

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### A. Landasan Teori

##### 1. Kebijakan Dividen

Dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham disamping *capital gain* (Hanafi, 2013). Perusahaan dapat menggunakan laba untuk digunakan investasi pembelian aset operasional, pembelian saham, membayar hutang atau membagikannya kepada *stockholders* (Brigham dan Erhardt, 2002). Pembagian hak kepada investor berupa dividen.

Teori yang berkaitan dengan kebijakan dividen menurut para ahli:

###### a. Dividen dibayar tinggi (*Bird in the Hand Theory*)

Nilai saham akan ditentukan oleh *present value* dari dividen yang akan diterima investor saat ini dan di masa mendatang (Gordon, 1961 dalam Hanafi, 2013). Investor menilai uang dari dividen yang diharapkan lebih tinggi dibandingkan uang dari *capital gain* yang diharapkan karena komponen *dividend yield*,  $D_0/P_0$  beresiko lebih rendah dibanding komponen  $g$  (Gordon dan Litner dalam Brigham dan Erhardt, 2002). Pernyataan tersebut mendorong investor berani membeli saham dengan harga tinggi pada perusahaan yang memberikan dividen tinggi pula. Dividen tunai dibayarkan saat ini mampu memberikan kepastian kepada investor karena resikonya

rendah dibandingkan komponen pertumbuhan pada *capital gain* dan sekaligus memberikan kompensasi atas kegiatan pendanaan yang dilakukan investor pada suatu perusahaan.

b. Dividen dibayar rendah

Dividen sebaiknya dibayar rendah karena adanya efek pajak (Hanafi, 2013). Apabila dividen dibayar rendah, investor dapat menghemat pajak karena pajak yang dikenakan untuk dividen lebih tinggi dibandingkan pajak *capital gain*. Selain itu, emiten juga menghendaki dividen dibayar rendah karena berkaitan dengan biaya emisi (*flotation cost*) yaitu biaya yang dikeluarkan perusahaan untuk menerbitkan saham meliputi biaya emisi, biaya transaksi, dan biaya *underpricing* saham. Oleh karena itu, perusahaan lebih baik melakukan pembagian dividen rendah sehingga tidak perlu menerbitkan saham baru.

c. Teori Dividen Residual (*Residual Theory of Dividends*)

Perusahaan menentukan besaran dividen yang dibagi ke perusahaan setelah seluruh investasi yang menguntungkan telah dibiayai (Hanafi, 2013). Hal ini menunjukkan bahwa dividen yang dibayarkan merupakan sisa/residual setelah tidak ada lagi kesempatan investasi yang harus dibiayai lagi. Hanafi (2013) menjelaskan langkah-langkah yang diambil manajemen keuangan adalah sebagai berikut:

- 1) Menetapkan penganggaran modal optimal. Seluruh investasi yang memiliki *net present value* positif akan dibiayai terlebih dahulu.
- 2) Menentukan jumlah saham yang diperlukan untuk membiayai investasi yang telah dirancang sembari menjaga struktur modal agar tetap seimbang.
- 3) Menggunakan dana internal terlebih dahulu untuk membiayai kesempatan investasi perusahaan.
- 4) Membayarkan dividen apabila ada sisa dari dana internal setelah seluruh kegiatan investasi perusahaan didanai.

## 2. Kinerja keuangan

Kinerja keuangan digunakan manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan, bagi para kreditur digunakan untuk mengevaluasi pinjaman secara kolektif dan bagi para pemegang saham untuk memprediksi pendapatan, dividen, arus kas dan harga saham suatu perusahaan (Brigham dan Erhardt, 2002). Analisis kinerja keuangan mencakup perbandingan kinerja perusahaan satu dengan yang lain didalam industri yang sama dan evaluasi tren perusahaan dari waktu ke waktu.

### a. *Leverage*

*Leverage* berguna untuk mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka panjangnya (Hanafi, 2013). *Leverage* timbul dari adanya penggunaan hutang. Hutang dapat meningkatkan profitabilitas, akan tetapi resiko yang ditimbulkan

juga semakin tinggi. Jika penjualan tinggi, maka keuntungan yang didapat tinggi karena perusahaan hanya harus membayar bunga yang bersifat tetap. Lebih lanjut, *leverage* berkaitan dengan pendanaan perusahaan yang memiliki biaya tetap dengan tujuan untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham melalui peningkatan laba. Namun, apabila perusahaan mendapat kerugian, maka ia tetap harus membayar bunga sehingga hal tersebut berdampak buruk pada kinerja keuangan perusahaan. Peristiwa tersebut menyebabkan aset yang harus dijadikan jaminan perusahaan kepada pihak kreditur atas penggunaan hutang juga semakin meningkat.

b. Profitabilitas

Rasio profitabilitas digunakan untuk mengukur keefektifan kinerja operasional perusahaan. Rasio ini melihat kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, asset, dan modal saham tertentu (Hanafi, 2013). Tingginya profitabilitas menandakan bahwa semakin tinggi pula tingkat efektivitas perusahaan didalam memanfaatkan sumber dana untuk menciptakan keuntungan.

### 3. Struktur Modal

a. Pendekatan Modigliani dan Miller (MM) dengan pajak

Teori ini sekitar pada tahun 1950 berpendapat bahwa struktur modal tidak mempengaruhi perusahaan hingga pada tahun

1960 an kedua ahli menyepakati faktor pajak untuk dimasukkan kedalam analisis struktur modal (Hanafi, 2013). Pajak menjadikan nilai perusahaan lebih tinggi karena penggunaan hutang melalui pembayaran bunga hutang mampu mengurangi jumlah pajak yang harus dibayarkan perusahaan.

b. Teori *Pecking Order*

Teori ini memaparkan pilihan dalam sumber pendanaan usaha yang mampu dilakukan perusahaan (Myers dan Majluf, 1977 dalam Hanafi, 2013). Pilihan tersebut antara lain sebagai berikut:

- 1) Perusahaan memilih pendanaan internal yang didapat dari laba yang dihasilkan perusahaan.
- 2) Perusahaan menghitung rasio pembayaran didasarkan pada kesempatan investasi di masa depan supaya pembagian dividen dapat dilakukan secara konstan.
- 3) Apabila terjadi kelebihan aliran kas masuk dibanding aliran kas keluar, maka perusahaan dapat memanfaatkannya dengan melakukan pembayaran hutang atau membeli surat berharga. Apabila kas masuk lebih kecil daripada kas keluar, perusahaan dapat menggunakan kas yang ada untuk menjual surat berharga.
- 4) Apabila perusahaan memerlukan pendanaan eksternal, maka perusahaan akan memilih instrumen yang paling aman seperti hutang, surat berharga campuran hingga saham sebagai pilihan terakhir.

Teori tersebut menjelaskan preferensi manajer keuangan didalam kegiatan pendanaan usaha. Perusahaan akan menggunakan dana internal terlebih dahulu hingga pilihan terakhir yaitu penerbitan saham. Teori ini menjelaskan sebab mengapa perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi justru memiliki hutang kecil. Hal ini disebabkan ketersediaan dana internal yang sudah cukup untuk memenuhi kepentingan perusahaan sehingga tidak diperlukan lagi pengambilan dana eksternal.

c. Teori Asimetri Informasi

Myers dan Majluf (1977) menyatakan bahwa ada fenomena asimetri informasi antara manajer dengan pihak luar. Asimetri antara manajer perusahaan dengan investor terjadi saat adanya kenaikan harga saham. Manajer perusahaan cenderung ingin melakukan penerbitan saham baru. Akan tetapi, pasar sudah mengetahui maksud manajer perusahaan yang ingin memanfaatkan momen kenaikan harga saham. Oleh karena itu, pasar memberikan anggapan bahwa harga saham tersebut sudah terlalu tinggi (*overvalue*). Hal ini dibuktikan dengan adanya fenomena penurunan harga saham saat perusahaan mengumumkan aksi penerbitan saham baru. Asimetri lain yang terjadi yaitu antara saham dengan hutang. Berdasarkan kerangka asimetri informasi, sekuritas hutang mempunyai asimetri informasi yang lebih kecil dibandingkan dengan saham (Hanafi, 2013). Hal tersebut terjadi karena hutang mempunyai pendapatan

tetap berupa pembayaran bunga dari pihak debitur sehingga ketidakpastian hutang lebih kecil dibandingkan saham. Biaya asimetri hutang tidak sebesar biaya asimetri saham. Hal ini menyebabkan perusahaan menjadikan saham sebagai pilihan terakhir pendanaan. Teori ini juga memiliki keterkaitan dengan *Pecking Order Theory*.

#### **4. Teori Persinyalan (*Signaling Theory*)**

Penggunaan hutang merupakan *signal* yang disampaikan manajer ke pasar (Ross, 1977 dalam Hanafi, 2013). Menurut teori tersebut, perusahaan berusaha menyampaikan sinyal kepada investor melalui kebijakan yang diambilnya. Penggunaan hutang menandakan bahwa perusahaan memiliki prospek baik. Hutang tersebut bertujuan untuk membiayai kegiatan-kegiatan investasi perusahaan dengan harapan mampu memberikan keuntungan. Tidak semua manajer perusahaan berani menggunakan hutang karena resiko kebangkrutan perusahaan meningkat seiring dengan penggunaan hutang tinggi. Oleh karena itu, apabila perusahaan yakin dengan prospek baik yang dimiliki, manajer perusahaan berani mengambil langkah untuk menggunakan hutang. Contoh lain teori persinyalan yaitu adanya pembagian dividen oleh suatu perusahaan. Perusahaan yang mampu membagikan dividen dianggap memiliki kinerja keuangan baik dari segi pencapaian laba dan pengelolaan kesempatan investasi yang ada. Diharapkan tindakan-tindakan tersebut mampu ditangkap investor sebagai sinyal positif.

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

Teori ini menjelaskan bahwa adanya konflik antara manajer dengan perusahaan sehubungan dengan adanya aliran kas bebas (*free-cash flow*) (Jensen, 1985 dalam Hanafi, 2013). Aliran kas bebas sebaiknya dibagikan kepada pemegang saham apabila tidak ada lagi kesempatan investasi bernilai positif. Akan tetapi, ada kecenderungan manajer untuk mempunyai kontrol atas aliran kas tersebut. Terdapat dua cara untuk mengatasi konflik keagenan yaitu dengan pembagian dividen dan penggunaan hutang. Pembagian dividen bertujuan untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Penggunaan hutang dapat meredakan konflik keagenan karena perusahaan wajib membayarkan bunga tetap sehingga manajer tidak menguasai kas untuk melakukan tindakan oportunistik.

## 6. *Investment Opportunity Set*

Investor percaya bahwa perusahaan yang meningkatkan kesempatan investasi akan memiliki prospek yang bagus di kemudian hari, sehingga berinvestasi pada saham perusahaan tersebut akan menghasilkan *return* yang lebih tinggi (Pratiska, 2012). Keputusan investasi yang dilakukan suatu perusahaan mengandung informasi yang berisi sinyal-sinyal akan prospek perusahaan. Kepercayaan investor terhadap perusahaan yang memiliki keputusan investasi tinggi pada saat ini, menyebabkan naiknya permintaan terhadap saham perusahaan.



## 7. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan oleh institusi keuangan seperti perusahaan asuransi, dana pensiun, dan *investment banking* (Siregar dan Utama, 2005). Apabila institusional tidak puas atas kinerja manajerial, mereka dapat melepas kepemilikan saham perusahaan dengan menjualnya di pasar saham. Ada dua macam kepemilikan institusional menurut Njah dan Jarboui (2013):

### a. *Dedicated institutional investors*

Merupakan investor yang berorientasi jangka panjang (*long-term investor*) dengan keinginan untuk berinvestasi di suatu perusahaan yang memiliki prospek baik untuk menciptakan peningkatan nilai perusahaan di masa depan yang bersifat berkelanjutan. Tipe investor ini memiliki kecenderungan untuk melakukan pengawasan terhadap manajer perusahaan supaya dapat memastikan bahwa manajer perusahaan memiliki orientasi untuk memaksimalkan nilai perusahaan di masa yang akan datang dan bukan hanya mementingkan keuntungan jangka pendek semata. Dengan adanya pengawasan tersebut, *dedicated institutional investors* akan membatasi manajer untuk melakukan tindakan yang merugikan investor seperti pemanfaatan laba secara berlebihan untuk kepentingan manajer perusahaan. Selain itu, investor dengan kepemilikan jumlah saham yang besar dapat ikut menentukan kebijakan perusahaan seperti merger, akuisisi dan *takeover*.

b. *Transient institutional investors*

Merupakan investor yang berfokus pada pendapatan keuntungan jangka pendek (*short-term investor*). Investor ini biasanya melakukan aksi jual beli saham secara rutin dan memiliki perputaran perubahan portofolio yang tinggi. *Transient institutional investors* dapat mempengaruhi kinerja perusahaan sebatas dari segi pencapaian laba dalam suatu periode saja.

**B. Hasil Penelitian Terdahulu**

1. Penelitian Yulia dan Ifaksara (2016) berjudul “Pengaruh *Investment Opportunity Set*, Profitabilitas, dan Likuiditas terhadap Struktur Modal (Studi pada Perusahaan Properti dan Real Estate yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2014)”. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap struktur modal, profitabilitas dan likuiditas berpengaruh negatif terhadap struktur modal.
2. Penelitian Seftianne dan Handayani (2011) berjudul “Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Publik Sektor Manufaktur”. Hasil yang didapat yaitu profitabilitas, likuiditas, resiko bisnis kepemilikan manajerial dan struktur aktiva tidak berpengaruh terhadap struktur modal. Sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap struktur modal dan *growth opportunity* berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.
3. Penelitian Julita (2015) berjudul “Pengaruh *Net Profit Margin* dan

*Return on Investment* terhadap Struktur Modal pada Perusahaan Asuransi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia”. Proksi variabel dependen adalah *Debt to Equity Ratio* (DER). Hasil analisis data menunjukkan bahwa *Net Profit Margin* dan *Return On Investment* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

4. Penelitian Indahningrum dan Handayani (2009) berjudul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dividen, Pertumbuhan Perusahaan, *Free Cash Flow* dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan”. Proksi dari kebijakan hutang yaitu *debt to equity ratio* (DER). Hasil menyatakan bahwa kepemilikan institusional dan *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang, profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Variabel kepemilikan manajerial, dividen dan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang.
5. Penelitian Susilawati (2007) berjudul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Perspektif *Agency Theory*”. Hasil menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas, *net profit margin* dan keadaan pasar modal berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan hutang. Sedangkan *asset structure* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang.
6. Penelitian Marleadyani dan Wiksuana (2016) berjudul “Pengaruh

*Economic Value Added (EVA)* dan *Investment Opportunity Set (IOS)* terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel *Moderating*". Hasil pengujian menunjukkan bahwa EVA berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen tunai dan IOS berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tunai. Likuiditas memoderasi EVA terhadap kebijakan dividen tunai dan likuiditas tidak mampu memoderasi IOS terhadap kebijakan dividen tunai.

7. Penelitian Putri (2013) berjudul "Pengaruh *Investment Opportunity Set*, Kebijakan Utang dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)". Hasil menunjukkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, kebijakan hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.
8. Penelitian Fuadi dan Satini (2015) berjudul "Pengaruh *Investment Opportunity Set*, *Total Asset Turn Over*, dan *Earning per Share* dengan Dividen Tunai (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI periode 2009-2013)". Hasil penelitian menyatakan bahwa *total asset turn over* dan *earning per share* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen tunai dan *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap dividen tunai.
9. Penelitian Dewi (2016) berjudul "Pengaruh Likuiditas, *Leverage*,

Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Profitabilitas sebagai Variabel *Intervening*". Indikator dalam penelitian ini adalah likuiditas dengan *current ratio* (CR), leverage dengan *debt to total asset* (DTA), ukuran perusahaan dengan *size* dan kebijakan dividen dengan *dividend payout ratio* (DPR). Hasil menyatakan bahwa likuiditas, *leverage* dan ukuran perusahaan tidak mempengaruhi profitabilitas baik langsung maupun melalui profitabilitas, dan profitabilitas tidak mampu menjadi *intervening* antara variabel independen terhadap variabel dependen tersebut.

10. Penelitian Mohamadi dan Amiri (2016) berjudul "*Investigation The Effect of Ownership Structure, Financial Leverage, Profitability and Investment Opportunity on Dividend Policy*". Hasil penelitian menyatakan kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, dan tidak ada hubungan antara *investment opportunity* terhadap kebijakan dividen.
11. Penelitian Marlim dan Arifin (2015) dengan judul "*Analysis of Cash Position, Debt to Equity Ratio, Return On Assets, Growth Potential, and Total Assets Turn Over Effect to Dividend Payout Ratio on Companies Listed at Indonesia Stock Exchange 2009-2011*" menyatakan bahwa posisi kas tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR (*Dividen Payout Ratio*), DER (*Debt to Equity Ratio*) berpengaruh positif signifikan

terhadap DPR, ROA (*Return on Assets*) berpengaruh negatif signifikan terhadap DPR, *Growth Potential* berpengaruh positif signifikan terhadap DPR, *Total Assets Turnover* berpengaruh negatif signifikan terhadap DPR.

12. Nuringsih (2005) dalam penelitiannya dengan judul “Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996” membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, kebijakan hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, ROA berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen dan ukuran perusahaan berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.
13. Penelitian yang dilakukan Eltya dkk. (2016) berjudul “Pengaruh *Leverage*, Likuiditas, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen”. Indikator penelitian ini adalah *leverage* dengan *debt to equity ratio* (DER), likuiditas dengan *current ratio* (CR), profitabilitas dengan *return on equity* (ROE), dan ukuran perusahaan dengan *size*. Hasil penelitian menyatakan *leverage* berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen, profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, ukuran perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen, likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.
14. Penelitian Andriyanti dan Wirakusuma (2014) berjudul “*Good*

*Corporate Governance* memoderasi Profitabilitas, *Leverage*, Arus Kas Bebas dengan Kebijakan Dividen”. Hasil menunjukkan profitabilitas (*return on asset/ROA*), *leverage (total debt to total asset/TDTA)*, dan arus kas bebas terbukti tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan GCG sebagai variabel pemoderasian tidak terbukti berpengaruh terhadap semua variabel independen.

15. Penelitian Azzam (2010) yang berjudul “*The Impact of Institutional Ownership and Dividend Policy on Stock Returns and Volatility: Evidence from Egypt*” menguji pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen pada tingkat pengembalian dan volatilitas saham. Hasil pengujian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional swasta berpengaruh positif signifikan terhadap volatilitas saham namun tidak berpengaruh pada tingkat pengembalian, kepemilikan institusional berpengaruh negative signifikan terhadap kebijakan dividen.
16. Penelitian Elston *et al.* (2004) berjudul “*Dividend Policy and Institutional Ownership: Empirical Evidence using a Propensity Score Matching Estimator*”. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
17. Penelitian Utomo dkk. (2014) berjudul “Analisis Faktor-Faktor Penentu Kebijakan Dividen”. Proksi penelitian ini adalah persentase kepemilikan manajerial, persentase kepemilikan institusional, profitabilitas dengan *return to total asset (ROA)*, hutang dengan *debt to total asset (DAR)* dan kebijakan dividen dengan *dividend payout ratio*

(DPR). Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan rasio hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sedangkan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

18. Penelitian Embara, Wiagustini dan Badjra (2012) berjudul “Variabel-Variabel yang berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen serta Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia”. Hasil menunjukkan bahwa kepemilikan institusional dan kas bebas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, set kesempatan investasi tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Aliran kas bebas, kepemilikan institusional dan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham. Set kesempatan investasi memiliki pengaruh positif terhadap harga saham.

19. Penelitian Sulistiyowati dkk. (2010) berjudul “Pengaruh Profitabilitas, *Leverage*, dan *Growth* terhadap Kebijakan Dividen dengan *Good Corporate Governance* sebagai Variabel *Intervening*”. Proksi penelitian ini adalah profitabilitas dengan *return on assets* (ROA), *leverage* dengan *debt to equity ratio* (DER), *growth* dengan *growth of assets*, dan kebijakan dividen dengan *dividend payout ratio* (DPR). Hasil menyatakan bahwa seluruh variabel tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.



## C. Hipotesis

### 1. Pengaruh *investment opportunity set* terhadap *leverage*

Investor percaya bahwa perusahaan yang meningkatkan *investment opportunity set* akan memiliki prospek yang bagus di masa yang akan datang, sehingga berinvestasi pada perusahaan tersebut akan menciptakan *return* yang tinggi. *Pecking Order Theory* menjelaskan bahwa perusahaan akan memilih sumber pendanaan pertama yang berasal dari laba ditahan (Myers dan Majluf, 1977 dalam Hanafi, 2013). Semakin banyak kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan, maka perusahaan tersebut juga semakin banyak membutuhkan pembiayaan. Hutang menjadi pilihan selanjutnya karena perusahaan yakin bahwa kesempatan investasi tinggi akan memberikan laba tinggi di kemudian hari sehingga pembayaran bunga tetap dari penggunaan hutang lebih disukai perusahaan dibandingkan pilihan pendanaan lain seperti penerbitan saham karena biaya asimetri hutang tidak sebesar biaya asimetri saham. Pernyataan tersebut sejalan dengan Hanafi (2013) yang menyatakan bahwa emisi saham merupakan pilihan terakhir pendanaan. Oleh karena itu, *leverage* perusahaan juga semakin meningkat karena perusahaan memerlukan sumber dana tambahan apabila laba ditahan perusahaan tidak cukup untuk memenuhi pembiayaan. Penelitian Yulia dan Ifaksara (2016) mendukung pernyataan diatas.

**H1: *Investment opportunity set* berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*.**

## 2. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap *leverage*

*Dedicated institutional investors* memiliki tujuan meningkatkan nilai perusahaan secara berkelanjutan (Njah dan Jarboui, 2013). Semakin tinggi kepemilikan institusional, maka semakin besar *leverage* karena adanya dorongan dari *dedicated institutional investors* untuk memaksimalkan nilai perusahaan jangka panjang. Oleh karena itu, perusahaan membutuhkan hutang sebagai sumber pendanaan alternatif. Hal ini didasari *Pecking Order Theory* dimana hutang menjadi pilihan setelah penggunaan laba ditahan. Hipotesis ini juga didukung oleh teori keagenan oleh Jensen (1985) yang mendukung perusahaan untuk menggunakan hutang dengan tujuan mendisiplinkan manajer supaya tidak melakukan tindakan oportunistis sehubungan dengan adanya pengawasan dari pihak kreditur melalui adanya pembayaran kewajiban berupa pokok dan bunga tetap. Pernyataan tersebut didukung oleh penelitian dari Indahningrum dan Handayani (2009) dan Yulia dan Ifaksara (2016).

**H2: Kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage*.**

## 3. Pengaruh profitabilitas terhadap *leverage*

Berdasarkan *Pecking Order Theory*, perusahaan memilih pendanaan utama dari penggunaan laba ditahan. Ketika profitabilitas perusahaan semakin meningkat, maka perusahaan akan mengutamakan laba tersebut dialokasikan menjadi laba ditahan. Perusahaan akan

menurunkan penggunaan hutang karena dana internal sudah mampu memenuhi kebutuhan pembiayaan operasional. Hal tersebut akan menurunkan tingkat *leverage*. Penelitian Indahningrum dan Handayani (2009) mendukung pernyataan tersebut.

**H3: Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage*.**

#### **4. Pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap kebijakan dividen**

*Pecking Order Theory* menjelaskan preferensi manajer keuangan didalam kegiatan pendanaan usaha (Hanafi, 2013). Perusahaan akan memulai pilihan dengan dana internal hingga pilihan terakhir yaitu penerbitan saham. Apabila perusahaan memiliki kesempatan investasi tinggi, maka sumber pendanaan pertama yang akan dipilih adalah dana internal perusahaan yang berasal dari laba ditahan sehingga laba yang seharusnya mampu digunakan untuk membagi dividen menjadi turun. Penelitian Marleadyani dan Wiksuana (2016) mendukung pernyataan diatas.

**H4: *Investment opportunity set* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.**

#### **5. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen**

*Dedicated institutional investors* mampu berperan sebagai pengawas manajer perusahaan yang berkaitan dengan pencapaian maksimal nilai perusahaan jangka panjang (Njah dan Jarboui, 2013).

Jensen dan Meckling (1976) memperkuat pernyataan bahwa kepemilikan institusional tinggi mampu menjadi sarana pengawasan terhadap kinerja perusahaan. Adanya kemampuan pengawasan yang besar oleh kepemilikan institusional dapat ditunjukkan melalui penggunaan laba ditahan oleh perusahaan. *Pecking Order Theory* menunjukkan pemilihan pendanaan internal dari laba ditahan (Myers dan Majluf, 1977 dalam Hanafi, 2013). Peningkatan pada proporsi kepemilikan institusional berpengaruh pada turunnya dividen karena adanya kendali dari pemegang saham yang memiliki kemampuan mengawasi kinerja perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui adanya laba ditahan sehingga manajer perusahaan tidak melakukan tindakan oportunistik, terkait dengan pencapaian keuntungan abnormal untuk kepentingan pribadi. Penelitian Azzam (2010) mendukung pernyataan tersebut.

**H5: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.**

#### **6. Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen**

*Pecking Order Theory* memilih laba ditahan sebagai sumber pendanaan utama perusahaan (Myers dan Majluf, 1977 dalam Hanafi, 2013). Semakin besar profitabilitas yang dihasilkan perusahaan maka jumlah laba yang dialokasikan untuk laba ditahan juga turut meningkat. Tindakan tersebut akan diikuti oleh penurunan dividen yang dibagikan. Penelitian Marlim dan Arifin (2015) dan Nuringsih (2005) sejalan

dengan pernyataan tersebut.

**H6: Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.**

#### **7. Pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen**

Teori dividen residual merupakan sisa/residual setelah tidak ada lagi kesempatan investasi yang harus dibiayai lagi (Hanafi, 2013). Semakin tinggi *leverage* akan menurunkan pembagian dividen karena adanya kewajiban utama perusahaan akibat penggunaan hutang berupa pembayaran beban bunga tetap beserta pokok terlebih dahulu sebelum membagikan laba kepada investor dalam bentuk dividen. Lebih lanjut, saham bersifat *residual claim* (Hanafi, 2013). Hal tersebut berarti ketika perusahaan mengalami kebangkrutan dan harus dilikuidasi, maka hak kreditur akan didahulukan untuk menerima pembayaran pokok pinjaman dan bunga hutang. Setelah itu, apabila masih ada sisa kas, hak investor berupa dividen dapat dipenuhi. Penelitian Eltya dkk. (2016) serta Mohamadi dan Amiri (2016) mendukung pernyataan diatas.

**H7: *Leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.**

#### **8. *Leverage* sebagai variabel *intervening* pada pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen**

Ketika perusahaan semakin besar memiliki peluang investasi, *leverage* turut mengalami peningkatan karena perusahaan membutuhkan banyak pembiayaan. Hutang menjadi pilihan sumber

pendanaan apabila ketersediaan dana internal perusahaan tidak cukup untuk membiayai kegiatan investasi. Hal tersebut akan mengurangi besaran dividen. *Leverage* mampu menjadi *intervening* apabila hasil hipotesis 1 dan hipotesis 7 signifikan.

**H8: *Leverage* merupakan variabel *intervening* pada pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen.**

**9. *Leverage* sebagai variabel *intervening* pada pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen**

Semakin tinggi jumlah *dedicated institutional investors* maka dorongan investor kepada manajer perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan semakin tinggi pula. Tipe investor ini umumnya memiliki proporsi kepemilikan saham lebih besar dibanding kepemilikan perseorangan sehingga *dedicated institutional investors* memiliki kemampuan untuk mengawasi kinerja manajer perusahaan melalui penggunaan laba ditahan. Hal ini menyebabkan *leverage* mengalami peningkatan karena adanya penggunaan hutang apabila jumlah dana internal tidak mencukupi untuk pembiayaan perusahaan. Akibatnya, besaran dividen yang dibagikan semakin menurun. Oleh karena itu, *leverage* mampu menjadi *intervening* apabila hasil hipotesis 2 dan hipotesis 7 signifikan.

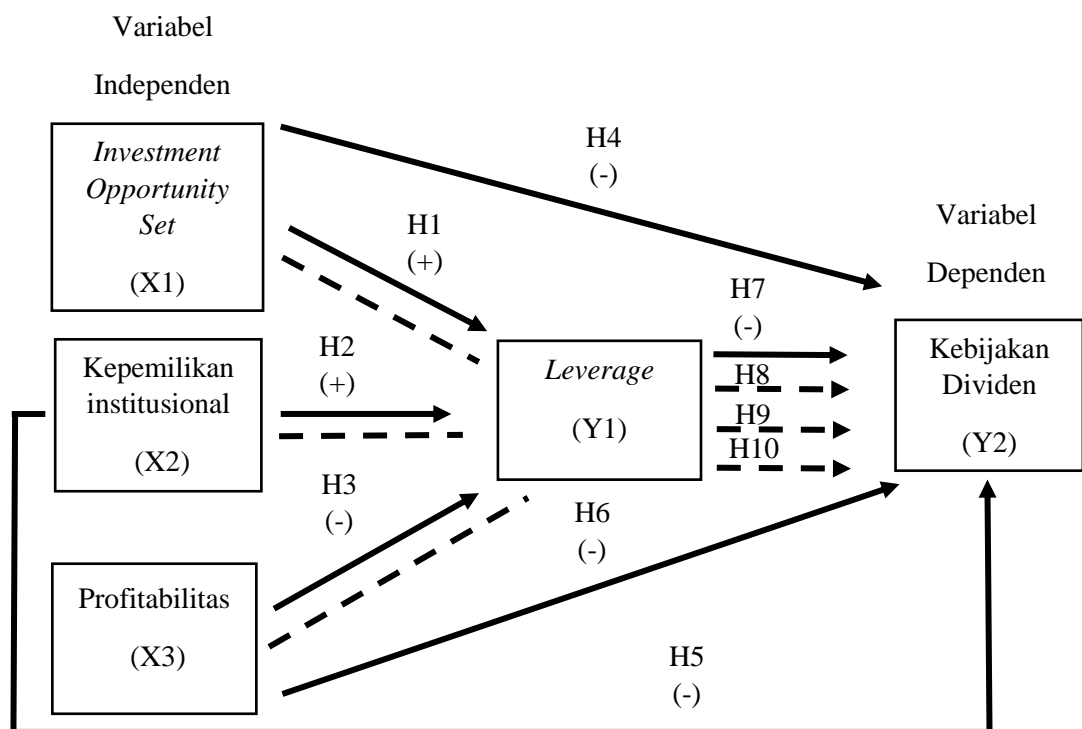
**H9: *Leverage* merupakan variabel *intervening* pada pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen.**

### 10. *Leverage* sebagai variabel *intervening* pada pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen

Peningkatan kemampuan perusahaan didalam menciptakan laba akan mengakibatkan penurunan tingkat *leverage* karena perusahaan memilih pendanaan utama dari laba ditahan. Akibat dari hal tersebut yaitu besaran dividen yang dibagikan perusahaan turut mengalami peningkatan karena kewajiban untuk membayar beban bunga dan pokok semakin berkurang. *Leverage* mampu menjadi *intervening* apabila hasil hipotesis 3 dan hipotesis 7 signifikan.

**H10: *Leverage* merupakan variabel *intervening* pada pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen.**

#### D. Model Penelitian



**Gambar 2.1**  
Model Penelitian