

BAB II

KERANGKA TEORI DAN PENURUNAN HIPOTESIS

A. Landasan Teori

1. Teori Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Karena kebijakan akan melibatkan para pemegang saham dan manajemen perusahaan yang memiliki kepentingan berbeda. Manajemen mempunyai dua alternatif perlakuan terhadap laba bersih sesudah pajak atau EAT (*Earning After Tax*). Dua alternatif tersebut yaitu dibagi kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen dan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan.

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak terpisahkan dalam keputusan pendanaan perusahaan. Rasio pembayaran dividen atau dividend payout ratio merupakan persentase yang dibagikan sebagai keuntungan atas laba yang diperoleh perusahaan kepada para pemegang saham serta menentukan jumlah laba ditahan yang digunakan sebagai sumber pendanaan dalam perusahaan. Besarnya jumlah dividen yang akan dibagikan kepada para pemegang saham telah ditentukan berdasarkan rapat umum pemegang saham. Maka dari uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa pembagian dividen dilakukan apabila perusahaan mendapatkan laba karena dividen tersebut diambil dari laba atau keuntungan yang diperoleh perusahaan

Miller dan Modigliani (MM) beragumen tentang kebijakan dividen.

Berikut ini adalah argumen yang disampaikan :

a. Teori Dividen Tidak Relevan (*Dividend Irrelevant Theory*)

Menurut Modigliani dan Miller (MM) (1961), *dividend payout ratio* tidak memiliki pengaruh pada harga saham perusahaan atau biaya modalnya. MM menyatakan bahwa dividend payout ratio adalah tidak relevan, selanjutnya harga saham ditentukan oleh earning power dari aset perusahaan. Nilai suatu perusahaan ditentukan pada kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba, bukan pada bagaimana laba tersebut dibagi menjadi dividen atau laba ditahan. Miller dan Modigliani (MM) dalam Hanafi (2004) mengajukan beberapa asumsi berikut ini adalah analisis mereka :

- 1) Tidak ada pajak atau biaya lainnya. Pelaku pasar tidak bisa mempengaruhi harga sekuritas. Pasar diasumsikan sempurna (*perfect*).
- 2) Semua pelaku pasar mempunyai pengharapan yang sama terhadap investasi, keuntungan, dan dividen di masa mendatang.
- 3) Kebijakan investasi ditentukan lebih dahulu, kebijakan dividen tidak mempengaruhi kebijakan investasi.

b. Argumen yang Mendukung Relevansi Dividen

Argumen ketidakrelevanan kebijakan dividen mengasumsikan pasar yang sempurna dan efisien. Jika pasar tidak sempurna, maka kebijakan dividen akan relevan. Argumen yang menyatakan bahwa

kebijakan dividen relevan berasal dari asumsi ketidaksempurnaan pasar. Di satu sisi, argumen tersebut mengatakan bahwa perusahaan perlu membayar dividen yang tinggi, namun disisi lain, argumen tersebut mengatakan sebaliknya, yaitu perusahaan perlu membayar dividen rendah. Berikut adalah argumen yang disampaikan :

1) Dividen Dibayar Tinggi (*Bird In The Hand Theory*)

Argumen ini mengatakan bahwa pembayaran dividen dapat mengurangi ketidak pastian, yang berarti dapat mengurangi risiko, yang pada selanjutnya akan mengurangi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemegang saham. Berikut ini beberapa argumen yang mendukung pembayaran dividen yang tinggi :

a) Mengurangi Ketidakpastian

Dividen yang tinggi akan membantu mengurangi ketidakpastian. Beberapa tipe investor akan menyukai pendapatan pada saat ini. Karena dividen diterima pada saat ini, sedangkan capital gain diterima dimasa mendatang, ketidakpastian dividen menjadi lebih kecil jika dibandingkan dengan ketidakpastian *capital gain*. Karena faktor ketidakpastian berkurang, maka investor tersebut mau membayar harga lebih tinggi untuk saham dengan dividen yang tinggi. Gordon (1962 dan Lintner (1963) dalam Adaramola dan Olugbenga (2012) berpendapat bahwa biaya modal saham akan naik karena investor merasa lebih pasti

dengan pendapatan dividen dibandingkan dengan pendapatan capital gain. Peningkatan risiko tersebut menyebabkan discount rate (tingkat keuntungan yang disyaratkan) meningkat, yang menyebabkan nilai saham jadi lebih rendah. Mereka berpendapat bahwa investor menilai rupiah dari dividen yang diharapkan lebih tinggi dibandingkan rupiah dari *capital gain* yang didapatkan.

b) Mengurangi Konflik Keagenan antara Manajer dan Pemegang Saham

Argumen lain yang mendukung pembayaran yang tinggi datang dari kerangka teori keagenan (*agency theory*). Menurut teori tersebut konflik dapat terjadi antar pihak yang berkaitan di perusahaan. Manajer yang disewa oleh pemegang saham untuk menjalankan perusahaan agar tujuan pemegang saham (maksimisasi kemakmuran pemegang saham) bisa tercapai. Tetapi manajer dapat memiliki agenda tersendiri yang tidak selalu konsisten dengan tujuan pemegang saham. Perusahaan yang memiliki kelebihan kas akan lebih baik jika dibagikan dengan para pemegang saham, dan pemegang saham akan memanfaatkan kas tersebut dengan cara mereka sendiri. Tetapi berbeda dengan manajer yang mungkin tidak mau membagi kas tersebut karena ingin tetap memegang kendali atas kas tersebut. Pembayaran dividen yang tinggi merupakan hal yang paling diinginkan oleh

para investor, karena dapat mengurangi potensi terjadinya konflik antar manajer dengan pemegang saham.

c) Efek Pajak

Meskipun dividen memiliki pajak efektif yang lebih tinggi dibandingkan dengan capital gain, tetapi dalam beberapa situasi, investor lebih memilih membayar dividen yang lebih tinggi karena membayar pajak yang lebih rendah. (Hanafi, 2004)

2) Dividen Dibayar Rendah

Argumen ini berpendapat sebaiknya dividen dibayarkan rendah.

Berikut adalah argumen yang mendasari hal tersebut:

a) Efek Pajak

Pajak atas *capital gain* akan efektif jika capital gain tersebut direalisasi (yang berarti saham tersebut dijual). Dengan kata lain, pajak efektif atas *capital gain* dapat ditunda. Sedangkan pajak dividen akan dibayarkan pada saat dividen diterima. Berdasarkan argumen tersebut, dividen seharusnya dibayar rendah, karena dapat menghemat pajak. (Hanafi, 2004)

b) Teori Perbedaan Pajak (*Tax Preference Theory*)

Teori ini menyatakan bahwa para investor lebih menyukai capital gain karena dapat menunda pembayaran pajak. Pajak atas *capital gain* masih lebih baik dibandingkan dengan pajak atas dividen karena pajak atas capital gain baru dibayar setelah saham dijual, sementara pajak atas dividen harus dibayar setiap tahun

setelah pembayaran dividen Litzenberger dan Ramaswamy (1979) dalam Chyati dan Asyik (2017).

Selain kebijakan dividen relevan dan tidak relevan ada dua isu yang berkaitan dengan dividen yaitu isu informasi dividen dan efek clientele. Berikut penjelasan mengenai isu tersebut :

a) Isi Informasi Dividen (*Signalling Hipotesis*)

. Modigliani dan Miller berpendapat bahwa suatu investor menganggap perubahan dividen sebagai tanda dari perkiraan manajemen atas laba perusahaan. Modigliani dan Miller mengatakan bahwa kenaikan dividen yang berada diatas kenaikan batas normal biasanya merupakan suatu sinyal yang diberikan kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan penghasilan yang baik dimasa yang akan datang. Begitu juga sebaliknya, adanya penurunan dividen yang berada dibawah batas normal di percayai investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan mengalami masa sulit dimasa mendatang (Hanafi, 2004).

b) *Packing Order Theory*

Perusahaan cenderung memilih pendanaan internal (*internal financing*) yang bersumber dari aliran kas, laba ditahan dan depresiasi daripada dana eksternal perusahaan (*eksternal financing*). Teori ini juga menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi cenderung memiliki tingkat hutang yang rendah. Karena, perusahaan yang profitabilitasnya tinggi

memiliki sumber dana internal yang besar dan berlimpah. Teori ini menetapkan keputusan pendanaan perusahaan bagaimana manajer akan menggunakan dana tersebut untuk laba ditahan, utang dan penerbitan saham (Hanafi, 2004)

c) *Residual Dividen Policy*

Kebijakan ini menyatakan bahwa dividen yang dibayarkan merupakan sisa dari laba perusahaan setelah dikurangkan dengan yang dibayarkan untuk membiayai perencanaan modal perusahaan Wetson dan Bringham (1993) dalam Rosdini (2009). Artinya, perusahaan membayarkan dividen hanya jika terdapat kelebihan dana atas laba perusahaan yang digunakan untuk membiayai proyek yang telah direncanakan. Dasar dari kebijakan ini adalah bahwa investor lebih menyukai perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali laba daripada membagikannya dalam bentuk dividen apabila laba yang diinvestasikan tersebut dapat menghasilkan *return* yang lebih tinggi daripada *return* rata-rata yang dihasilkan investor dai investasi lain dengan risiko yang sebanding.

2. Teori Keagenan (*Agency Cost*)

Jensen dan Meckling (1976) 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*.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) *agency cost* adalah biaya yang meliputi biaya pengawasan (monitoring), biaya ikatan (*bonding*), dan kerugian residual (*residual loss*). Pemegang saham dapat mengurangi divergensi kepentingannya dengan memberikan insentif yang layak kepada manajer dan dengan mengeluarkan biaya pengawasan (monitoring) untuk mengurangi perilaku menyimpang manajer. Selain itu, dalam beberapa situasi pemegang saham harus membayar manajer untuk biaya ikatan (*bonding*) demi menjamin bahwa manajer tidak akan mengambil tindakan yang akan merugikan pemegang saham atau untuk menjamin bahwa pemegang saham diberi kompensasi jika manajer mengambil tindakan yang salah. Untuk memotifasi kerja agen maka prinsipal menyusun kontrak yang menyangkut kepentingan pihal-pihak yang terlibat dalam

kontrak keagenan. kontrak yang efisien adalah kontrak yang memenuhi dua faktor, yaitu:

- a. Antara agen dan prinsipal memiliki informasi yang simetris artinya baik pihak agen maupun prinsipal memiliki kualitas dan jumlah informasi yang sama sehingga tidak terdapat informasi tersembunyi yang dapat digunakan untuk keuntungan dirinya sendiri.
- b. Risiko yang di hadapi agen berkaitan dengan imbalan jasanya yang artinya agen memiliki kepastian akan imbalan yang diterimanya dari pihak prinsipal.

Pada kenyataannya informasi simetris tersebut jarang sekali terjadi, karena manajer berada didalam perusahaan sehingga manajer memiliki banyak informasi mengenai perusahaan, sedangkan principal sangat jarang bahkan tidak pernah datang ke perusahaan sehingga informasi yang diperoleh sangat terbatas. Hal ini yang menyebabkan kontrak efisiensi tidak pernah terlaksana sehingga hubungan antara agen dengan prinsipal selalu dilandasi dengan asimetri informasi (ketidakseimbangan informasi yang diterima). Agen sebagai pengendali perusahaan pasti memiliki informasi yang lebih banyak dan lebih baik dibandingkan dengan prinsipal. Karena koordinasi sulit dilakukan, maka tindakan agen sangat sulit untuk di pantau. Dengan demikian, akan membuka peluang agen untuk memaksimalkan kepentingan dirinya sendiri dengan melakukan tindakan yang tidak seharusnya dilakukan yang mana tindakan tersebut

dapat merugikan pihak prinsipal, baik pemanfaatan aset perusahaan untuk kepentingan pribadi maupun merekayasa kinerja perusahaan.

Baik prinsipal maupun agen, keduanya mempunyai peran yang penting dalam perusahaan. Baik prinsipal sebagai pemilik modal memiliki hak untuk mengakses informasi internal perusahaan, sedangkan agen yang menjalankan operasional perusahaan memiliki informasi tentang operasi dan kinerja perusahaan secara nyata dan menyeluruh, namun agen tidak memiliki wewenang mutlak untuk mengambil keputusan karena hal tersebut merupakan wewenang prinsipal sebagai pemilik perusahaan. Oleh karena itu, manajemen bisa melakukan tindakan yang merugikan perusahaan bahkan untuk mencapai kepentingannya sendiri, dengan adanya perbedaan kepentingan antara prinsipal dan agen inilah disebut dengan masalah keagenan (*agency problem*) yang salah satunya disebabkan karena adanya asimetri informasi.

Asimetri informasi yang tidak seimbang disebabkan karena adanya distribusi informasi yang tidak sama antara pihak prinsipal dan agen. Dalam hal ini seharusnya prinsipal memperoleh informasi yang dibutuhkan dalam mengukur tingkat hasil yang dilakukan oleh agen, namun ternyata informasi tentang keberhasilan yang diperoleh prinsipal tidak seluruhnya disampaikan oleh pihak agen, maka informasi yang diperoleh prinsipal kurang lengkap sehingga tidak dapat mengetahui kinerja agen yang sesungguhnya dalam mengelola kekayaan prinsipal yang telah dipercayakan kepada agen. Sehingga menimbulkan adanya

permasalahan akibat dari informasi yang tidak seimbang tersebut, yaitu: (1) permasalahan terjadi ketika agen tidak melaksanakan hal-hal yang telah disepakati bersama dalam kontrak kerja, (2) keadaan dimana pihak prinsipal tidak mengetahui apakah keputusan yang diambil oleh agen berdasarkan informasi yang telah diperolehnya.

Adanya alasan yang baik dalam hubungan antara principal dan agen untuk mempercayai bahwa agen tidak selalu bertindak untuk kepentingan prinsipal. Maka diperlukan adanya upaya tindakan pengawasan (monitoring) untuk membatasi tindakan penyimpangan yang dilakukan oleh agen atau pihak manajer, sehingga manajer (agen) dapat melaksanakan tugasnya sesuai dengan keinginan pemilik (prinsipal). Untuk mengatasi dan mengurangi konflik keagenan yang terjadi tersebut akan menimbulkan adanya biaya-biaya yang disebut dengan *agency cost*. Biaya-biaya keagenan tersebut, yaitu: (1) *Monitoring cost* merupakan biaya yang timbul karena adanya pengawasan atau monitoring terhadap tindakan agen agar tidak melakukan tindakan yang menyimpang, biaya tersebut ditanggung oleh pihak pemilik (prinsipal), (2) *Bonding cost* merupakan biaya yang ditanggung oleh pihak manajemen (agen) untuk menjamin bahwa dirinya akan bertindak untuk kepentingan pemilik (prinsipal) dan tidak akan mengambil tindakan yang merugikan pihak prinsipal, dan (3) *Residual loss* merupakan tingkat kesejahteraan yang terjadi karena adanya perbedaan kepentingan dan tindakan yang dilakukan oleh agen dan prinsipal dalam hubungan keagenan.

Ada beberapa alternatif untuk mengurangi konflik kepentingan dan biaya keagenan (*agency cost*) dalam Rachmad (2013):

- a. Meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen. Menurut (Jensen dan Meckling,1976) penambahan kepemilikan manajerial memiliki keuntungan untuk mensejajarkan kepentingan manajer dan pemilik saham.
 - b. Peningkatan dividen payout ratio bahwa pembayaran dividen akan menjadi alat monitoring sekaligus bonding menurut (Crutchley dan Hansen,1989).
3. Struktur Kepemilikan

Struktur Kepemilikan merupakan persentase saham yang dimiliki oleh pihak pemegang saham internal (*insider ownership*) atau kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) dan pemegang saham eksternal (*external ownership*) atau (*institusional ownership*) dan juga kepemilikan asing (*foreign ownership*). Kepemilikan manajerial adalah orang yang memiliki saham dan termasuk dalam struktur organisasi perusahaan dari pihak manajemen yang secara aktif ikut serta dalam pengambilan keputusan perusahaan yang berada dalam jajaran direktur dan komisaris (Wahidahwati,2002 dalam Andriani dan Ardini,2016). Sedangkan *external ownership* atau *institusional ownership* adalah pemilik saham dari pihak luar perusahaan yang tidak termasuk dalam struktur organisasi perusahaan melainkan hanya berperan sebagai pemilik. Pemegang saham eksternal bisa berupa pihak instansi, individu ataupun perusahaan lain. Kepemilikan

asing adalah jumlah saham yang dimiliki pihak asing atau luar negeri dari perusahaan tersebut berasal. Bekaert dan Harvey (2000) dalam Lucyanda dan Lilyana (2012) menyatakan bahwa keberadaan investor asing dalam struktur kepemilikan perusahaan diharapkan akan menaikkan kinerja perusahaan karena akan menambah tekanan kepada manajer dalam menyediakan penambahan pengawasan dan dapat memberikan tambahan modal baru dan tenaga kerja yang terlatih.

Manajer yang memiliki saham perusahaan merupakan pemegang atas saham perusahaan karena manajer yang memiliki saham perusahaan tentunya akan menyeimbangkan kepentingannya dengan kepentingan sebagai pemegang saham tersebut. Karena, perusahaan tanpa kepemilikan saham oleh manajerial maka manajer akan mementingkan kepentingan pribadinya yang akan menimbulkan masalah keagenan dan dengan adanya kepemilikan saham oleh manajerial akan mengurangi terjadinya masalah keagenan tersebut.

4. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan salah satu alat atau skala yang digunakan untuk mengukur besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat ditentukan oleh besarnya total aktiva dan total penjualan. Perusahaan besar dengan akses pasar yang lebih baik seharusnya membayar dividen yang tinggi kepada pemegang saham, sehingga ukuran perusahaan dan pembayaran dividen memiliki hubungan positif.

Ukuran perusahaan memiliki potensi untuk mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Perusahaan yang besar tentunya akan mudah memiliki akses untuk masuk ke pasar modal dibandingkan dengan perusahaan kecil biasanya lebih memilih untuk menahan labanya guna membiayai operasinya Vogt (1994) didukung Chrutcley dan Hansen (1989) serta Chang dan Ree (1990) dalam Dewi (2008) menyatakan bahwa perusahaan besar cenderung membagikan dividen dalam jumlah besar daripada perusahaan kecil, karena perusahaan yang memiliki asset besar lebih mudah memasuki pasar modal. Selain itu, perusahaan yang besar tentunya memiliki potensi kebangkrutan yang rendah.

5. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan faktor utama bagi perusahaan dalam membagikan dividen kepada pemegang saham. Hal ini disebabkan profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan profit, dan profit inilah yang akan menjadi dasar pertimbangan pembagian dividen (Sari, 2008) dalam (Silaban dan Purnawati, 2016). Semakin tinggi profitabilitas suatu perusahaan maka kebijakan dividennya juga semakin tinggi. Indikator yang digunakan dalam mengukur profitabilitas ini yaitu dengan *return on asset* (ROA). Hanafi (2004) menyatakan ROA mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan asset tertentu. *Return on asset* diukur dari laba bersih setelah pajak (*earnings after tax*) terhadap total asetnya 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 pengembalian investasi (*return*) yang semakin besar.

B. Penelitian Terdahulu

1. Dewi (2008) melakukan penelitian dengan judul Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. Penelitian ini mendapatkan bukti empiris bahwa perusahaan dengan kepemilikan managerial, kepemilikan saham oleh institusional, kebijakan hutang dan profitabilitas yang semakin tinggi akan menurunkan kebijakan dividen. Selain itu penelitian ini juga menemukan bukti bahwa perusahaan besar lebih cenderung menaikan kebijakan dividen daripada perusahaan kecil.
2. Lucyanda dan Lilyana (2012) melakukan penelitian dengan judul Pengaruh Free Cash Flow Dan Struktur Kepemilikan Terhadap *Dividend Payout Ratio*. Hasil yang didapatkan dari penelitian ini adalah free cash flow berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Presentase kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Kepemilikan keluarga dan kepemilikan asing tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio*.
3. Nuringsih (2005) melakukan penelitian dengan judul Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. Hasil yang didapat dari penelitian ini adalah

Variabel *managerial ownership* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Variabel kebijakan utang dan ROA membuktikan pengaruh negatif dengan kebijakan dividen sedangkan variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

4. Ullah dan Fida (2012) melakukan penelitian dengan judul *The Impact Of Ownership Structure On Dividend Policy*. Hasil yang didapatkan dari penelitian ini adalah Kepemilikan Managerial berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*. Kepemilikan Institusional dan Kepemilikan Asing berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.
5. Sari dan Budiasih (2016) melakukan penelitian dengan judul Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow* Dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen. Penelitian ini menghasilkan kesimpulan bahwa Kepemilikan Managerial dan Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen sedangkan Profitabilitas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.
6. Thanatawee (2013) melakukan penelitian dengan judul *Ownership Structure and Dividend Policy*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas, ukuran perusahaan, peluang pertumbuhan dan rasio laba dithaan mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen tetapi leverage berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan Institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

7. Vo dan Nguyen (2014) melakukan penelitian dengan judul *Managerial Ownership, Leverage and Dividend Policies*. Hasil dari penelitian menunjukkan bahwa Kepemilikan Managerial berpengaruh negatif terhadap leverage dan berpengaruh positif terhadap *dividend payout*. Dividen berpengaruh negatif dengan rasio leverage sedangkan leverage dan dividend mempunyai hubungan negatif.
8. Al-Nawaiseh (2013) melakukan penelitian dengan judul *Dividend Policy and Ownership Structure*. Hasil penelitian tersebut adalah Profitabilitas, Ukuran Perusahaan, Kepemilikan Institusional dan Kepemilikan Asing berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Kepemilikan Keluarga, dan Kepemilikan Managerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.
9. Mossadak Dkk (2016) melakukan penelitian dengan judul *The Relationship between Ownership Structure and Dividend Policy*. Hasil yang didapatkan dari penelitian ini adalah Kepemilikan Asing berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen dan Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.
10. Damayanti (2016) melakukan penelitian dengan judul *The Influence Of Manajerial Ownership, Institutional Ownership, Leverage Policy, Profitability And Firm Size To Dividend Policy*. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa variabel Kepemilikan Manajerial, *Leverage*, dan Ukuran Perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan Institusional berpengaruh positif tidak

signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan variabel Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

C. Hubungan Antar Variabel dan Penurunan Hipotesis

1. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen

Manajer mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan menyeimbangkan kepentingannya dengan pemegang saham dan juga mengurangi *agency cost* atas biaya monitoring perusahaan (Jensen dan Meckling,1976). Kebijakan tersebut diharapkan dapat meningkatkan dan menghasilkan kinerja yang baik, dari adanya peran ganda yang dimiliki manajemen yaitu sebagai pengelola sekaligus pemilik saham, selain itu manajemen juga akan merasakan langsung dampak dari keputusan yang diambilnya karena mereka juga sebagai pemilik saham (Ismiyanti dan Hanafi,2003) dalam Dewi (2008).

Semakin tinggi tingkat kepemilikan saham oleh pihak manajemen maka akan membuat manajemen semakin *risk averse* dan cenderung melakukan pengendalian terhadap hutang (Putri dan Nasir,2006) dalam Dewi (2008). Sehingga manajemen memilih untuk menahan dana internal perusahaan dan semakin besar pula informasi yang diperoleh pihak manajemen mengenai rencana-rencana perusahaan secara lengkap daripada pemegang saham dari pihak luar ataupun yang lainnya. Pada tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi, manajer akan membagikan dividen yang rendah. Karena laba yang diperoleh perusahaan untuk

ditahan yang dapat dipergunakan untuk investasi dimasa yang akan datang daripada menggunakan labanya untuk membayar dividen kepada para investor. Karena sumber dana internal yang dimiliki perusahaan dinilai lebih efisien jika dibandingkan dengan sumber dana eksternal yang berasal dari hutang. Hal ini sesuai dengan *Packing Order Theory* dimana perusahaan lebih memilih menggunakan dana dari internal untuk membiayai operasinya daripada dari sumber eksternal yang memiliki risiko tinggi (Hanafi,2004)

Dari penjelasan diatas maka penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ullah dan Fida (2012), Sari dan Budiasih (2016) dan Dewi (2008) yang menyebutkan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Pada tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi, manajer akan membayar dividen rendah sehingga manajer mengalokasikan laba yang diperoleh pada laba ditahan, karena mereka menilai sumber dana internal lebih efisien daripada dana eksternal.

H1 : Kepemilikan Manajerial Berpengaruh Negatif Terhadap Kebijakan Dividen

2. Pengaruh Kepemilikan Instiusional Terhadap Kebijakan Dividen

Tingkat saham oleh pihak institusi yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistic*, yang dengan sengaja memakai uang perusahaan untuk keperluan pribadi (Scott,2000) dan Dewi (2008). Sehingga kepemilikan institusi dapat digunakan untuk monitoring manajer guna

mengurangi *agency cost*. Kepemilikan institusi seperti perusahaan asuransi, bank, dan perusahaan investasi akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajerial.

Kepemilikan saham yang besar oleh pihak institusi akan berdampak pada penurunan dividen sehingga kepemilikan institusi yang meningkat akan menurunkan *dividen payout ratio*. Adanya jumlah persentase saham yang dimiliki oleh pihak manajemen dan institusi yang tidak seimbang, maka akan menimbulkan konflik keagenan. Semakin tingginya tingkat kepemilikan saham oleh pihak institusi maka tingkat pengawasan terhadap manajer akan meningkat, karena dengan adanya kepemilikan tersebut diharapkan manajer tidak akan menggunakan dana perusahaan untuk tindakan ataupun keperluan yang tidak penting. Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar cenderung membagikan dividen yang kecil, karena dengan peran mereka dalam perusahaan sebagai monitor untuk manajerial, dengan peran tersebut mereka sudah yakin bahwa manajer tidak akan bersikap oportunistik dan menggunakan dana perusahaan dengan baik. Maka dari itu pihak institusi biasanya lebih suka bila perusahaan menahan labanya untuk operasi dimasa yang akan datang, karena mereka sudah yakin investasinya aman dengan adanya bentuk pengawasan terhadap manajer. Selain itu pajak yang besar dari dividen juga menjadi alasan tersendiri, mengapa mereka lebih suka perusahaan menahan labanya. Hal ini sesuai dengan adanya *Tax Preference Theory* (Hanafi,2004)

Dari penjelasan diatas maka penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi (2008), dan Lucyanda dan Lilyana (2012) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

H2 : Kepemilikan Institusional Berpengaruh Negatif Terhadap Kebijakan Dividen.

3. Pengaruh Kepemilikan Asing Terhadap Kebijakan Dividen

Perusahaan yang memiliki investor asing dianggap memiliki kinerja yang lebih baik, karena biasanya investor asing lebih cerdas dalam berinvestasi. Menurut Porta *et al* (1999) dalam Septiawan dan Wirawati (2016) karena investor asing menghadapi risiko besar dalam investasinya seperti risiko politik atau hukum dinegara tersebut, biasanya mereka menerapkan monitoring yang lebih ketat. Perusahaan dengan kepemilikan asing yang besar akan terdorong untuk melaporkan atau mengungkapkan informasinya secara sukarela dan luas. Xioa *et al* (2004) dalam Septiawan dan Wirawati (2016) Mengungkapkan adanya keterbukaan informasi ini dapat mengurangi kos keagenan, hal ini memberikan tekanan pada perusahaan agar lebih efisien memanfaatkan sumber daya sehingga dapat mengurangi kos keagenan. Jayanti dan Puspitasari (2017) mengungkapkan bahwa investor asing lebih menyukai jika perusahaan menahan labanya daripada membagikannya dalam bentuk dividen untuk menghindari pajak dividen yang tinggi. Di Indonesia terdapat undang-undang yang mengatur pajak dividen, yaitu Undang-Undang Republik Indonesia No 17 Tahun

2000 tentang Pajak Penghasilan, dimana didalamnya menyebutkan bahwa wajib pajak dikenakan pajak dividen sebesar 15% untuk investor dalam negeri(pasal 23) dan 20% untuk investor luar negeri(pasal 26). Hal ini sesuai dengan *Tax Prefrence Theory* dimana investor lebih suka dividen yang rendah guna menghindari pajak dari dividen (Hanafi,2004)

Dari penjelasan diatas maka penelitian ini sejalan dengan yang dilakukan oleh Jayanti dan Puspitasari (2017), Lucynda dan Lilyana (2012), yang menyatakan bahwa kepemilikan asing berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

H3 : Kepemilikan Asing Berpengaruh Negatif Terhadap Kebijakan Dividen

4. Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen

Moh'd, Perry,& Rimbey (1998) dalam Hasnawati dan Sawir (2015) mengatakan besaran ukuran perusahaan menggambarkan besarnya total aktiva yang dimiliki perusahaan, sehingga akan dapat dengan mudah memperoleh pendanaan dari eksternal perusahaan, dan laba yang diperoleh tersebut dapat digunakan perusahaan untuk keputusan dalam pembayaran dividen. Suatu perusahaan yang sudah mapan ataupun besar maka akan memiliki akses yang mudah untuk menuju pasar modal, berbeda dengan perusahaan yang baru berdiri tentunya akan banyak mengalami kesulitan untuk mengakses pasar modal. Dengan akses pasar modal yang lebih mudah maka perusahaan besar tersebut akan lebih mudah pula dalam

memperoleh modal, sehingga dalam perusahaan tersebut memiliki banyak modal.

Chrutchley dan Hensen (1989) dalam Dewi (2008) Mengatakan perusahaan dengan ukuran yang lebih besar akan memiliki kemampuan dalam menghasilkan pendapatan yang lebih besar sehingga dapat membayarkan dividen yang besar pula, dan begitu juga sebaliknya ukuran perusahaan yang kecil akan membagikan dividen yang rendah. Chang dan Rell (1990) dalam Nuringsih (2005) semakin besar perusahaan maka, akan semakin tinggi pula tingkat kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya (investasi) pada perusahaan tersebut sehingga diharapkan perusahaan akan membayar dividen lebih tinggi.

Dari penjelasan diatas penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi (2008) dan Nuringsih (2005) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

H4 : Ukuran Perusahaan Berpengaruh Positif Terhadap Kebijakan Dividen

5. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen

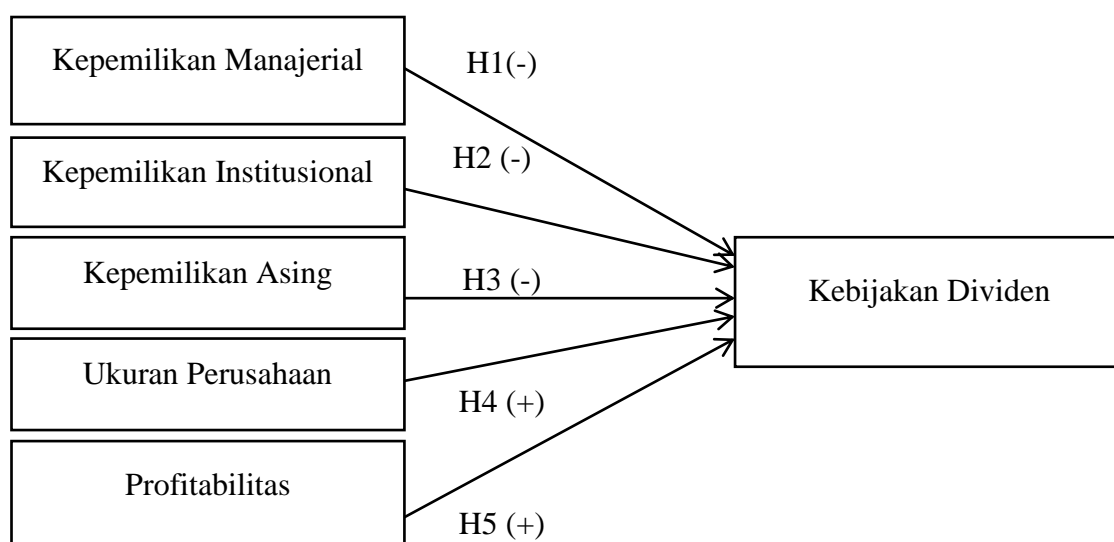
Keuntungan perusahaan merupakan faktor pertama yang biasanya menjadi pertimbangan perusahaan dalam pembayaran dividen. Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan sumber daya yang ada di dalam perusahaan itu sendiri (Munawir,2004) dalam (Dinata dan Yadnya,2013). Penelitian

Jensen et al (1992) didukung Sudarsi (2002) dalam Dewi (2008) menyebutkan bahwa semakin besar keuntungan perusahaan, maka semakin besar pula kesempatan perusahaan untuk dapat membayarkan dividen. Perusahaan dalam keadaan mempunyai laba yang banyak sebenarnya mempunyai dua pilihan yaitu membagikan sebagai dividen atau menjadikannya laba ditahan. Perusahaan memilih untuk membagikan dividen bagi investor didasari keinginan untuk menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik dimasa yang akan datang. Hal tersebut sesuai dengan adanya *Signalling Theory* (Hanafi,2004)

Berdasarkan penjelasan diatas maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H5 : Profitabilitas Berpengaruh Positif Terhadap Kebijakan Dividen

D. Model Penelitian



Gambar 1. Model Penelitian