak membagi dividen, maka pada tahun depan, investor bisa memperoleh dividen tahun depan dan dividen yang seharusnya dibayar tahun ini plus tingkat keuntungan dari dividen yang ditahan tersebut. Pernyataan MM didasarkan pada beberapa asumsi seperti : tidak ada pajak, pelaku pasar mempunyai pengharapan yang sama terhadap investasi, kebijakan investasi ditentukan lebih dulu kebijakan dividen tidak mempengaruhi kebijakan investasi.



b. Teori Dividen Residual

Teori dividen residual menyatakan bahwa ketika perusahaan akan memutuskan berapa banyak uang kas yang harus dibagikan kepada pemegang saham, ada dua hal yang harus tetap diingat, yaitu: (1) tujuan utamanya adalah untuk memaksimalkan nilai pemegang saham, dan (2) arus kas yang dihasilkan perusahaan merupakan milik pemegang saham (Brigham dan Houston, 2001:76). Manajemen harus menahan diri dengan upaya menahan laba kecuali jika laba itu dapat diinvestasikan kembali guna menghasilkan pengembalian yang lebih tinggi yang juga ikut dirasakan oleh pemegang saham daripada yang diperoleh pemegang saham jika mereka menginvestasikan uang itu dalam investasi yang berisiko sama. Dengan demikian, ekuitas internal, laba ditahan, lebih rendah biaya modalnya daripada ekuitas eksternal, saham biasa baru. Kondisi ini mendorong perusahaan untuk menahan laba karena menambah dasar ekuitas internal dan dengan demikian mengurangi kemungkinan bahwa perusahaan harus menambah ekuitas eksternal di masa mendatang untuk mendanai investasinya. Adanya biaya penerbitan saham baru menonjolkan perbedaan antara modal internal dan eksternal. Tanpa biaya penerbitan, perusahaan tidak akan bersusah payah menentukan berapa besarnya dividen dan berapa besarnya laba ditahan, demikian pula berapa besarnya pendanaan eksternal. Dengan adanya biaya penerbitan itu, perusahaan jelas akan mengutamakan pendanaan internal.

Konsekuensinya, perusahaan akan melakukan pembayaran dividen setelah dana-dana kebutuhan investasi terpenuhi; dengan kata lain, hanya jika ada “pendapatan tersisa” atau pendapatan residual, maka dividen akan dibayarkan. Inilah inti dari teori dividen residual atau *residual dividend theory* (Elton dan Gruber, 1970:68). Lebih ditegaskan lagi, bahwa apabila fakta biaya-biaya penerbitan sekuritas diperhitungkan, maka kebijakan dividen perusahaan memiliki karakteristik sebagai berikut: (1) mempertahankan rasio hutang optimum dalam pendanaan investasi mendatang; (2) menerima suatu investasi hanya jika NPV (*Net Present Value*)nya positif; (3) mendahulukan pendanaan internal, kalau ternyata tidak mencukupi, barulah perusahaan akan menerbitkan saham tambahan; dan (4) apabila setelah kebutuhan dana investasi terpenuhi masih ada sisa, maka perusahaan akan membayar dividen. Sedangkan apabila tidak ada dana yang tersisa, maka dividen tidak dibayarkan (Elton dan Gruber, 1970:70). Dengan demikian, konsekuensi dari apa yang telah diuraikan di atas adalah bahwa, rasio pembayaran dividen yang optimal merupakan fungsi dari empat faktor, yaitu: (1) pilihan investor atas dividen lawan keuntungan modal, (2) peluang investasi perusahaan, (3) struktur modal yang ditargetkan, dan (4) ketersediaan dan biaya dari modal eksternal. Ketiga elemen terakhir digabungkan ke dalam model dividen residual (*residual dividend model*).

c. *Bird In The Hand Theory*

Menurut Mamduh (2012:366) mengatakan bahwa pembayaran dividen mengurangi ketidakpastian, yang berarti mengurangi risiko, yang pada giliran selanjutnya mengurangi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemegang saham. Beberapa argument yang mendukung pembayaran dividen tinggi:

- 1) Mengurangi ketidakpastian. Myron Gordon dan John Lintner berpendapat bahwa biaya modal saham akan naik karena investor merasa lebih pasti dengan pendapatan dividen dibandingkan dengan pendapatn *capital gain*
- 2) Mengurangi konflik keagenan antara manager dengan pemegang saham.
- 3) Efek Pajak. Dividen mempunyai pajak efektif lebih tinggi dibandingkan dengan *capital gain*, tetapi dalam beberapa situasi, investor lebih memilih pembayaran dividen yang lebih tinggi karena membayar pajak yang lebih rendah.

d. *Signaling Hypothesis Theory*

Ada kecenderungan harga saham akan naik jika ada pengumuman kenaikan dividen dan harga saham akan turun jika ada pengumuman penurunan dividen. Tetapi ada argumen lain yang lebih masuk akal bahwa dividen itu sendiri tidak menyebabkan kenaikan (penurunan) harga, prospek perusahaan yang ditunjukkan oleh

meningkatnya (menurunnya) dividen yang dibayarkan menyebabkan perubahan harga saham. Teori tersebut kemudian dikenal sebagai teori *signal* menurut Mamduh (2012:371).

Manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik sebagai wujud dari tanggung jawab atas pengelolaan perusahaan. Teori sinyal menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi adalah karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar karena perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai perusahaan dan prospek yang akan datang daripada pihak luar (khususnya investor dan kreditor). Teori sinyal juga mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal ini berupa informasi mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik ataupun pihak yang berkepentingan lainnya. Sinyal yang diberikan dapat dilakukan melalui pengungkapan informasi akuntansi seperti laporan keuangan, laporan apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik, atau bahkan dapat berupa promosi serta informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik dari pada perusahaan lain. Penggunaan dividen sebagai isyarat, cenderung berupa cerita bagaimana informasi dapat diteruskan ke pasar daripada teori tentang kebijakan dividen optimal.

Pengumuman yang menyatakan bahwa suatu perusahaan telah memutuskan untuk menaikkan dividen per saham mungkin diartikan oleh penanam modal sebagai berita yang baik, karena dividen per saham yang lebih tinggi menunjukkan bahwa perusahaan yakin arus kas pada masa mendatang akan cukup besar untuk menanggung tingkat dividen yang tinggi (Weston dan Copeland, 2010). Pengumuman dividen sebagai alat untuk mengirimkan isyarat yang nyata kepada pasar mengenai hasil kerja perusahaan di masa kini dan masa yang akan datang adalah merupakan cara yang tepat meskipun mahal tetapi sangat berarti. Setelah menerima isyarat melalui pengumuman dividen maka pasar akan bereaksi terhadap pengumuman perubahan dividen yang dibayarkan sehingga bisa dikatakan pasar menangkap informasi tentang prospek perusahaan yang terkandung dalam pengumuman tersebut (Ambarwati, 2010) dikutip dalam Ratih (2010).

e. Teori Preferensi Pajak

Ada tiga alasan yang berkaitan dengan pajak untuk beranggapan bahwa investor lebih menyukai pembagian dividen yang rendah daripada yang tinggi menurut Suwaldiman dan Aziz (2007) dalam Ratih (2010) :

- 1) Keuntungan modal (*capital gain*) dikenakan tarif pajak lebih rendah daripada pendapatan dividen. Untuk itu, investor yang

memiliki sebagian besar saham mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanam kembali laba ke dalam perusahaan. Pertumbuhan laba mungkin dianggap menghasilkan kenaikan harga saham, dan keuntungan modal yang pajaknya rendah akan menggantikan dividen yang pajaknya tinggi.

- 2) Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai sahamnya terjual, sehingga ada efek nilai waktu.
- 3) Jika selembaar saham dimiliki oleh seseorang sampai dia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang karena adanya keuntungan-keuntungan ini, para investor mungkin lebih senang perusahaan menahan sebagian besar laba perusahaan. Jika demikian para investor akan mau membayar lebih tinggi untuk perusahaan yang pembagian dividennya rendah daripada untuk perusahaan sejenis yang pembagian dividennya tinggi.

f. Efek Klien (*Clientele Effect*)

Kebijakan dividen seharusnya ditujukan untuk memenuhi kebutuhan segmen investor tertentu dikemukakan dalam Mamduh (2012:372) bahwa kelompok investor dengan tingkat pajak yang tinggi akan menghindari dividen, karena dividen mempunyai tingkat pajak yang lebih tinggi dibandingkan dengan *capital gain*. Sebaliknya kelompok investor dengan pajak yang rendah akan menyukai dividen.

g. Bentuk-Bentuk Dividen

Menurut Kieso dan Wseygandt dalam Santoso (2012) dividen yang dibagikan oleh perusahaan dapat mempunyai beberapa bentuk sebagai berikut :

1) Dividen Kas

Dividen yang paling umum dibagikan adalah dalam bentuk kas. Faktor penting yang harus diperhatikan dalam dividen kas adalah apakah jumlah uang kas yang ada mencukupi untuk pembagian dividen.

2) Dividen Saham

Dividen saham adalah pembagian tambahan saham tanpa dipungut pembayaran kepada para pemegang saham. Dividen saham dibagikan sebanding dengan proporsi saham yang dimilikinya.

3) Dividen Hutang

Dividen hutang timbul ketika saldo laba yang dibagi tidak mencukupi untuk pembagian dividen sehingga perusahaan akan mengeluarkan *scrip dividend* yaitu janji tertulis untuk membayar dividen dalam jumlah tertentu di waktu yang akan datang.

4) Dividen Aset

Dividen dapat juga dibagikan dalam bentuk aset selain kas. Aset yang dibagikan bisa berbentuk surat-surat berharga, sediaan barang atau aset lainnya yang dimiliki oleh perusahaan.

### 5) Dividen Likuiditas

Dividen likuiditas adalah dividen yang sebagian besar merupakan pengembalian modal. Biasanya modal yang dikembalikan adalah sebesar deflasi yang diperhitungkan untuk periode tersebut.

## 3. Faktor-faktor yang Berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen

### a. Profitabilitas

Pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberi sinyal mengenai keberhasilan perusahaan dengan membukukan profit (Suharli,2007). Sinyal tersebut menyimpulkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan. Dengan demikian profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayarkan dividen. Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu. Dividen merupakan sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karenanya deviden akan dibagikan jika perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada para pemegang saham adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajiban tetapnya yaitu beban bunga dan pajak. Karena dividen diambil dari keuntungan bersih perusahaan maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya *dividen payout ratio*. Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi



keuntungan yang lebih besar sebagai dividen. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen (Puspita, 2009).

**b. Leverage**

*Leverage* keuangan digunakan dengan harapan dapat meningkatkan pengembalian kepemegang saham biasa, menurut Sulistyowati, dkk (2010) Asimetri informasi menyebabkan pendanaan eksternal terlalu mahal bagi perusahaan, karena itu perusahaan lebih memprioritaskan dana internal daripada eksternal. Apabila dana internal tidak mencukupi, maka perusahaan dituntut untuk melakukan pendanaan eksternal yang biasanya lebih mengutamakan pendanaan utang daripada saham. Sehingga *leverage* perusahaan digunakan untuk pembayaran dividen agar dapat menjaga performa dan *signal* perusahaan bagi investor.

Kartika (2005) menyatakan bahwa penggunaan utang yang terlalu tinggi akan menyebabkan penurunan dividen karena sebagian besar keuntungan dialokasikan sebagai cadangan pelunasan utang. Sebaliknya, pada tingkat penggunaan utang yang rendah perusahaan mengalokasikan dividen yang tinggi sehingga sebagian besar keuntungan digunakan untuk kesejahteraan pemegang saham. Rasio ini mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka panjangnya.

### c. Likuiditas

Likuiditas perusahaan juga harus diperhatikan sebelum mengambil keputusan dalam menentukan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham. Likuiditas suatu perusahaan akan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mendanai operasional perusahaan serta untuk melunasi kewajiban jangka pendeknya (Bambang, 2001). Likuiditas perusahaan mempunyai pengaruh besar terhadap investasi sehingga kebijakan akan keputusan kebutuhan dana menentukan pilihan akan pendanaan internal atau pendanaan eksternal yang digunakan perusahaan karena pendanaan internal lebih murah. Semakin besar kas maka likuiditas perusahaan akan meningkat. Semakin besar perusahaan dapat membayar hutang, semakin besar kemampuan perusahaan dalam membayar dividen. Rasio likuiditas mengukur kemampuan likuiditas jangka pendek perusahaan dengan melihat besarnya aktiva lancar relatif terhadap utang lancarnya. Utang dalam hal ini merupakan kewajiban perusahaan (Mamduh,2012:40).

### d. *Investment Opportunity Set*

Ratih (2010) menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set* (IOS) adalah kesempatan investasi yang merupakan pilihan investasi di masa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aktiva dan ekuitas. Penelitian mengenai IOS diantaranya dilakukan oleh Smith dan Watts (1992) yang meneliti proporsi hubungan IOS dengan kebijakan

pendanaan, dividen, dan kompensasi. Hasil penelitiannya memberikan bukti bahwa perusahaan yang bertumbuh memiliki utang yang lebih kecil, membayar dividen yang lebih rendah dan membayar kompensasi kepada manajer yang lebih besar. Proksi IOS diklasifikasikan menjadi tiga yaitu proksi berbasis harga, proksi berbasis investasi, dan proksi berbasis varian (Smith dan Watts, 1992; Kallapur dan Trombley, 1999). Proksi berbasis harga mengacu pada gagasan bahwa prospek perusahaan yang bertumbuh memiliki nilai pasar yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya.

## **B. Penelitian Terdahulu**

Penelitian-penelitian terdahulu yang digunakan sebagai referensi dan perbandingan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Penelitian yang dilakukan oleh Luh Fajarini dan Ni Made (2014) berjudul pengaruh kesempatan investasi, *leverage* dan likuiditas pada kebijakan dividen. Hasil analisis memperlihatkan kesempatan investasi dan *leverage* berpengaruh negatif sedangkan likuiditas berpengaruh positif pada kebijakan dividen.
2. Penelitian yang dilakukan oleh Ratih (2010) berjudul analisis pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan utang, profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif akan tetapi kesempatan investasi berpengaruh positif tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan yaitu

berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen sedangkan kepemilikan manajerial dan profitabilitas tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.

3. Penelitian yang dilakukan oleh Dithi (2013) berjudul pengaruh *investment opportunity set*, kebijakan utang dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif signifikan, kebijakan utang berpengaruh negatif signifikan sedangkan ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.
4. Penelitian yang dilakukan oleh Rafael (2013) berjudul pengaruh profitabilitas, *leverage*, *growth* dan likuiditas terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini menunjukkan profitabilitas dan *growth* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan *leverage* dan likuiditas berpengaruh negative dan signifikan terhadap kebijakan dividen.
5. Penelitian yang dilakukan oleh Anggit dan Djoko (2012) berjudul analisis pengaruh *cash position*, *firm size*, *growth opportunity*, *ownership*, dan *return on assets* terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian variabel *ownership* dan *return on assets* berpengaruh positif signifikan, variabel *cash position* dan *firm size* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan untuk *growth opportunity* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.
6. Penelitian yang dilakukan oleh Komang dan Sudjarni (2015) berjudul analisis pengaruh likuiditas, *leverage*, pertumbuhan perusahaan dan

profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian likuiditas dan *leverage*, *growth* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan profitabilitas tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.

7. Penelitian yang dilakukan oleh Budi, Arfan, Shabri (2016) berjudul pengaruh profitabilitas dan set kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen tunai. Hasil penelitian ini menunjukkan profitabilitas berpengaruh negatif sedangkan set kesempatan investasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.
8. Penelitian yang dilakukan oleh Titie (2013) berjudul pengaruh profitabilitas, *investment opportunity set*, *leverage*, dan *growth* terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian diketahui bahwa variabel profitabilitas berpengaruh signifikan sedangkan *leverage*, *investment opportunity set*, *growth* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.
9. Penelitian yang dilakukan oleh Desi (2013) berjudul pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan kesempatan investasi berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.
10. Penelitian yang dilakukan oleh Aqlima (2016) berjudul pengaruh *investment opportunity set*, *free cash flow*, struktur modal, Profitabilitas dan likuiditas terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian menemukan bahwa *free cash flow*, profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap

kebijakan dividen, sedangkan *investment opportunity set*, struktur modal dan likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

11. Penelitian yang dilakukan oleh Revani dkk (2015) berjudul analisis pengaruh *investment opportunities*, *leverage*, risiko pasar dan *firm size* terhadap *dividend policy*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *investment opportunities* dan *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan risiko pasar tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen.
12. Penelitian yang dilakukan oleh Made dan Gede (2014) berjudul analisis faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan *dividend payout ratio*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *cash ratio*, *firm size* dan *profitability* tidak berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* sedangkan *debt to total asset*, *growth* dan *debt to equity ratio* tidak berpengaruh negative terhadap *dividend payout ratio*.
13. Penelitian yang dilakukan oleh Lisa dan Clara (2009) berjudul analisis pengaruh *cash position*, *debt to equity ratio*, dan *return on assets* terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian menunjukkan *cash position* dan *return on assets* berpengaruh positif dan signifikan sedangkan *debt to equity ratio* tidak memiliki pengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

### C. Kerangka Teoritis dan Penurunan Hipotesis

#### 1. Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen.

Semakin besar profit menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik, karena tingkat kembalian investasi (*return*) semakin besar. Seperti diuraikan sebelumnya, bahwa *return* yang diterima oleh investor dapat berupa pendapatan dividen dan *capital gain*. Profitabilitas diproksikan dengan *Return on assets* (ROA) dimana ROA diukur dari profitabilitas/laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) terhadap total investasinya yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam penggunaan investasi yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam rangka menghasilkan profitabilitas perusahaan. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik, karena tingkat kembalian investasi (*return*) semakin besar. Seperti diuraikan sebelumnya, bahwa *return* yang diterima oleh investor dapat berupa pendapatan dividen dan *capital gain*. Dengan demikian meningkatnya ROA juga akan meningkatkan pendapatan dividen Partington (1989). Menurut teori keagenan, konflik antara prinsipal dan agen dapat dikurangi dengan mensejajarkan kepentingan antara prinsipal dan agen. Dalam suatu perusahaan, konflik kepentingan antara prinsipal dengan agen salah satunya dapat timbul karena adanya kelebihan aliran kas (*excess cash flow*) hal ini disebabkan karena kemampuan perusahaan dalam menghasilkan profit yang tinggi, akan tetapi adanya kelebihan kas perusahaan dapat membayar dividen yang tinggi.

Menurut Wirjolukito, *et al* dalam Suharli (2007) menyatakan bahwa pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberikan sinyal mengenai keberhasilan perusahaan dalam mebukukan profit. Sinyal tersebut menandakan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan perusahaan, perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung membayar dividen yang tinggi. Sinyal yang diberikan kepada para pemilik atau pihak lain yang berkepentingan ini menggambarkan bagaimana kondisi perusahaan sekarang dan dimasa yang akan datang.

Kebijakan dividen tidak bisa terlepas dari profitabilitas perusahaan karena dividen yang dibagikan tergantung dari perolehan laba yang dihasilkan perusahaan. Pembayaran dividen berasal dari laba yang diperoleh perusahaan setelah memnuhi kegiatan operasional, kegiatan investasi dan kewajiban-kewajiban baik berupa bunga dan pajak yang dimiliki perusahaan. Semakin besar laba yang dihasilkan perusahaan maka semakin besar pula dividen yang akan dibayarkan. Menurut *Linther* dalam *Smoothing Theory* dikutip oleh Komang dan Sudjarni (2015) mengatakan bahwa kebijakan dividen bergantung pada keuntungan sekarang dan dividen tahun sebelumnya. Perusahaan penghasil profit tinggi mampu membayar dividen sekaligus menyimpan dana internal berupa laba ditahan untuk membiayai investasinya dengan syarat profit yang dihasilkannya cenderung stabil. Selain itu menurut Jensen, Solberg, dan Zorn (1992) dalam Marpung dan Hardianto (2009), semakin tinggi laba maka semakin



tinggi aliran kas dalam perusahaan dapat membayar dividen yang lebih tinggi. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Anggit Satria Pribadi dan R. Djoko Sa mpurno (2012), Lisa Marlina dan Clara Danica (2009), Aqlima Cendera Dewi (2016), Rafael Eka Putra (2013), Desy Natalia (2013), Titie Kharisma Ayu (2013). Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis yang diajukan:

$H_1$  : Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

## 2. Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen.

Jensen, Solberg dan Zorn (1992) dalam Nuringsih (2005) dikutip dalam Ratih (2010) menemukan mekanisme substitusi antara utang dengan dividen. Jensen dan Meckling (1976) dalam Ratih (2010) mengemukakan teori keagenan yang menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa terjadi konflik diantara keduanya. Hal tersebut disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut, karena pengeluaran tersebut akan menambah kos perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen yang akan diterima. Pemegang saham menginginkan agar kos tersebut dibiayai oleh utang, tetapi manajer tidak menyukai dengan alasan bahwa utang mengandung risiko yang tinggi. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat

diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan (*monitoring*) yang dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan ini menyebabkan timbulnya suatu kos yang disebut *agency cost*. Pengawasan eksternal yang dilakukan melalui penggunaan hutang. Penambahan hutang dalam struktur modal dapat mengurangi penggunaan saham sehingga meminimalisasi biaya keagenan ekuitas. Akan tetapi, perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayarkan beban bunga secara periodik. Selain itu penggunaan hutang yang terlalu besar juga akan menimbulkan konflik keagenan antara *shareholders* dengan *debtholders* sehingga memunculkan biaya keagenan hutang.

Penggunaan utang yang tinggi akan menyebabkan penurunan dividen karena sebagian besar keuntungan dialokasikan sebagai cadangan pelunasan utang. Sebaliknya pada tingkat penggunaan utang yang rendah, perusahaan mengalokasikan dividen tinggi sehingga sebagian besar keuntungan digunakan untuk kesejahteraan pemegang saham. Dividen dapat digunakan untuk menurunkan skala konflik antara pemegang saham dan manajemen. Hal ini yang menjadi penyebab perusahaan mencari sumber dana berupa dana eksternal untuk melakukan pembiayaan investasi baru. Dividen dapat digunakan sebagai alat untuk pengawasan atau monitoring serta mengevaluasi kinerja manajemen akan tetapi pembayaran dividen yang tinggi berdampak pada pembiayaan ekstrenal yang mahal.

Semakin tinggi *leverage* perusahaan menunjukkan bahwa semakin besar kewajiban dan risiko yang dihadapi perusahaan, sebaliknya semakin rendah *leverage* perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan mampu membayar kewajiban serta memenuhi kebutuhan pendanaan perusahaan dengan menggunakan modal sendiri. Tingginya kewajiban yang harus dibayarkan akan mengurangi laba yang didapat perusahaan, sehingga berdampak pada pembagian dividen. Semakin tinggi utang maka semakin rendah tingkat dividen yang akan dibagikan. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Luh Fajarini dan Ni Made Dwi (2014), Ita Lopolusi (2013), Komang Ayu Novita dan Luh Komang Sudjarni (2015). Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis yang diajukan :

$H_2$  : *Leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

### 3. Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen

Teori keagenan menyatakan bahwa biaya keagenan dapat diminimalkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait tersebut. Kebijakan dividen kas dapat menjadi salah satu bentuk mekanisme pengawasan pemegang saham terhadap pihak manajemen. Pemegang saham berusaha menjaga agar pihak manajemen tidak terlalu banyak memegang kas karena kas yang banyak akan menstimulus pihak manajemen untuk menikmati kas tersebut bagi kepentingan dirinya sendiri. Hal ini yang menyatakan bahwa manajemen mempunyai kepentingan untuk dirinya sendiri, sehingga adanya asimetri informasi akan mendorong manajemen menutupi

informasi mengenai kondisi perusahaan yang tidak diketahui oleh *principal*. Hal ini seharusnya sesuai dengan *residual theory of cash dividend* yang menyatakan bahwa adanya kelebihan kas perusahaan sebaiknya dibagikan dalam bentuk dividen tunai. Likuiditas suatu perusahaan akan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mendanai operasional perusahaan serta untuk melunasi kewajiban jangka pendeknya (Bambang, 2001). Likuiditas perusahaan mempunyai pengaruh besar terhadap investasi sehingga kebijakan akan keputusan kebutuhan dana menentukan pilihan akan pendanaan internal atau pendanaan eksternal yang digunakan perusahaan karena pendanaan internal lebih murah. Rasio likuiditas mengukur kemampuan likuiditas jangka pendek perusahaan dengan melihat besarnya aktiva lancar relatif terhadap utang lacarnya, rasio ini mengukur kemampuan perusahaan memenuhi hutang jangka pendeknya (Mamduh, 2012:37). Semakin besar likuiditas yang dimiliki perusahaan maka semakin besar kemampuan perusahaan dalam membagikan dividen kepada para pemegang saham.

Selain memperhatikan tingkat kesempatan berinvestasi serta sumber pendanaan perusahaan, likuiditas perusahaan juga harus diperhatikan sebelum mengambil keputusan dalam menentukan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham. Semakin besar kas maka likuiditas perusahaan akan meningkat. Semakin besar perusahaan dapat membayar hutang, semakin besar kemampuan perusahaan dalam membayar deviden. Hasil penelitian ini sejalan dengan Luh Fajarini dan

Ni Made (2014), Komang Ayu Novita Sari dan Luh Komang Sudjarni (2015). Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis yang diajukan :

H<sub>3</sub> : Likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen

#### 4. Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen.

Ratih (2010) menyatakan bahwa salah satu persamaan antara kebijakan dividen dan keputusan investasi adalah keduanya sama-sama bersumber dari laba perusahaan. Laba perusahaan akan dipergunakan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham dan sisanya akan ditahan sebagai laba ditahan (*retained earnings*) yang akan digunakan untuk investasi perusahaan guna pertumbuhan di masa yang akan datang. Sehingga semakin tinggi dana perusahaan dipakai untuk investasi, maka akan semakin kecil pendapatan yang akan diterima para pemegang saham, begitupun sebaliknya. Hasil ini sesuai dengan penelitian Smith dan Watts (1992) yang menyatakan hubungan kebijakan investasi dan kebijakan dividen dapat diidentifikasi melalui arus kas perusahaan. Semakin besar jumlah investasi dalam suatu periode tertentu, semakin kecil dividen yang diberikan, karena perusahaan yang tumbuh diidentifikasi sebagai perusahaan yang *free cash flow*-nya rendah. Akibatnya, kebijakan dividen lebih menekankan pada pembayaran dividen yang kecil.

Teori *signaling* dinyatakan bahwa peningkatan dividen merupakan sebuah sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, karena meningkatnya dividen diartikan sebagai adanya keuntungan

yang akan diperoleh sebagai hasil dari keputusan investasi yang diambil dari NPV positif (Haruman, 2008) dalam Ratih (2010). Oleh karena itu, perusahaan yang menggunakan kesempatan untuk berinvestasi akan memberikan keuntungan besar tidak selalu diartikan membagikan dividen yang relatif kecil atau tidak membayarkan dividen, akan tetapi pertumbuhan perusahaan akan mempengaruhi kebijakan dividen dimana dengan tingkat pertumbuhan yang baik perusahaan tentunya akan mengalokasikan dana yang di dapat perusahaan untuk berinvestasi sehingga akan mengurangi pembagian dividen kepada para pemegang saham menurut Brigham (2011:211). Perusahaan biasanya akan lebih senang untuk menahan pendapatannya daripada dibayarkan sebagai dividen dengan mengingat batasan-batasan biayanya. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, akan semakin besar tingkat kebutuhan dana untuk membiayai ekspansi. Semakin besar kebutuhan dana di masa yang akan datang, akan semakin memungkinkan perusahaan menahan keuntungan dan tidak membayarkannya sebagai dividen.

Perusahaan yang sedang tumbuh dan mempunyai kondisi sangat baik cenderung lebih mengutamakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan sehingga dana yang seharusnya digunakan untuk membayar dividen tunai kepada para pemegang saham ditahan oleh pihak perusahaan ketika peluang perusahaan dalam berinvestasi besar maka dividen yang dibayarkan rendah. Penelitian ini sejalan dengan Aqlima

Cendera Dewi (2016), Dwi dan I Made (2015), Ratih Fitria Sari (2010).

Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis yang diajukan :

H<sub>4</sub> : *Investment Opportunity Set* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen

#### **D. Model Penelitian**

Penelitian ini menggunakan dua variabel yaitu variabel independen dan variabel dependen :

##### 1. Variabel Dependen (terikat)

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen dilambangkan dengan (Y).

##### 2. Variabel Independen (bebas)

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini dilambangkan dengan (X), variabel yang mempunyai pengaruh positif maupun yang pengaruh negatif dalam penelitian ini adalah :

- a. Profitabilitas
- b. *Leverage*
- c. Likuiditas
- d. *Investment Opportunity Set*

**Gambar 2.I**  
**Kerangka Pemikiran Teoritis**

