

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Kebijakan dividen

Dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham disamping *capital gain* (Hanafi, 2004). Ada sejumlah cara untuk membayarkan dividen. Pertama, dividen dapat dibayarkan dalam bentuk tunai (*cash dividend*) atau dalam bentuk tambahan saham atau dividen saham (*stock dividend*).

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham atau ditahan untuk investasi perusahaan (Sartono, 2001). Manajer keuangan biasanya dihadapkan pada keputusan operasional antara keputusan investasi atau penganggaran modal dan keputusan pendanaan. Keputusan penganggaran modal atau investasi terkait dengan keputusan membeli atau tidaknya suatu aset untuk kepentingan perusahaan, sedangkan keputusan pendanaan terkait dengan bagaimana cara perusahaan dalam pemenuhan dana dalam keputusan penganggaran modal. Selain dua keputusan tadi, ketika perusahaan memperoleh keuntungan akan muncul keputusan mengenai keuntungan yang diperoleh perusahaan, apakah perusahaan akan membagikan keuntungan tersebut kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau perusahaan akan menginvestasikan kembali keuntungan yang diperoleh.

Keputusan yang diambil oleh manajemen harus mengedepankan upaya untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Keputusan tentang penggunaan keuntungan yang diperoleh perusahaan harus mempertimbangkan dampaknya. Dari situasi ini muncullah konflik dalam menentukan besar kecilnya dividen (Bishop et al 2000 dalam Tatang Ary 2013).

2. Beberapa teori tentang kebijakan dividen:

a. *Pecking order theory*

Pecking Order mempunyai konsep bahwa perusahaan cenderung mengutamakan pendanaan yang bersumber dari internal perusahaan untuk membayar dividen dan mendanai investasi. Apabila kebutuhan dana yang dibutuhkan kurang kemudian dipergunakan dana dari sumber eksternal sebagai tambahannya. Myers dan Majluf (1977) dalam Rosdini (2009) menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan untuk membayar dividen relatif lebih rendah dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek investasinya.

Hanafi (2004) mengemukakan bahwa perusahaan akan memilih pendanaan internal untuk membiayai perusahaannya daripada menggunakan hutang. Pendanaan internal dinilai dapat menghindari resiko yang akan timbul di masa yang akan datang. Dana internal tersebut didapat dari laba yang dihasilkan perusahaan.

b. *Clientele effect theory*

Clientele effect theory yang dikembangkan oleh Black dan Scholes (1974) dalam Suharli (2006) mengasumsikan jika perusahaan membayar dividen, investor seharusnya mendapat keuntungan dari pembayaran dividen tersebut untuk menghilangkan konsekuensi negatif dari pajak.

Menurut Hanafi (2004), kebijakan dividen seharusnya ditujukan untuk memenuhi kebutuhan segmen investor tertentu. Kelompok investor dengan tarif pajak tinggi akan menghindari pembayaran dividen, sedangkan kelompok investor dengan pajak rendah akan menyukai dividen. Kebijakan dividen akan menarik segmen tertentu sehingga tugas perusahaan adalah melayani segmen tersebut.

c. *Agency theory*

Jensen (1986), konflik antara pemegang saham dengan manajer perusahaan adalah konsep *free-cash flow*. Free cash flow adalah aliran kas yang tersisa setelah semua usulan investasi telah didanai. Para pemegang saham menginginkan dana tersebut untuk dibagikan kepada pemegang saham, sedangkan manajer cenderung ingin menahan dana tersebut.

Teori keagenan mendeskripsikan hubungan antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen. Manajer diberi kekuasaan oleh para pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham untuk membuat keputusan, dimana hal ini menciptakan potensi konflik kepentingan, Brigham dan Houston, (2006) dalam Yudiasti (2015)

d. Teori preferensi pajak (*tax preference theory*)

Teori ini menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat pajak yang dikenakan pada dividen relatif terhadap *capital gain* dan adanya kemungkinan untuk menunda pajak pada *capital gain*, maka efeknya akan negatif pada perusahaan yang membayar dividen tinggi. Investor atau pemegang saham akan lebih menyukai perusahaan yang membagi dividen sedikit karena jika dividen yang dibayarkan tinggi, maka beban pajak yang harus ditanggung oleh investor atau pemegang saham juga akan tinggi. Penelitian yang mendukung teori ini adalah penelitian dari Miller dan Scholes (1978).

e. Teori *bird in the hand*

Teori ini mengatakan bahwa pembayaran deviden akan mengurangi ketidakpastian, yang berarti mengurangi risiko pemegang saham (Hanafi; 2004). Gordon dan Lintner (1961) dalam Hanafi (2004) mengatakan bahwa sesungguhnya investor jauh lebih menghargai uang yang diharapkan dari dividen daripada uang yang diharapkan dari kenaikan nilai modal karena komponen hasil dividen risikonya lebih kecil.

Kebanyakan investor lebih menyukai pembayaran dividen saat ini daripada menundanya untuk mendapatkan *capital gain*. Tarif pajak untuk *capital gain* memang sering lebih rendah daripada pajak dividen, namun para pemilik saham lebih menyukai dividen saat ini. Hal ini karena dengan pembayaran dividen, investor mendapatkan kepastian penerimaan keuntungan.

f. Teori Dividen Residual (Residual Theory of Dividends).

Menurut teori dividen residual, dalam menetapkan dividen perusahaan memperhatikan beberapa pertimbangan antara lain kesempatan investasi dan target struktur modal perusahaan. Pada saat perusahaan memiliki kesempatan investasi yang besar, laba perusahaan akan digunakan untuk membiayai investasi tersebut. Apabila masih ada dana, dana tersebut akan dibagikan sebagai dividen. Dengan kata lain, dividen yang dibayarkan merupakan sisa (residual) setelah semua usulan investasi yang menguntungkan habis dibiayai.

Untuk perusahaan yang memiliki penghasilan yang stabil, pendekatan residual bisa dilakukan dengan mudah, karena perusahaan mampu memperkirakan pendapatan dan investasi dimasa yang akan datang. Untuk perusahaan yang pendapatannya tidak stabil, pendekatan tersebut menjadi lebih sulit dilakukan, karena tidak mudah memperkirakan periode baik dan buruk (Hanafi, 2014).

3. Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen

a. Ratio Profitabilitas

Menurut Munawir (2004) profitabilitas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba selama periode tertentu. Profitabilitas mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan memperoleh laba dengan membandingkan penjualan, assets atau modal sendiri (Sartono, 2001). Profitabilitas perusahaan diukur dengan keberhasilan perusahaan menggunakan aktivitya secara produktif untuk

menghasilkan laba. Dengan demikian profitabilitas perusahaan dapat diketahui dengan membandingkan antara laba yang diperoleh dalam suatu periode atau dengan jumlah aktiva atau jumlah modal perusahaan tersebut.

b. Leverage

Menurut Harahap (2013) *leverage* adalah rasio yang menggambarkan hubungan antara utang terhadap modal, rasio ini dapat melihat seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh utang atau pihak luar kemampuan perusahaan yang digambarkan oleh modal. 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 sinyal perusahaan bagi investor.

Pembiayaan perusahaan menggunakan utang (*leverage*) menurut Brigham dan Houston (2001) memiliki tiga implikasi penting, yaitu:

- a. Memperoleh dana melalui utang membuat pemegang saham dapat mempertahankan pengendalian atas perusahaan dengan investasi yang terbatas.
- b. Kreditur melihat ekuitas atau dana yang disetor pemilik untuk memberikan marjin pengaman, sehingga jika pemegang saham hanya memberikan sebagian kecil dari total pembiayaan, maka risiko perusahaan sebagian besar ada pada kreditur.

- c. Jika perusahaan memperoleh pengembalian yang lebih besar atas investasi yang dibiayai dengan dana pinjaman dibanding pembayaran bunga, maka pengembalian atas modal pemilik akan lebih besar.

c. *Investment Opportunity Set*

Myers (1977) dalam AA.Saputro (2007) menggambarkan perusahaan merupakan kombinasi dari asset yang ditempatkan (*asset in place*) dan pilihan investasi (*investment opportunity*) masa depan. Komponen dari nilai perusahaan yang menghasilkan pilihan untuk membuat investasi akan datang disebut *Investment Opportunity Set* atau IOS). Menurut Gaver dan Gaver (1993) dalam AA.Saputro (2007) opsi investasi di masa yang akan datang tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain.

d. Pajak

Pajak adalah kontribusi wajib kepada negara yang terutang oleh orang pribadi atau badan yang bersifat memaksa berdasarkan undang undang, dengan tidak mendapat imbalan secara langsung

dan digunakan untuk keperluan Negara bagi sebesar-besarnya kemakmuran rakyat (UU No 28 Tahun 2007).

Dalam Sabrina (2013), UU Nomor 36 Tahun 2008 yang merupakan perubahan keempat dari UU Nomor 7 Tahun 1983 tentang Pajak Penghasilan (selanjutnya disebut UU PPh) yang mulai diberlakukan pada tahun 2009. Dalam Pasal 17 ayat (2c) UU PPh memunculkan ketentuan baru berupa tarif pemotongan Pajak Penghasilan maksimal sebesar 10% dan bersifat final atas dividen yang dibagikan kepada Wajib Pajak orang pribadi dalam negeri, yang secara lebih lanjut diatur dalam Peraturan Pemerintah Nomor 19 tahun 2009 dan Peraturan Menteri Keuangan Nomor 111/PMK.03/2010.

e. Struktur kepemilikan

Struktur kepemilikan adalah struktur kepemilikan saham yaitu perbandingan jumlah saham yang dimiliki oleh orang dalam (insider) dengan jumlah saham yang dimiliki oleh investor. Atau dengan kata lain struktur kepemilikan saham adalah proporsi institusional dan kepemilikan manajemen dalam kepemilikan saham perusahaan. Dalam kegiatannya suatu perusahaan diwakili oleh direksi (agents) yang ditunjuk oleh pemegang saham (principals), Sugiarto (2009).

Struktur kepemilikan merupakan pemisahan antara pemilik perusahaan dan manajer perusahaan. Pemilik atau pemegang saham adalah pihak yang menyertakan modal kedalam perusahaan, sedangkan manajer

adalah pihak yang ditunjuk pemilik dan diberi kewenangan mengambil keputusan dalam mengelola perusahaan, dengan harapan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik, Sudana (2011).

Struktur kepemilikan terbagi kedalam beberapa jenis. Adapun jenis-jenis struktur kepemilikan menurut Jensen and Meckling (1976) dapat dibedakan menjadi tiga, yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kepemilikan public.

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan. Kepemilikan saham manajerial dapat mensejajarkan antara kepentingan pemegang saham dengan manajer, karena manajer ikut merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan manajer yang menanggung risiko apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

B. Hipotesis

1. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Deviden

Suharli (2006) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan deviden. Hermi (2004) dalam Suharli (2006) mengungkapkan laba diperoleh dari selisih antara harta yang masuk (pendapatan dan keuntungan) dan harta yang keluar (beban dan kerugian).Laba perusahaan tersebut dapat ditahan (sebagai saldo laba) dan dapat dibagi (sebagai deviden). Sehingga secara sederhana dapat ditarik simpulan bahwa perusahaan yang tidak mampu menghasilkan laba maka tidak akan membagikan deviden. Penelitian Suharli didukung oleh Natalia

(2013) yang menunjukkan hasil profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini berarti bahwa semakin besar profitabilitas yang diperoleh perusahaan, akan semakin besar dividen yang dibayarkan. Begitu pula sebaliknya, apabila semakin kecil profitabilitas yang didapatkan perusahaan, maka semakin kecil dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham.

Dividen adalah sebagian dari laba perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham. Semakin besar laba perusahaan maka akan memperbesar proporsi laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen. Sehingga besar kecilnya dividen akan dipengaruhi oleh besar kecilnya laba perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas maka dapat ditarik hipotesis:

H1 : profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

2. Pengaruh Leverage Terhadap Kebijakan Dividen

Rozeff (1982, 1992) dalam Suharli (2006) menyatakan bahwa perusahaan yang hutangnya tinggi akan memberikan dividen yang rendah dengan maksud mengurangi ketergantungan akan pendanaan secara eksternal. Dewi (2008), mengatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini didukung oleh penelitian Putri (2013) dan penelitian dari Komang Ayu dan Luh Komang S (2015) yang menunjukkan hasil *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini berarti bahwa semakin besar hutang perusahaan maka

kemungkinan perusahaan membagikan deviden semakin kecil karena laba yang dihasilkan digunakan untuk membayar hutang perusahaan.

Hutang merupakan kewajiban yang harus dibayar oleh perusahaan. Ketika perusahaan mempunyai hutang, perusahaan akan lebih mengutamakan labanya untuk melunasi hutang daripada membagikan laba kepada pemegang saham. Semakin besar hutang yang dimiliki oleh perusahaan maka deviden yang akan dibayarkan akan semakin kecil. Hal ini disebabkan karena laba yang seharusnya dibayarkan kepada pemegang saham sebagai deviden akan digunakan untuk membayar hutang perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas maka dapat ditarik hipotesis:

H2 : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan deviden.

3. Pengaruh Perubahan Tarif Pajak Dividen Terhadap Kebijakan Dividen

Pajak deviden adalah iuran wajib yang dibayar oleh rakyat kepada Negara yang merupakan persentase dari jumlah deviden yang diterima oleh investor. Semakin besar tarif pajak deviden akan mengurangi jumlah deviden yang akan diterima pemegang saham.

Teori preferensi pajak mengatakan bahwa selama tarif pajak deviden lebih tinggi dari pada pajak capital gain sebaiknya perusahaan membayar deviden rendah atau bahkan tidak membagikan deviden. Dalam teori *clientelle effect* yang dikemukakan Miller dan Scholes (1978), terdapat sekelompok investor yang menginginkan deviden dibayar tinggi. Kebijakan deviden akan menarik segmen tertentu sehingga tugas perusahaan adalah melayani segmen tersebut.

Menurut Amiruddin dan Zanal Arifin (2012), Penurunan tarif pajak, dividen, ternyata membuat perusahaan berani atau mau meningkatkan porsi labanya untuk dibagikan sebagai bentuk deviden. Pajak merupakan potongan dari deviden yang akan diterima investor sehingga pajak deviden akan mengurangi keuntungan investasi dari pemegang saham. Semakin besar pajak deviden akan membuat potongan terhadap deviden semakin besar sehingga keuntungan yang didapat investor dari deviden semakin kecil. Ketika terjadi penurunan tarif pajak deviden, investor akan mendorong perusahaan untuk meningkatkan deviden yang dibayarkan.

Berdasarkan uraian di atas maka dapat ditarik hipotesis:

H3 : perubahan tarif pajak berpengaruh negatif terhadap kebijakan deviden

4. Struktur Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen

Mahadwartha dan Hartono (2002) mengemukakan semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri. Jensen dan Meckling (1976) dalam Zulaikah (2013) mengatakan bahwa untuk mengurangi *agency cost* adalah dengan menambahkan kepemilikan manajerial sehingga dapat mensejajarkan kepentingan manajer dengan pemegang saham yang sering bertentangan.

Penelitian dari Dewi (2008) dan Meti (2015) menunjukkan hasil struktur kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan pembayaran dividen. Tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi akan

menyebabkan perusahaan lebih cenderung mengalokasikan laba pada laba ditahan sehingga semakin sedikit deviden yang dibayarkan. Hal ini dikarenakan sumber dana internal dianggap lebih efisien dibandingkan dengan dana eksternal. Manajer selaku pemegang saham serta pihak yang mengampil keputusan akan bertindak dengan lebih hati-hati dalam menanggung konsekuensi yang mungkin timbul dari keputusan pendanaan yang diambil. Dana internal dianggap mempunyai resiko yang lebih kecil dari pada dana eksternal sehingga laba yang seharusnya dibagikan akan digunakan untuk membiayai investasi perusahaan. Rozeff (1982) dalam Mulyono (2009) mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham (dividend payout ratio) rendah. Penetapan dividen yang rendah disebabkan karena manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal.

Berdasarkan uraian di atas maka dapat ditarik hipotesis:

H4 : Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap pembayaran dividen

5. Pengaruh IOS Terhadap Kebijakan Deviden

Pecking Order yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf dalam Rosdini (2009) menyatakan bahwa perusahaan yang profitable memiliki dorongan untuk membayar dividen relatif lebih rendah dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek investasinya.

Suharli (2007) mengatakan apabila perusahaan dalam kondisi yang baik, manajemen akan cenderung memilih investasi baru daripada membayar

dividen yang tinggi. Dana yang seharusnya dibayarkan sebagai dividen tunai kepada para pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang lebih menguntungkan.

Investment opportunity set adalah peluang investasi di masa yang akan datang. Semakin besar peluang investasi maka kemungkinan perusahaan membagikan dividen semakin kecil, karena dana yang ada akan digunakan untuk membiayai investasi di masa yang akan datang. Penelitian Halim (2013) didukung oleh penelitian Sari (2016) mengatakan IOS berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Semakin besar peluang investasi perusahaan, maka semakin kecil dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham. Hal ini karena laba perusahaan yang seharusnya dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen akan ditahan dan digunakan untuk membiayai investasi dimasa yang akan datang.

Berdasarkan uraian di atas maka dapat ditarik hipotesis:

H5 : IOS berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

C. Model Penelitian

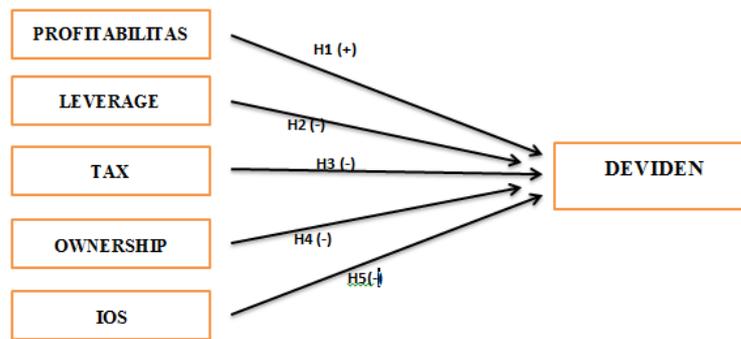
Di dalam penelitian ini terdapat dua jenis variable yang digunakan, yaitu:

1. Variable independent

Variable independent di dalam penelitian ini adalah kinerja keuangan yang di proksikan dengan profitabilitas (ROE) dan leverage, set kesempatan investasi (IOS), pajak, dan struktur kepemilikan.

2. Variable dependent

Variable dependent di dalam penelitian ini adalah Kebijakan deviden yang dihitung menggunakan proksi *dividend pay out ratio*.



Gambar 2.1 Model Penelitian