

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

Beberapa teori telah dikembangkan oleh para pakar di bidang akuntansi dan manajemen keuangan mengenai pertanyaan yang sangat mendasar yakni apa yang mempengaruhi besarnya dividen. Untuk itu penelitian ini mencoba memaparkan beberapa teori yang relevan dalam kebijakan dividen pada umumnya dan telah teruji secara empiris, yaitu:

1. Kebijakan dividen

Kebijakan dividen merupakan kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh pihak perusahaan, berupa penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan dan besarnya saldo laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan (Sutrisno, 2008).

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang diambil perusahaan untuk menentukan berapa besar bagian dari laba bersih yang diperoleh untuk dibagikan sebagai dividen atau sebagai laba yang ditahan. Kebijakan dividen merupakan sebagian dari keputusan investasi. Oleh karena itu, perusahaan

dalam hal ini dituntut untuk membagikan dividen sebagai realisasi harapan hasil yang didambakan seorang investor dalam menginvestasikan dananya untuk membeli saham itu.

Kebijakan dividen berhubungan dengan pembagian pendapatan antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen atau digunakan dalam perusahaan, yang berarti pendapatan tersebut harus ditahan dalam perusahaan. Kebijakan dividen merupakan suatu kebijakan untuk menetapkan beberapa bagian dari laba bersih yang akan dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham dan berapa besar bagian dari laba bersih itu akan ditanamkan kembali sebagai laba ditahan oleh perusahaan untuk diinvestasikan kembali (*reinvested*).

2. Jenis-Jenis Dividen

Ada sejumlah cara untuk membedakan dividen. Pertama, dividen dapat dibayarkan dalam bentuk tunai (*cash dividend*) atau dalam bentuk tambahan saham atau dividen saham (*stock dividend*). Dividen saham secara ekonomis akan menambah jumlah saham yang beredar di pasar, tetapi tidak menambah jumlah dana yang melekat di dalam modal saham. Dividen saham biasanya menyebabkan penurunan harga saham di pasar.

Kedua, dividen tunai seringkali disebut sebagai dividen reguler (*regular dividend*), adalah dividen dalam bentuk uang tunai yang besarnya ditentukan oleh manajemen perusahaan. Dividen reguler biasanya dibayarkan empat kali setahun (kuartalan), dua kali setahun (tengah-tahunan)

dan sekali setahun. Adakalanya perusahaan membagi dividen khusus (*special dividend*), yaitu yaitu dividen yang dibayarkan sebagai tambahan dari dividen reguler.

Terakhir, perusahaan kadangkala membayar dividen yang merupakan kelebihan dari laba ditahan atau sisa laba yang ditunjukkan dalam nilai bukunya. Dividen ini disebut sebagai dividen likuidasi (*liquidating dividend*) dan dipandang sebagai layanan pendapatan internal (*internal revenue service*) sebagai tingkat pengembalian terhadap modal daripada pendapatan biasa. Oleh karena itu, dividen likuidasi dapat memiliki konsekuensi pajak yang berbeda bagi investor.

3. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Weston dan Copeland (1986) dalam Gumanti (2013), mengidentifikasi setidaknya ada 11 faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Berikut diulas masing-masing faktor dimaksud.

a. Undang-undang (Peraturan)

Sejumlah peraturan dengan sengaja ditetapkan untuk mengurangi kemungkinan tindakan semena-mena dari manajemen untuk membagi dividen secara berlebihan. Peraturan yang ada ditunjukkan guna mengurangi upaya manajemen dalam upaya untuk lebih mengedepankan kepentingan pemegang saham dengan mensyaratkan rasio tertentu agar kepentingan kreditor tidak diabaikan. Jika karena satu dan lain hal, perusahaan harus dilikuidasi

sebagai utang senior dan mendapat prioritas utama untuk didahulukan dipenuhi hak-haknya, tidak berarti bahwa mereka tidak diperhatikan.

Peraturan atau perundangan yang ditetapkan pemerintah atau perserikatan dapat mempengaruhi keputusan manajemen dalam menetapkan besar kecilnya dividen. Jadi, keberadaan peraturan yang mensyaratkan batasan-batasan tertentu atas kebijakan dividen dapat mempengaruhi dan menentukan besar kecilnya dividen yang diambil perusahaan.

b. Posisi Likuiditas

Keberadaan laba ditahan (sisa laba) dalam laporan keuangan (neraca) perusahaan tidak sekaligus mencerminkan ketersediaan dana di dalam perusahaan sesuai dengan jumlah laba ditahan. Jika perusahaan sudah beroperasi dalam jangka waktu yang lama, maka sangat besar kemungkinannya bahwa jumlah laba ditahan juga besar. Laba ditahan yang tercantum di neraca semestinya sudah teralokasikan dalam bentuk berbagai macam aset yang ada di sisi kiri neraca. Dengan kata lain, keberadaan laba ditahan bukan merupakan jaminan ketersediaan dana di perusahaan. Jadi, jika perusahaan bermaksud membayar dividen, besar kecilnya dividen tidak dapat secara langsung dikaitkan dengan jumlah laba ditahan.

c. Kebutuhan untuk Pelunasan Utang

Jika perusahaan memiliki kewajiban (utang) yang besar dan harus segera dibayar, maka sangat mungkin bahwa pemegang saham harus dikorbankan, yaitu menunda atau mengurangi pembayaran dividen. Kebutuhan dana untuk pemenuhan investasi memang tidak selamanya dapat dipenuhi dari sumber dana internal. Pembiayaan dengan utang merupakan salah satu alternatif dalam mendukung kebutuhan dana untuk menjamin keberhasilan keputusan investasi perusahaan. Namun demikian, manajemen harus dapat memperkirakan dengan baik kapan dan berapa besar kewajiban yang harus dilunasi, karena berani berutang juga berarti juga harus berani dan dapat membayar kembali. Membayar utang berarti harus menyisihkan sebagian dari arus kas perusahaan dan konsekuensinya mengorbankan kebutuhan yang lain atas arus kas.

d. Batasan-batasan dalam Perjanjian Utang

Perjanjian utang, khususnya utang jangka panjang, seringkali dibarengi dengan persyaratan-persyaratan khusus. Pihak pemberi pinjaman akan menetapkan syarat utang-piutang yang mampu menjamin kelancaran pembayaran piutangnya. Untuk itu, persyaratan perjanjian piutang harus dibuat seketat mungkin. Hal yang seringkali dikedepankan adalah persyaratan untuk membatasi perusahaan dalam

membayar dividen kas (tunai). Persyaratan tersebut diajukan oleh pemberi pinjaman tidak hanya dalam rangka menjamin, tetapi juga melindungi pemberi pinjaman dari kemungkinan diabaikannya kewajiban membayar utang oleh peminjam.

e. Potensi Ekspansi Aktiva

Siklus kehidupan perusahaan memainkan peranan penting dalam menentukan apakah sebagian besar dari laba bersih akan dibagikan dalam bentuk dividen atau tidak. Pada tahap-tahap awal siklus hidupnya, perusahaan akan lebih mementingkan pemenuhan kebutuhan dana dari unsur internal yang digali dari kemampuannya sendiri. Dalam hal ini laba yang diperoleh akan lebih banyak diorientasikan bagi pemenuhan kebutuhan ekspansi usaha atau membesarkan perusahaan.

f. Perolehan Laba

Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan kestabilan tingkat laba yang diperoleh sangat menentukan berapa besarnya dividen yang dapat dibagikan kepada pemegang saham. Keyakinan manajemen akan prospek capaian laba di tahun depan juga menjadi faktor kunci atas berapa besarnya dividen yang akan dibayarkan tahun ini. Jika keyakinan manajemen bahwa prospek laba tahun depan dapat diraih, dan dalam upaya untuk memberikan jaminan atas prospek usaha, dividen dapat dipastikan akan

mengalami peningkatan. Walaupun ada kemungkinan munculnya perataan dividen (*dividend smoothing*), hal-hal lain dianggap konstan, manajemen tetap akan menjaga kestabilan dan berusaha untuk menunjukkan kepada pemegang saham (dalam bentuk sinyal, yaitu dividen), bahwa perusahaan mampu memberi dividen sesuai dengan harapan pasar.

g. Stabilitas Laba

Laba yang stabil dari waktu ke waktu sangat menentukan besar kecilnya dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Kestabilan berarti kemampuan menjaga laba pada level yang ditetapkan sesuai dengan keinginan. Kestabilan laba hanya dapat dicapai jika, hal-hal lain dianggap konstan, kestabilan penjualan dan unsur-unsur biaya produksi dan operasional juga mampu dijaga. Kestabilan laba menyiratkan kemapanan usaha perusahaan dan biasanya baru dapat dicapai pada tahap siklus kehidupan dewasa (*mature*), walaupun dalam siklus kehidupan pertumbuhan (*growth*) juga memungkinkan dicapai kestabilan operasional.

h. Peluang Penerbitan saham di Pasar Modal

Sejalan dengan semakin berkembang dan besarnya suatu perusahaan, kebutuhan atas pembiayaan yang berasal dari berbagai sumber juga semakin besar, khususnya sumber-sumber pembiayaan eksternal. Jika suatu perusahaan dapat berjalan dengan baik, semakin

besar, dan memiliki catatan yang baik dalam hal perolehan laba, serta memerlukan dana untuk kebutuhan investasi, maka alternatif sumber pembiayaan dengan menerbitkan saham dapat menjadi salah satu cara efektif. Menurut teori *pecking order*, penerbitan saham baru dalam rangka pemenuhan dana merupakan alternatif terakhir dan secara konsep alternatif tersebut kurang disukai oleh perusahaan (pemegang saham). Pertimbangan yang berbeda tentu akan muncul jika alternatif pemenuhan dana dengan penerbitan saham baru tersebut adalah alternatif yang baru pertama dilakukan, dalam kasus penawaran saham perdana (*initial public offering*=IPO). Jika kondisi internal perusahaan memang baik dan prospek masa depannya cukup menjanjikan, rencana penerbitan saham tentu akan menarik, karena investor akan mengapresiasi usaha tersebut.

Mengacu pada situasi seperti di atas, ada kesan yang kuat bahwa manajemen perusahaan berskala besar akan memiliki kesempatan yang lebih baik untuk membagi labanya dalam bentuk dividen. Sedangkan bagi perusahaan yang relatif kecil, porsi laba yang dibagikan dalam bentuk dividen akan rendah. Dengan kata lain dapat dinyatakan bahwa ukuran besar kecilnya perusahaan berbanding lurus dengan rasio pembayaran dividen.

i. Kendali Kepemilikan

Kebutuhan akan dana bagi perusahaan seakan-akan merupakan sesuatu yang tidak ada habisnya. Kebutuhan dana untuk aktivitas investasi dari waktu ke waktu akan semakin besar seiring dengan semakin tumbuh dan berkembangnya perusahaan yang sejalan dengan prinsip kelanggengan usaha (*going concern principle*). Sumber dana untuk pemenuhan investasi dapat berasal dari dalam (internal) maupun dari luar (eksternal). Ada kalanya perusahaan berusaha untuk selalu mengoptimalkan sumber pembiayaan dari dalam daripada sumber pembiayaan dari luar.

Salah satu teori keuangan yang berkaitan dengan cara pemenuhan sumber pembiayaan adalah *pecking order theory* (Myers, 1984). Teori ini secara khusus menyatakan bahwa dalam rangka memenuhi kebutuhan dana untuk keperluan investasi, manajemen akan lebih mengutamakan sumber internal (sisal aba atau laba ditahan) daripada sumber eksternal. Jika sumber pembiayaan internal sudah tidak dapat dioptimalkan atau tidak memungkinkan untuk dipaksakan, maka perusahaan akan lebih mengedepankan sumber pembiayaan berbasis utang daripada penerbitan saham (ekuitas baru). Artinya, penerbitan saham baru sebagai salah satu sumber penting dalam perolehan dana hanya akan dilakukan jika memang terpaksa.

Alasan utama dari keengganan untuk menggunakan penerbitan saham baru sebagai alternatif pemenuhan dana tidak lain adalah karena alasan berkurangnya control atau kendali pemilik lama atas perusahaan. Pemilik lama memiliki insentif untuk tetap mengoptimalkan penggunaan sumber dana internal daripada eksternal. Dan jika demikian halnya, maka pembayaran dividen akan dikurangi, bahkan tidak menutup kemungkinan untuk dihapus atau ditiadakan sama sekali. Artinya, rasio pembayaran dividen akan menurun jika manajemen merasa yakin bahwa kebutuhan dana untuk investasi semakin tinggi, dengan catatan bahwa hal-hal lain dianggap tetap (*ceteris paribus*). Dengan kata lain dapat dinyatakan bahwa peningkatan skala usaha perusahaan atau kebutuhan investasi berbanding terbalik dengan rasio pembayaran dividen.

j. Posisi Pemegang Saham

Siapa pemegang saham utama atas suatu perusahaan public dapat mempengaruhi kebijakan dividen yang ditetapkan. Jika jumlah pemegang saham institusi tidak banyak dan diversitas pemegang saham sangat heterogen dalam arti jumlah pemegang skala kecil yang ada banyak sekali (*retail owners*), dividen tunai tentu akan lebih menarik. Sebaliknya, jika pemegang saham institusi jumlahnya banyak, baik dalam hal persentase saham yang dimiliki maupun jumlah institusinya, akan besar kemungkinan bahwa rasio

pembayaran dividen menjadi lebih rendah. Posisi pemegang saham disini dapat dimaknakan sebagai siapa pengendali yang ada di perusahaan dalam arti pemegang saham mayoritas.

k. Kesalahan Akumulasi Pajak dan Laba

Karakteristik masing-masing saham sangat bervariasi termasuk juga investor di pasar modal. Ada yang berinvestasi dalam bentuk kepemilikan saham untuk jangka pendek, ada yang bertujuan jangka panjang. Ada juga investor yang menyukai dividen, tetapi ada yang tidak menyukai dividen. Pada kasus pemegang saham yang tidak menyukai dividen, misalnya karena berusaha menghindari tarif pajak penghasilan pribadi yang tinggi, mereka lebih memilih untuk membiarkan perusahaan menumpuk labanya dalam bentuk laba ditahan atau sisa laba. Dalam upaya untuk menekan upaya perusahaan sebagai “penyimpan uang” (*incorporated income box*), pemerintah dapat menetapkan peraturan perpajakan yang menentukan pajak tambahan khusus terhadap penghasilan yang terakumulasi secara tidak benar.

Adapun beberapa faktor tambahan tentang kebijakan dividen yang diteliti dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

a. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak

manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Hatta 2002). Manajer mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan mensejahterakan pemegang saham. Kepemilikan manajerial dapat diperoleh dari jumlah saham yang dimiliki oleh direksi dan manajer dibagi dengan jumlah saham yang beredar (Nuringsih 2005).

Variabel kepemilikan manajerial menggunakan variabel *dummy* untuk menunjukkan ada tidaknya kepemilikan manajerial. Mahadwartha (2002) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2003) mengemukakan bahwa kecenderungan data di Indonesia bersifat binomial (ada atau tidak ada) untuk digunakan *dummy* dengan ketentuan $D=1$ untuk perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial dan $D=0$ untuk perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial.

b. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan, besar kecilnya perusahaan dapat ditinjau dari lapangan usaha yang dijalankan. Penentuan besar kecilnya skala perusahaan dapat ditentukan berdasarkan total penjualan, total aktiva, rata-rata tingkat penjualan dan rata-rata total aktiva. Beberapa peneliti menggunakan penjualan atau aset bernilai positif yang mencerminkan

semakin besar ukuran perusahaan, hingga memperbanyak pula alternatif pendanaan yang dapat dipilih dalam meningkatkan profitnya (Mardiana, 2005). Sementara itu, Napa dan Mulyadi (1996) dalam Mardiana (2005), mengemukakan bahwa perusahaan yang lebih besar akan mudah memperoleh pinjaman dibandingkan perusahaan kecil. Oleh karena itu dapat memungkinkan untuk perusahaan besar, tingkat *leverage* nya akan lebih dari perusahaan yang berukuran kecil. Ukuran perusahaan diukur dari natura logaritma nilai pasar ekuitas perusahaan pada akhir tahun dikali dengan harga pasar saham akhir tahun (Siregar dan Utama 2005).

4. Teori Keagenan

Teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham sering kali bertentangan sehingga dapat terjadi konflik di antaranya (Tarjo dan Hartono 2003). Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan teori keagenan (*agency theory*) yang menjelaskan hubungan yang timbul karena adanya kontrak antara pemegang saham (prinsipal) yang mendelegasikan tanggung jawab pengelolaan perusahaan kepada manajemen (agen). Asumsi tersebut menjelaskan manajer cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi. Sedangkan pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer karena hal tersebut akan menambah kos bagi perusahaan dan akan menurunkan keuntungan yang

akan diterima oleh pemegang saham. Akibat dari perbedaan itulah maka terjadi konflik yang biasa disebut *agency conflict*.

Pemegang saham dalam mengawasi dan menghalangi perilaku oportunistis manajer maka harus bersedia mengeluarkan kos pengawasan tersebut, kos tersebut disebut kos keagenan (*cost agency*). Ada beberapa pendekatan yang dapat dilakukan untuk mengurangi *agency cost* antara lain dengan meningkatkan kepemilikan manajerial, dengan memberikan kesempatan manajer untuk terlibat dalam kepemilikan saham maka manajer akan bertindak secara hati-hati karena mereka ikut menanggung konsekuensi atas keputusan yang diambilnya. Cara yang lain yaitu dengan menggunakan kebijakan hutang. Dengan hutang maka kontrol eksternal terhadap perusahaan akan lebih meningkat sehingga penggunaan dana perusahaan akan lebih terkontrol.

5. *Bird In the Hand Theory*

Teori *bird in the hand* adalah salah satu teori dalam kebijakan dividen, teori ini dikembangkan oleh Myron Gordon tahun 1956 dan John Lintner 1962. Gordon dan Lintner menyatakan bahwa aliran dividen di masa mendatang akan didiskonto pada tingkat yang lebih rendah daripada keuntungan modal harapan. Anggapan tersebut diformulasikan dalam model penelitian saham Gordon (*Gordon Valuation Model*) yang menyatakan bahwa saham perusahaan akan dihargai lebih tinggi jika dividen harapannya

lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang dividennya lebih rendah (Gumanti, 2013).

Teori ini menjelaskan bahwa investor menghendaki pembayaran dividen yang tinggi dari keuntungan perusahaan sesuai tujuan investor yaitu menanamkan sahamnya untuk mendapatkan dividen, investor tidak ingin berinvestasi di perusahaan jika penerimaan dividen dalam jangka waktu yang lama. Investor akan bersedia membayar harga yang lebih tinggi untuk perusahaan yang membayarkan dividen saat ini. Pembayaran dividen saat ini terjadi karena ada anggapan bahwa mendapat dividen saat ini resikonya lebih kecil dari pada mendapat *capital gain* di masa yang akan datang meskipun *capital gain* di masa mendatang dapat memberikan pengembalian yang lebih tinggi dari pada dividen saat ini, selain resiko juga adanya ketidakpastian tentang arus kas perusahaan dimasa depan. Teori ini juga berpendapat bahwa kas ditangan dalam bentuk dividen lebih bernilai dari pada kekayaan dalam bentuk lain dengan istilah “para investor memandang satu burung ditangan lebih berharga dari pada seribu burung di udara”.

6. *Pecking order theory*

Pecking order theory menggambarkan sebuah tingkatan dalam pencarian dana perusahaan yang menunjukkan bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan *internal equity* dalam membiayai investasi dan mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan. *Theory pecking order* menyatakan bahwa perusahaan lebih suka pendanaan internal

dibandingkan pendanaan eksternal, utang yang aman dibandingkan utang yang berisiko serta yang terakhir adalah saham biasa (Myers & Majluf, 1984 dalam Sugiarto 2009). Teori pecking order yang dibangun berdasarkan beberapa asumsi menekankan pada pentingnya *financial slack* yang cukup di perusahaan guna mendanai proyek-proyek bagus dengan dana internal. *Internal equity* diperoleh dari laba ditahan dan depresiasi atau amortisasi. Utang diperoleh dari pinjaman kreditur, sedang eksternal *equity* diperoleh karena perusahaan menerbitkan saham baru.

Pecking order theory dikembangkan oleh Stewart Myres dan rekan penulisnya. Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal (*retained earnings* dan depresiasi) dibandingkan pendanaan eksternal seperti utang atau penerbitan saham. Namun, jika perusahaan harus memperoleh pendanaan eksternal, perusahaan akan memilih sekuritas yang paling aman lebih dulu.

Manajemen perusahaan diasumsikan sudah memutuskan berapa banyak laba perusahaan yang diinvestasikan kembali dan memilih bauran utang-modalnya untuk mendanai investasi ini, keputusan untuk membayar dividen yang lebih besar berarti secara simultan memutuskan untuk menahan sedikit laba dan akan menghasilkan ketergantungan yang lebih besar pada pendanaan eksternal. Sebaliknya dengan investasi dan keputusan pendanaan perusahaan pembayaran dividen yang kecil akan berarti menahan laba yang

tinggi dengan lebih sedikit kebutuhan dana modal yang dihasilkan dari luar. Keputusan dividen perusahaan memiliki dampak yang langsung pada pendanaan perusahaan. Jika pembayaran dividen meningkat dan pendanaan untuk mendanai investasi secara internal berkurang, maka akan berakibat modal tambahan akan dibutuhkan sehingga perusahaan harus menerbitkan saham biasa atau mengubah komposisi utangnya.

The pecking order theory menekankan permasalahan informasi asimetri. Perusahaan yang memiliki *finacial slack* yang cukup tidak perlu menerbitkan *risky debt* atau saham untuk mendanai proyek-proyek barunya sehingga masalah informasi tidak akan muncul. Perusahaan akan dapat menerima seluruh proyek bagus tanpa harus merugikan pemegang saham lama. Teori ini merupakan penjelas perilaku perusahaan yang menahan sebagian laba dan membuat cadangan kas dalam jumlah yang cukup besar.

7. *Signalling Theory*

signalling theory pada dasarnya membahas adanya ketidaksamaan informasi antara pihak internal dan eksternal badan usaha. Pihak internal badan usaha tentu mempunyai informasi yang lebih banyak mengenai kondisi sebenarnya yang ada dalam badan usaha dibandingkan pihak eksternal. Kondisi inilah yang dinamakan *asymetric information*. Informasi yang tidak sama antara pihak eksternal dan internal tersebut dapat dikurangi melalui sinyal atau tanda yang diberikan oleh pihak internal. *Signalling theory* dividen mengasumsikan bahwa pembayaran dividen dibutuhkan

untuk menginformasikan kondisi positif yang ada dalam badan usaha (Megginson, 1997).

Teori signaling menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas baik dengan sengaja akan memberikan sinyal pada pasar, dengan demikian pasar diharapkan dapat membedakan perusahaan yang berkualitas baik dan buruk (Hartono, 2005).

Agar sinyal tersebut baik maka harus dapat ditangkap pasar dan dipresepsikan baik serta tidak mudah ditiru oleh perusahaan yang memiliki kualitas yang buruk (Megginson dalam Hartono, 2005). Dengan demikian, semakin panjang jangka waktu audit laporan keuangan menyebabkan pergerakan harga saham tidak stabil, sehingga investor mengartikannya sebagai audit *delay* karena perusahaan tidak segera mempublikasikan laporan keuangan, yang kemudian berdampak pada penurunan harga saham perusahaannya

8. Efek Klien

Menurut argumen ini, kebijakan dividen seharusnya ditunjukkan untuk memenuhi kebutuhan segmen investor tertentu (Mamduh M. Hanafi, 2013). Sebagai contoh, kelompok investor dengan tingkat pajak yang tinggi akan menghindari dividen, karena dividen mempunyai tingkat pajak yang lebih tinggi dibandingkan dengan *capital gain*. Sebaliknya, kelompok investor dengan pajak yang rendah akan menyukai dividen. Contoh lain, kelompok investor usia muda barangkali akan memilih *capital gain* (pajak

rendah), karena mereka mempunyai orientasi jangka panjang. Sebaliknya, kelompok investor usia lanjut (misal, mendekati pensiun) akan lebih menyukai dividen, karena dividen memberikan tingkat kepastian yang lebih tinggi.

Kebijakan dividen tertentu akan menarik segmen tertentu. Kemudian tugas perusahaan (manajer keuangan) adalah melayani segmen tersebut. Kebijakan dividen yang berubah-ubah akan mengacaukan efek klien tersebut, menyebabkan harga saham berubah. Beberapa penelitian empiris nampaknya mendukung teori tersebut. (Mamduh M. Hanafi, 2013). Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan di masa mendatang. Apabila perusahaan lebih memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang ditahan 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. Dengan demikian kebijakan dividen ini harus dianalisa dalam kaitannya dengan keputusan pembelanjaan atau penentuan struktur modal secara keseluruhan.

B. Hasil Penelitian Terdahulu

Penelitian ini merupakan replikasi dengan modifikasi penelitian penulis

terdahulu mengenai “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen”, berikut adalah beberapa acuan yang digunakan dalam penelitian ini.

Penelitian mengenai kebijakan dividen sudah pernah dilakukan sebelumnya yaitu penelitian yang dilakukan oleh Parica, dkk (2013) dengan 17 perusahaan *automotive and allied product* yang ada di Indonesia dan terdaftar di BEI tahun 2007-2010, menemukan bahwa semua variabel yang diteliti yaitu laba bersih, arus kas operasi, likuiditas, dan profitabilitas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

Prawira (2014) dengan sampel perusahaan sektor industri perbankan yang terdaftar di BEI tahun 2010-2013, menemukan bahwa *leverage*, likuiditas, profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen .

Dewi (2008) dengan sampel perusahaan yang terdaftar di BEI dari tahun 2002 sampai dengan tahun 2005, menemukan bahwa variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan hutang dan profitabilitas berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Elyzabet Indrawati Marpaung Bram Hadiano (2009) dengan sampel perusahaan emiten pembentuk indeks LQ45 di BEI, menemukan bahwa variabel pertumbuhan penjualan dan rasio harga pasar berpengaruh negative terhadap kebijakan dividen. Sedangkan variabel profitabilitas berpengaruh positif terhadap

kebijakan dividen.

C. Kerangka Pemikiran Penelitian dan Penurunan Hipotesis

1. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen (*Dividen Payout Ratio/DPR*)

Manajer mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan menyetarakan dengan pemegang saham. Melalui kebijakan ini manajer diharapkan menghasilkan kinerja yang baik serta mengarahkan dividen pada tingkat yang rendah. Dengan penetapan dividen rendah perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga memiliki sumber dana internal relatif tinggi untuk membiayai investasi di masa mendatang (Nuringsih 2005). Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi maka menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen. Sebaliknya, dalam konteks kepemilikan saham oleh manajerial tinggi akan terjadi kesamaan preferensi antara pemegang saham dan manajer maka tidak diperlukan peningkatan dividen. Semakin banyak saham yang dimiliki oleh manajer maka semakin menurunkan kos keagenan sehingga terjadi pengurangan dividen dan menggunakan dana untuk memperluas usaha (Putri dan Nasir 2006). Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₁ : Kepemilikan saham oleh manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

2. Pengaruh Likuiditas (*Current Ratio/CR*) Terhadap Kebijakan Dividen (*Dividen Payout Ratio/DPR*)

Menurut Wiagustini (2001) dalam (Prawira 2014), likuiditas adalah rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya dalam jangka pendek dengan dana lancar yang tersedia. Posisi likuiditas perusahaan pada kemampuan pembayaran dividen sangat berpengaruh karena dividen dibayarkan dengan kas dan tidak dengan laba ditahan, perusahaan harus memiliki kas tersedia untuk pembayaran dividen. Oleh karena itu perusahaan yang memiliki likuiditas baik maka kemungkinan pembayaran dividen lebih baik pula. Hasil penelitian Karami (2013) dan Parica, dkk (2013) menunjukkan bahwa likuiditas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen karena ketersediaan aset menunjukkan tingkat pembayaran dividen sehingga posisi *current ratio* merupakan variabel penting yang dipertimbangkan oleh manajemen ketika memutuskan suatu kebijakan dividen. Semakin tinggi *current ratio*, maka semakin mudah bagi pemegang saham untuk mendapatkan dividen dalam bentuk tunai. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₂: Likuiditas yang diproksi oleh *current ratio* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

3. Pengaruh Profitabilitas (*Return On Asset/ROA*) Terhadap Kebijakan Dividen (*Dividen Payout Ratio/DPR*)

Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan kestabilan tingkat laba yang diperoleh sangat menentukan berapa besarnya dividen yang dapat dibagikan kepada pemegang saham. Keyakinan manajemen akan prospek capaian laba di tahun depan juga menjadi faktor kunci atas berapa besarnya dividen yang akan di bayarkan tahun ini. Jika keyakinan manajemen bahwa prospek bahwa laba tahun depan dapat diraih, dan dalam upaya untuk memberikan jaminan atas prospek usaha, dividen dapat dipastikan akan mengalami peningkatan. Manajemen tetap akan menjaga kestabilan dan berusaha untuk menunjukkan kepada pemegang saham (dalam bentuk sinyal, yaitu dividen), bahwa perusahaan mampu memberi dividen sesuai dengan harapan pasar.

Penelitian Sudarsi (2002) yang menyebutkan bahwa semakin besar keuntungan perusahaan maka semakin besar membayar dividennya. Hal ini sejalan dengan penelitian Elyzabeth Indrawati Marpaung dan Bram Hadianto (2009) yang menyebutkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan

adalah sebagai berikut:

H₃: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen

4. Pengaruh Ukuran perusahaan (*Size*) Terhadap Kebijakan Dividen (*Dividen Payout Ratio/DPR*)

Hasil penelitian Handayani dan Hadinugroho (2009) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen karena perusahaan yang memiliki ukuran yang besar akan lebih mudah memasuki pasar modal sehingga dengan kesempatan ini perusahaan membayar dividen dengan jumlah besar kepada pemegang saham. Perusahaan yang sudah mapan (*mature companies*) dengan tingkat laba yang stabil akan cenderung untuk membayar dividen sebagai bagian dari laba yang lebih tinggi karena kebutuhan akan uang tunai tidak terlalu tinggi bahkan dalam banyak hal perusahaan mengalami kelebihan kas (*excess cash*). Sedangkan perusahaan yang sedang dalam masa pertumbuhan memiliki rasio pembayaran dividen yang cenderung lebih rendah.

Penelitian Handayani dan Hadinugroho (2009) yang menyebutkan bahwa perusahaan besar cenderung membagikan dividen yang lebih besar dari pada perusahaan kecil, karena perusahaan yang memiliki aset besar lebih mudah memasuki pasar modal. Sedangkan perusahaan yang memiliki aset sedikit akan cenderung membagikan dividen yang rendah karena laba dialokasikan pada laba ditahan untuk menambah aset perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₄: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen

5. Pengaruh *Leverage (Debt to Equity Ratio/DER)* Terhadap Kebijakan Dividen (*Dividen Payout Ratio/DPR*)

Pecking Order Theory menjelaskan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal (*retained earnings* dan depresiasi) dibandingkan pendanaan eksternal seperti utang atau penerbitan saham. Namun, jika perusahaan harus memperoleh pendanaan eksternal, perusahaan akan memilih sekuritas yang paling aman lebih dulu.

Menurut Suharli dalam Arilaha (2009) perusahaan yang *leverage* operasi atau keuangannya tinggi akan memberikan dividen yang rendah. Struktur permodalan yang lebih tinggi dimiliki oleh hutang menyebabkan pihak manajemen akan memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan dividen. Perusahaan yang memiliki rasio hutang lebih besar akan membagikan dividen lebih kecil karena laba yang diperoleh digunakan untuk melunasi kewajiban. Menurut Ismiyanti dan Hanafi (2003) pada tahun 1992 Jensen et. al menyebutkan bahwa kebijakan hutang memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen karena penggunaan hutang yang terlalu tinggi akan menyebabkan penurunan dividen yang mana sebagian besar keuntungan akan dialokasikan sebagai cadangan pelunasan hutang. Sebaliknya, pada tingkat hutang yang rendah perusahaan membagikan dividen yang tinggi sehingga sebagian besar laba

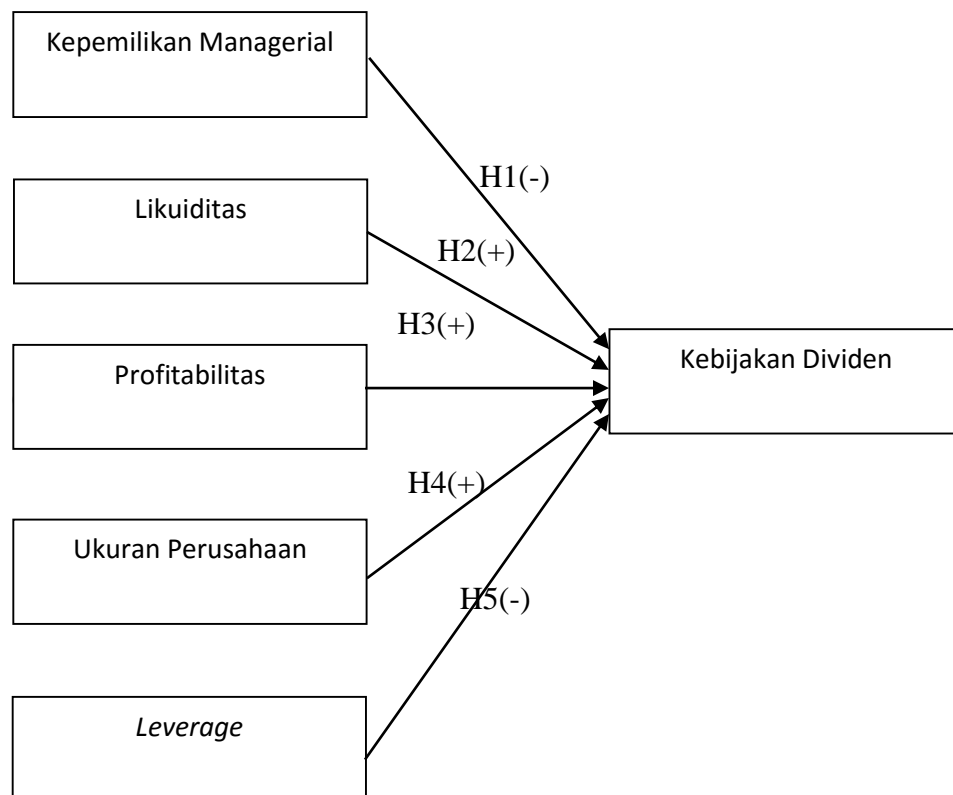
digunakan untuk kesejahteraan pemegang saham. Dalam hubungannya dengan teori keagenan yaitu sumber lain dari biaya keagenan yang mungkin dipengaruhi oleh kebijakan dividen adalah potensi konflik antara pemegang saham dengan pemegang surat hutang.

Pemegang saham dianggap sebagai agen dari pemegang surat hutang. Dalam hal ini, pembayaran dividen yang berlebihan kepada pemegang saham dianggap sebagai bentuk pemborosan dana dan mengambil porsi kemakmuran yang seharusnya dinikmati oleh pemegang surat hutang (Jensen dan Meckling, 1976). Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H₅: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen

D. Model Penelitian

Berdasarkan pengaruh antara variabel independen dengan dependen yang telah dijelaskan sebelumnya, maka kerangka pemikiran teoritis yang didapatkan adalah sebagai berikut: (lihat gambar 2.1)



Gambar 2.1

Model Kerangka Pemikiran