

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Kebijakan Dividen

Kebijakan Dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Pada dasarnya, laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau laba ditahan untuk di investasikan kembali. Weston and Copeland (1996) seperti dikutip Trianto (2007) mendefinisikan kebijakan dividen sebagai keputusan untuk menentukan besarnya bagian pendapatan (*earning*) yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan bagian yang akan ditahan di perusahaan. Agus Sartono (2000) dalam Trianto (2011) mendefinisikan kebijakan dividen sebagai keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam *retained earnings* guna membiayai investasi di masa datang. Dari kedua definisi diatas, dapat kita lihat bahwa kebijakan dividen dipengaruhi dua kepentingan yang saling bertolak belakang, yaitu kepentingan pemegang saham dengan dividennya, dan kepentingan perusahaan untuk melakukan reinvestasi dengan menahan laba.

Dari sisi pemegang saham, dividen merupakan salah satu motivator untuk menanamkan dana di pasar modal. Pemegang saham lebih memilih

dividen yang berupa kas dibandingkan dengan *capital gain*. Perilaku ini diakui oleh Gordon- Lintner sebagai “*the bird in the hand theory*” bahwa satu burung ditangan lebih berharga daripada seribu burung di udara. Selain itu pemegang saham juga dapat mengevaluasi kinerja perusahaan dengan menilai besarnya dividen yang dibagikan. Sedangkan dari sisi perusahaan, kebijakan dividen sangat penting, karena jika perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen maka akan mengurangi laba yang ditahan perusahaan, dan selanjutnya mengurangi total sumber dana intern atau *internal financing*. Sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana *intern* akan semakin besar.

Kebijakan dividen perusahaan memasukan 2 komponen dasar. Pertama, *dividend payout ratio* mengindikasikan jumlah dividen yang di bayar relatif terhadap hasil perusahaan. Kedua adalah kestabilan dari dividen selama selang waktu tertentu (Keown, Martin, Petty, Scott, 2005). Beberapa faktor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kesempatan investasi yang tersedia, ketersediaan dan biaya modal alternatif, dan preferensi pemegang saham untuk menerima pendapatan saat ini atau menerimanya di masa datang.

Terdapat tiga macam kebijakan dividen (Keown, et al., 2002 dalam Fauz dan Rosidi 2007). Pertama, rasio pembayaran konstan (*constant dividend payout ratio*), yaitu membayarkan dividen dalam prosentase yang tetap terhadap besarnya keuntungan. oleh karena itu, keuntungan berfluktuasi maka

dividen yang dibagikan juga akan fluktuatif, namun hanya sedikit perusahaan yang menganut system ini. Kedua, jumlah nilai dividen yang stabil per saham (*stabled dividend per share payout*), yaitu kebijakan membayar dividen dalam nilai uang per lembar saham secara stabil dari waktu ke waktu. Kenaikan nilai dividen dalam kebijakan ini hanya terjadi jika manajemen benar-benar yakin akan kenaikan keuntungan di masa mendatang. Ketiga, dividen kecil yang teratur ditambah ekstra (*small regular dividend plus year-end extra dividend payout*), yaitu kebijakan membayar dividen yang kecil secara teratur ditambah dengan ekstra dividen. Ekstra dividen akan diumumkan di akhir tahun, ketika keuntungan perusahaan telah dapat diperhitungkan dengan benar.

Brigham dan Houston (2006: 70-72) dalam Sudaryanti (2012) menyatakan terdapat tiga teori dari preferensi investor terhadap kebijakan dividen. Pertama, Teori Irelevansi dividen (*dividend irrelevance theory*) yaitu teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan maupun biaya modal. Kedua, Teori *The Bird-In-The-Hand* bahwa sesungguhnya investor jauh lebih menghargai pendapatan yang diharapkan dari dividen dari pada pendapatan yang diharapkan dari *capital gain*. Ketiga, Teori Preferensi Pajak, Litzenberg menyatakan bahwa investor lebih menyukai laba ditahan dibandingkan dividen sebab preferensi pajak yang ditetapkan atas *capital gain*.

2. Teori Keagenan (Agency Theory)

Agency theory menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Pujiastuti (2008) adalah hubungan antara pemberi kerja (*principal*) dan penerima tugas (agen) untuk melaksanakan pekerjaan. Dalam menjalankan usaha biasanya pemilik menyerahkan/ melimpahkan kepada pihak manajer yang menyebabkan timbulnya hubungan keagenan. Hubungan keagenan merupakan salah satu sebab adanya suatu konflik. Menurut Pujiastuti (2008) mengatakan bahwa konflik keagenan tersebut bisa terjadi antara (1) pemilik dan manajer, dimana manajer melakukan perbuatan untuk mencapai tujuan pribadinya. Hal ini tidak disukai oleh *shareholders*, dimana *shareholders* lebih menginginkan suatu profit yang lebih. (2) Manajer dengan *debtholder* dimana manajer lebih menyukai dividen yang ditahan digunakan sebagai modal untuk ekspansi perusahaan tetapi *debtholder* lebih menyukai bahwa dividen yang ditahan digunakan sebagai dana untuk membayar hutang perusahaan. *Debtholder* khawatir apabila laba yang digunakan untuk ekspansi perusahaan tidak sesuai yang diharapkan sehingga hutang perusahaan tidak dapat dibayarkan.

Konflik-konflik keagenan dapat dikurangi dengan mekanisme pengawasan, pengontrolan dan mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait. Dalam manajemen keuangan hubungan keagenan muncul antara pemegang saham dengan manajer dan antara pemegang saham dengan kreditor. Gapenski dan Daves (1999) seperti dikutip Pujiastuti (2008)

mengatakan bahwa masalah keagenan tersebut bisa terjadi antara pemilik (*shareholders*) dan manajer; manajer dengan *debtholders*; serta manajer dan *shareholders* dengan *debtholders*. Untuk mengontrol perilaku agen ini tentu membutuhkan biaya, biaya ini yang disebut biaya keagenan (*agency cost*).

3. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan Manajerial diukur dari jumlah persentase saham yang dimiliki *insider* atau persentase saham yang dimiliki oleh pihak manajemen, yaitu direktur dan komisaris yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Moh'd, Perry dan Rimbey (1995) konsisten dengan hasil penelitian Rozeff (1982) yang dikutip Pujiastuti (2008) yaitu *insider ownership* memiliki hubungan negatif dengan rasio pembayaran dividen. Hal ini menunjukkan bahwa rasio pembayaran dividen akan meningkat seiring dengan menurunnya jumlah pemegang saham oleh *insider*.

Dempsey dan Laber (1993) dalam Sudaryanti (2012), masalah keagenan banyak di pengaruhi oleh *insider ownership*. Kepemilikan Manajerial adalah pemilik perusahaan sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Semakin besar Kepemilikan Manajerial, perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer semakin kecil, mereka akan bertindak lebih hati-hati karena mereka akan ikut menanggung konsekuensi dari tindakan yang dilakukan.

4. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan Institusional yang menggambarkan jumlah pemegang/pemilik saham biasa. Dalam penelitian ini jumlah pemegang saham biasa diproksikan sebagai penyebaran kepemilikan (*Shareholder Dispersion*) untuk *cost agency* antara pemegang saham dengan manajemen. Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa jika jumlah pemegang saham semakin menyebar, menyebabkan kekuatan (*power*) para pemegang saham untuk mengontrol manajemen menjadi lebih rendah.

Dalam penelitian Roseff (1982), Dempsey dan Laber (1990), Hansen et al (1994) dan Noronha (1996), ditemukan bahwa jika jumlah kepemilikan naik, maka tingkat permintaan akan dividen meningkat, karena semakin besar jumlah pemegang saham maka penyebaran kepemilikan akan semakin besar, sehingga diperlukan tambahan biaya monitoring manajemen. Berdasarkan pernyataan tersebut, dapat dinyatakan bahwa jika jumlah pemegang saham meningkat, akan cenderung menaikkan *dividen payout ratio*.

5. Collateral Asset

Collateral asset adalah Rasio aset tetap terhadap aset total dianggap sebagai proksi aset-aset kolateral (jaminan) untuk biaya agensi yang terjadi karena konflik antara pemegang saham dan pemegang obligasi (Pujiastuti,

2008). Kreditor seringkali meminta jaminan berupa aktiva ketika memberi pinjaman kepada perusahaan yang membutuhkan pendanaan.

Titman dan assels (1988) dalam Pujiastuti (2008) berpendapat bahwa perusahaan-perusahaan yang mempunyai asset kolateral lebih, menghadapi masalah (konflik) yang lebih sedikit antara pemegang saham dan pemegang obligasi. Ali dkk (1993) dalam Pujiastuti (2008) dengan pendekatan rasio asset pabrik netto terhadap total asset sebagai proksi untuk aset-aset kolateral, menemukan hubungan positif yang signifikan antara aset-aset kolateral dengan rasio pembayaran dividen.

6. Kebijakan Hutang

Kebijakan Hutang adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara bekerja di dalam perusahaan, yang pada saatnya harus dibayar kembali. Kebijakan Hutang diukur dari rasio hutang jangka panjang dengan asset total. Jensen (1986) dalam Pujiastuti(2008) berpendapat bahwa dengan hutang, perusahaan mempunyai kewajiban melakukan pembayaran periodik atas bunga dan principal. Hal ini bisa mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *cash flow* untuk kegiatan-kegiatan yang kurang optimal. Dengan kata lain eksistensi hutang memaksa manajer untuk menikmati keuntungan yang lebih sedikit dan menjadikan manajer bekerja lebih efisien. Meskipun hutang juga bisa menimbulkan konflik

keagenan, karena penggunaan hutang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan risiko kebangkrutan.

Perusahaan yang sedang berkembang memerlukan modal yang berasal dari hutang maupun ekuitas. Dimana hutang ini mempunyai keuntungan dan kelemahannya. Menurut Sartono (2000) dalam Trianto (2011), dengan meningkatkan pendanaan dengan utang, maka akan menurunkan skala konflik antara pemegang saham dan manajemen. Menurunnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen maka akan menurunkan *agency cost*.

7. Aliran Kas Bebas

Aliran Kas Bebas adalah aliran kas bersih yang tidak dapat diinvestasikan kembali karena tidak tersedia kesempatan investasi yang *profitable* (Sartono, 2001). Aliran Kas Bebas berasal dari arus kas yang berasal dari kegiatan operasi perusahaan (Rosdini, 2009). Aliran Kas Bebas inilah yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Ketika Aliran Kas Bebas tersedia, manajer disinyalir akan menghamburkan Aliran Kas Bebas tersebut sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan atau akan menginvestasikan Aliran Kas Bebas dengan *return* yang kecil (Smith & Kim, 1994 dalam Trianto, 2011).

B. Hasil Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai kebijakan dividen telah banyak dilakukan sebelumnya, antara lain oleh Djumahir (2009), Fauz dan Rosidi (2007), Pujiastuti (2008), Rahmawati (2011), Sudaryanti (2012) dan Trianto (2011). Hasil penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan yang berbeda.

Berdasarkan uraian hasil-hasil penelitian terdahulu, dapat di lihat dalam tabel 2.1 berikut

TABEL 2.1.

Ringkasan penelitian terdahulu

No.	Peneliti	Judul Penelitian	Model Analisis	Hasil
1	Djumahir (2009)	Pengaruh Biaya Agensi, Tahap Daur Hidup Perusahaan dan Regulasi terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia	Model Regresi	<i>Free Cash Flow</i> berpengaruh dan <i>Institutional Ownership</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen
2	Fauz dan Rosidi (2007)	Pengaruh Aliran Kas Bebas, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan	Model Regresi	Aliran Kas Bebas, <i>Collateral Asset</i> , Kepemilikan

		Institusional, Kebijakan Utang dan <i>Collateral Asset</i> terhadap Kebijakan Dividen		Manajerial berpengaruh positif dan kepemilikan Institusional, kebijakan Hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen
3	Pujiastuti (2008)	<i>Agency Cost</i> terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur dan Jasa Yang <i>Go Public</i> Di Indonesia	Model Regresi	<i>Shareholder Dispersion, Collateral Asset</i> berpengaruh positif dan <i>Insider Ownership, Debt, Free Cash Flow</i> berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen
4	Rahmawati (2011)	Pengaruh <i>Insider Ownership, Institutional</i>	Model Regresi	<i>Insider Ownership,</i>

		<i>Ownership, Dispersion of Ownership, Tingkat Pertumbuhan Perusahaan dan Risiko Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2003-2006</i>		<i>Institutional Ownership berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen</i>
5	Sudaryanti (2012)	Pengaruh <i>Agency Cost</i> , Risiko Pasar dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen	Model Regresi	<i>Institutional Ownership, Insider Ownership</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen
6	Trianto (2011)	Pengaruh <i>Shareholder Dispersion, Free Cash Flow, Collateral Asset</i> dan <i>Debt</i> terhadap Kebijakan Dividen	Model Regresi	<i>Shareholder Dispersion, Free Cash Flow, Collateral Asset</i> berpengaruh positif dan <i>Debt</i>

				berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen
--	--	--	--	--

C. Hipotesis

1. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap kebijakan Dividen

Dempsey dan Laber (1993) dalam Sudaryanti (2012), masalah keagenan banyak di pengaruhi oleh *insider ownership*. Kepemilikan Manajerial adalah pemilik perusahaan sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Semakin besar Kepemilikan Manajerial, perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer semakin kecil, mereka akan bertindak lebih hati-hati karena mereka akan ikut menanggung konsekuensi dari tindakan yang dilakukan.

Kepemilikan manajerial adalah pemilik perusahaan sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Semakin besar Kepemilikan manajerial, perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer semakin kecil, mereka akan bertindak lebih hati-hati karena mereka akan ikut menanggung konsekuensi dari tindakan yang dilakukan.

Hasil penelitian Pujiastuti (2008) *insider ownership* memiliki hubungan negatif dengan rasio pembayaran dividen. Hal ini menunjukkan bahwa rasio pembayaran dividen akan meningkat seiring dengan menurunnya

jumlah pemegang saham oleh insider. Semakin menurun jumlah kepemilikan saham oleh pihak *insider* berarti semakin kecil persentase saham yang dimiliki oleh pemegang saham yang ikut terlibat dalam mengelola perusahaan.

H1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI

2. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap kebijakan Dividen

Jensen dan Meckling (1976) dalam Pujiastuti (2007) mengatakan bahwa jika jumlah pemegang saham semakin menyebar, menyebabkan kekuatan (*power*) para pemegang saham untuk mengontrol manajemen menjadi lebih rendah. Sedangkan menurut Rozeff (1982), yang dikutip Moh'd, Perry dan Rimbey (1995) mengatakan bahwa semakin besar jumlah pemilik saham, maka semakin menyebar kepemilikan dan semakin sulit mereka melakukan monitoring, sehingga sulit mereka melakukan kontrol terhadap perusahaan. Konsekuensi dari hal tersebut para pemegang saham yang tersebar tersebut dapat memanfaatkan kekuatan pasar modal untuk memonitor perusahaan dengan memaksa membayar dividen lebih tinggi.

Hasil penelitian Triani Pujiastuti (2008), Rozeff (1982) mengatakan bahwa semakin menyebar pemilik saham, semakin besar jumlah dividen yang dibagikan. Hal ini dapat dijelaskan bahwa, dengan semakin menyebar pemilik saham, maka di samping kepemilikan saham tidak terkonsentrasi pada kelompok tertentu, dimungkinkan pemilik saham ini adalah lembaga sehingga

mempunyai power untuk menyampaikan aspirasinya kepada manajemen. Dengan demikian maka untuk mengurangi konflik keagenan, manajemen akan memberikan dividen yang besar. Kesulitan dalam melakukan kontrol juga menimbulkan masalah keagenan, terutama karena adanya informasi, oleh karena itu, untuk menurunkan masalah keagenan ini diperlukan dividen yang lebih besar (Triani pujiastuti, 2008).

H2 : Kepemilikan Institusional berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI

3. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap kebijakan Dividen

Jensen (1986) berpendapat bahwa penggunaan hutang untuk mendanai operasional perusahaan akan mengurangi pemakaian ekuitas perusahaan, sehingga konflik antara manajer dengan pemegang saham dapat direduksi. Dengan hutang, perusahaan mempunyai kewajiban melakukan pembayaran periodik atas bunga dan prinsipal. Hal ini bisa mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *cash flow* untuk kegiatan-kegiatan yang kurang optimal. Dengan kata lain eksistensi hutang memaksa manajer untuk menikmati keuntungan yang lebih sedikit dan menjadikan manajer bekerja lebih efisien. Meskipun hutang juga bisa menimbulkan konflik keagenan hutang, karena penggunaan hutang yang terlalu tinggi dapat meningkatkan risiko kebangkrutan. Teori keuangan menjelaskan bahwa "*debt*

agency problem” akan mengurangi nilai perusahaan dan biaya hutang tersebut lebih besar dari pada manfaat penggunaan hutang itu sendiri (Husnan, 2001).

Hasil penelitian Achmad Fauz dan Rosidi (2007) mengatakan bahwa perusahaan-perusahaan yang mempunyai hutang yang tinggi akan berusaha mengurangi *agency cost of debt* dengan mengurangi hutang. Karenanya, untuk membiayai investasi digunakan dana internal, yang mengakibatkan pembagian dividen menjadi kecil (Mahadwartha dan Hartono 2002) dalam Achmad Fauz dan Rosidi (2007). Manajemen akan menurunkan level kebijakan dividennya dikarenakan laba yang dihasilkan akan lebih digunakan untuk pengembangan perusahaan.

H3 : Kebijakan Hutang berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI

4. Pengaruh *Collateral Assets* terhadap kebijakan Dividen

Perusahaan-perusahaan yang mempunyai aset koleteral lebih, menghadapi masalah (konflik) yang lebih sedikit antara pemegang saham dengan pemegang obligasi (Mollah, 2000) dalam Trianto (2011). Mollah (2000) dalam Trianto (2011) mengatakan, dengan pendekatan rasio aset pabrik neto terhadap total aset sebagai proksi untuk aset-aset kolateral untuk mengatasi masalah agensi pemegang saham dan pemegang obligasi,

menemukan hubungan positif yang signifikan antara aset-aset kolateral dengan rasio pembayaran dividen.

Hasil penelitian Trianto (2011), yaitu perusahaan-perusahaan yang memiliki jumlah aset kolateral yang besar maka perusahaan akan membayarkan dividen dengan jumlah yang besar dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki aset kolateral kecil maka perusahaan akan membayarkan dividen dalam jumlah yang kecil.

H4 : *Collateral Assets* berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI

5. Pengaruh Aliran Kas Bebas terhadap kebijakan Dividen

Pengaruh Aliran kas bebas terhadap *dividend payout ratio* bersifat positif artinya semakin tinggi Aliran kas bebas maka semakin tinggi *dividend payout ratio* atau semakin rendah Aliran kas bebas maka semakin rendah *dividend payout ratio* (Jensen, 1986 dalam Trianto 2011). Hal ini sesuai dengan teori yang dikemukakan oleh Smith and Watts (1992) dalam Trianto 2011 yang menyatakan bahwa untuk menghindari terjadinya *overinvestment (free cash flow problem)*, manajer akan membagikan dividen dalam jumlah yang tinggi.

Hasil penelitian Jensen (1986) seperti dikutip Dini Rosdini (2009) mengemukakan bahwa jika perusahaan memiliki Aliran kas bebas maka

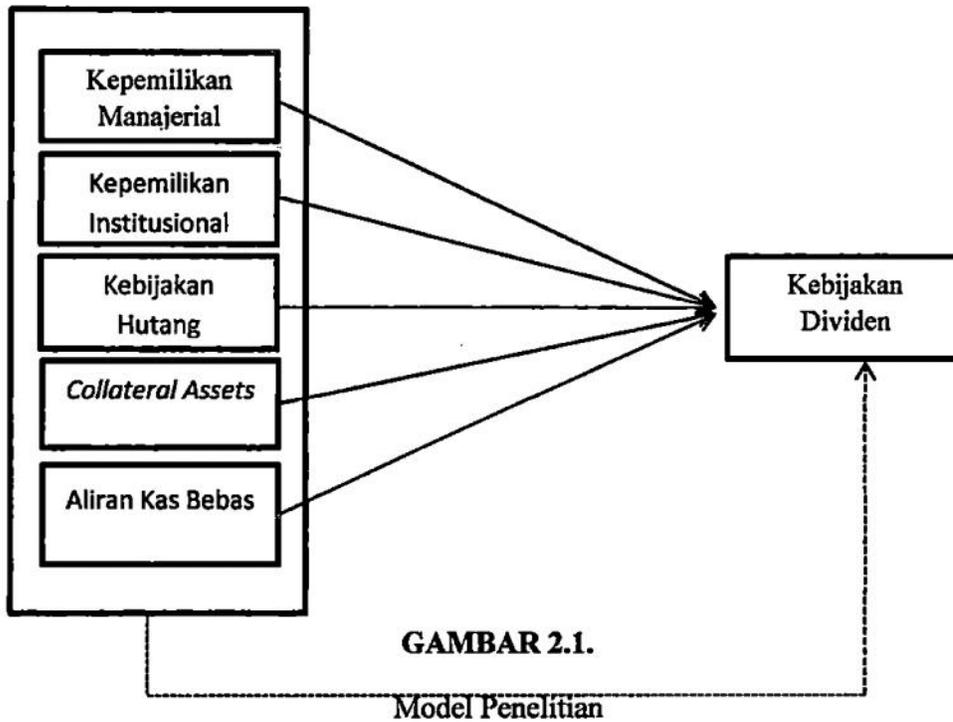
perusahaan akan membagikannya sebagai dividen, sehingga dividen yang dibayarkan saat Aliran kas bebas tinggi tersebut juga memiliki besaran nilai yang tinggi pula. Teori Aliran kas bebas milik Jensen (1986) menjelaskan tindakan tersebut adalah untuk mengurangi *agency cost* yang ditimbulkan oleh manajemen dan shareholder akibat konflik kepentingan antara keduanya terkait Aliran kas bebas.

H5 : Aliran kas bebas berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI

D. Model Penelitian

Model penelitian memberikan dasar konseptual bagi penelitian yang mengidentifikasikan jaringan hubungan antara variabel yang dianggap penting bagi penelitian yang akan dilakukan. Berdasarkan variabel-variabel yang digunakan untuk memprediksi kebijakan deviden adalah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *collateral asset*, kebijakan hutang dan aliran kas bebas.

Variabel-variabel yang digunakan untuk memprediksi kebijakan deviden dapat digambarkan dalam model penelitian seperti ditunjukkan dalam Gambar 2.1. berikut ini:



Dimana:

Variabel dependen :Kebijakan Dividen

Variabel independen :Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Collateral Asset, Kebijakan Hutang dan Aliran kas Bebas