

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Dividen

Dividen merupakan distribusi oleh perusahaan kepada pemegang sahamnya yang didasarkan pada laba perusahaan. Pemegang saham memiliki hak untuk bagian yang proporsional dari setiap dividen di mana saham dalam suatu kelas tertentu akan menerima dividen yang sama (Harrison Jr. W.T. *et al*, 2011). Dividen akan dibagikan dalam jumlah yang sama untuk setiap lembar sahamnya dan besarnya tergantung pada sisa keuntungan setelah dikurangi dengan potonganpotongan yang telah ditentukan dalam akta pendirian dan juga tergantung dari keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) (Soemarso S.R, 2005). Manajemen memiliki dua alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih setelah pajak perusahaan. Dua alternatif tersebut adalah dibagi kepada para pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen dan diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan sebagai laba ditahan.

2. Macam-macam Dividen

Kebijakan dividen juga mengatur mengenai jenis dividen apa yang akan dibagikan. Menurut Stice, E.K., Stice, J.D. dan Skousen, K.F. (2009), berikut adalah jenis dividen yang dapat dibagikan kepada pemilik saham:

a. Dividen Tunai

Dividen jenis ini adalah dividen yang paling sering dipilih oleh manajemen perusahaan. Bagi perusahaan, dividen jenis tunai ini akan mengurangi saldo akun laba ditahan sedangkan bagi investor, dividen tunai tersebut akan menghasilkan kas dan dicatat sebagai penghasilan dividen.

b. Dividen Properti

Dividen jenis ini merupakan distribusi kepada pemegang saham yang terutang dalam bentuk aset selain kas. Yang biasanya dibagikan adalah aset dalam bentuk efek dari perusahaan lain yang dimiliki oleh perusahaan. Dividen jenis ini dilakukan dalam perusahaan tertutup.

c. Dividen Saham

Perusahaan dapat membagikan tambahan saham dari perusahaan itu sendiri kepada pemegang saham sebagai dividen saham. Dividen tidak berarti sama dengan mentransfer kas ataupun aset lain kepada para pemegang saham.

d. Dividen Likuidasi

Dividen jenis ini merupakan suatu pembagian yang mencerminkan suatu pengembalian kepada para pemegang saham atas sebagian dari modal yang telah disetor. Dividen ini merupakan pengembalian atas investasi yang dicatat dengan cara mengurangi agio saham.

3. Kebijakan Dividen

Dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, disamping *capital gain*. Dividen ditentukan berdasarkan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Besarnya jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham dan laba yang akan ditahan untuk reinvestasi tergantung dari kebijakan dividen yang akan ditetapkan. Dividen tidak bisa diabaikan oleh perusahaan karena dividen menyangkut kepentingan pemegang saham sehubungan dengan dana yang ditanamkan. Demikian juga dengan penahanan laba yang digunakan untuk membiayai kesempatan investasi demi kelangsungan hidup dan perkembangan perusahaan. Oleh karena itu, perumusan kebijakan dividen memerlukan pertimbangan yang matang dari manajemen (Husnan dan Pudjiastuti, 1994 dikutip dalam Endarwati, 2011).

Argumen yang menyatakan bahwa kebijakan dividen relevan berangkat dari asumsi ketidaksempurnaan pasar. Di satu sisi, argumen tersebut mengatakan bahwa perusahaan perlu membayar dividen yang tinggi, sedangkan di sisi lain argumen tersebut mengatakan bahwa perusahaan perlu membayar dividen yang rendah. Selain itu ada beberapa isu yang berkaitan dengan dividen. Berikut ini penjelasannya:

a. Dividen Dibayar Tinggi

Berikut ini beberapa teori yang mendukung pembayaran dividen yang tinggi:

1) *Bird In The Hand Theory*

Menurut Gordon dan Lintner dalam Brigham dan Daves (2002) dikutip kembali dalam Sari (2010), teori ini dapat dijelaskan dengan menggunakan pemahaman bahwa sesungguhnya investor jauh lebih menghargai pendapatan yang diharapkan dari dividen dibandingkan dengan pendapatan yang diharapkan dari keuntungan modal karena komponen hasil dividen risikonya lebih kecil dari komponen keuntungan modal (*capital gain*). Para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gain*) yang akan dihasilkan dibandingkan dengan seandainya mereka menerima dividen, karena dividen merupakan faktor yang dapat dikendalikan oleh perusahaan sedangkan *capital gain* merupakan faktor yang dikendalikan oleh pasar melalui mekanisme penentuan harga saham.

Argumen diatas didukung oleh Hanafi (2008) yang menyatakan bahwa dividen yang tinggi akan membantu mengurangi ketidakpastian. Ketidakpastian dividen lebih kecil dibandingkan dengan ketidakpastian *capital gain*, karena dividen diterima saat ini sedangkan *capital gain* diterima dimasa mendatang. Beberapa tipe investor lebih menyukai pendapatan saat ini. Investor semacam itu mau membayar harga yang lebih tinggi untuk saham dengan dividen tinggi.

2) Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Argumen lain yang mendukung pembayaran yang tinggi datang dari kerangka teori keagenan (*agency theory*). Menurut teori tersebut

konflik bisa terjadi antar pihak-pihak yang berkaitan di perusahaan. Manajer disewa oleh pemegang saham untuk menjalankan perusahaan agar tujuan pemegang saham untuk memaksimumkan kemakmurannya bisa tercapai. Tetapi manajer bisa mempunyai agenda sendiri yang tidak selalu konsisten dengan tujuan pemegang saham. Misalkan perusahaan mempunyai kelebihan kas atas proyek dengan NPV positif (*free cash flow* yang didefinisikan sebagai kelebihan kas setelah semua investasi dengan NPV yang positif didanai). Kas tersebut akan lebih baik jika dibagikan ke pemegang saham dan pemegang saham akan memanfaatkan kas tersebut dengan cara mereka sendiri. Tetapi manajer mungkin tidak mau membagi kas tersebut. Dalam konteks semacam itu, pembayaran dividen yang tinggi merupakan hal yang diinginkan oleh investor, karena akan mengurangi potensi konflik antara manajer dengan pemegang saham (Hanafi, 2008).

Konflik kepentingan yang terjadi antara pemegang saham dan manajer tersebut dapat diminimumkan dengan melakukan mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan keduanya. Dengan adanya kepemilikan manajerial akan mengarahkan perilaku manajer agar tidak mendahulukan kepentingan pribadinya sebagai manajer, namun mendahulukan kepentingannya sebagai pemegang saham. Institusi merupakan pembuat keputusan profesional yang mampu menilai kinerja perusahaan dan memonitor manajer (Bukhori, 2008).

Oleh sebab itu, kepemilikan institusional akan mampu mengawasi dan mendisplinkan manajer agar selalu berusaha memaksimumkan

kesejahteraan pemegang saham. Dengan demikian keberadaan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dapat menyebabkan pembayaran dividen tinggi karena semua pihak lebih mengutamakan kepentingan dan kesejahteraan pemegang saham. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan ini menyebabkan timbulnya suatu biaya yang disebut biaya agensi.

b. Dividen Dibayar Rendah

Berikut ini beberapa teori yang mendukung pembayaran dividen yang rendah:

1) Teori Preferensi Pajak

Pajak atas *capital gain* akan efektif jika *capital gain* tersebut direalisasikan (yang berarti saham tersebut dijual). Dengan kata lain, pajak efektif atas *capital gain* bisa ditunda. Berdasarkan argumen tersebut, dividen seharusnya dibayar rendah karena akan menghemat pajak (Hanafi, 2008).

Menurut hukum pajak 1992, dividen bisa dikenai pajak sampai 31%, sedangkan untuk *capital gain* dibayar jika keuntungan *capital gain* dibayar. Nilai rupiah masa mendatang mempunyai nilai yang lebih kecil dibandingkan dengan nilai rupiah saat ini, sehingga dividen yang kecil akan lebih menarik dibandingkan dividen yang tinggi (Hanafi, 2008).

2) *Pecking Order Theory*

Teori ini menjelaskan urutan-urutan pendanaan. Secara spesifik perusahaan mempunyai urutan-urutan preferensi dalam penggunaan dana.

Skenario urutan dalam *pecking order theory* adalah sebagai berikut (Hanafi, 2008):

- a) Perusahaan memilih pendanaan internal. Dana internal tersebut diperoleh dari keuntungan yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
- b) Perusahaan menghitung target rasio pembayaran didasarkan pada perkiraan kesempatan investasi. Perusahaan berusaha menghindari perubahan dividen yang secara tiba-tiba. Dengan kata lain, pembayaran dividen diusahakan konstan atau jika berubah terjadi secara gradual dan tidak berubah dengan signifikan.
- c) Karena kebijakan dividen yang konstan digabung dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang tidak bisa diprediksi, akan menyebabkan aliran kas yang diterima oleh perusahaan akan lebih besardibandingkan dengan pengeluaran investasi oada saar-saat tertentu dan akan lebih kecil pada saat yang lain. Jika kas tersebut lebih besar, perusahaan akan membayar hutang atau membeli surat berharga. Jika kas tersebut lebih kecil, perusahaan akan menggunakan kas yang dipunyai atau menjual surat berharga.
- d) Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharag yang paling aman terlebih dahulu. Perusahaan akan memulai dnegan hutang kemudian dengan surat berharga campuran seperti konvertibel dan barangkali saham sebagai pilihan terakhir.

Berdasarkan penjelasan diatas, penggunaan dana internal lebih efisien dibandingkan dengan dana eksternal sehingga keuntungan yang

diperoleh perusahaan akan dialokasikan pada laba ditahan untuk kepentingan ekspansi perusahaan dibanding untuk membayar dividen tinggi. Dengan demikian berdasarkan *pecking order theory* sebaiknya dividen dibayar rendah.

4. Isu Lain yang Berkaitan dengan Dividen

a. Residual Dividend Policy

Kebijakan ini menyatakan bahwa 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 kembali tersebut dapat menghasilkan *return* yang lebih tinggi daripada *return* rata-rata yang dapat dihasilkan investor dari investasi lain dengan risiko yang sebanding (Dini Rosdini, 2009).

b. Dividend Smoothing

Salah satu kebijakan dividen adalah *dividend smoothing*. *Dividend Smoothing* adalah jumlah dividen yang tergantung atas keuntungan perusahaan sekarang dan dividen tahun sebelumnya (Lintner, 1956).

c. Teori Signal (*Signalling Theory*)

Ada kecenderungan harga saham akan naik jika ada pengumuman kenaikan dividen dan harga saham akan turun jika ada pengumuman penurunan dividen. Hal ini dibantah oleh teori signal yang menjelaskan bahwa dividen tidak menyebabkan kenaikan (penurunan) harga saham, tetapi disebabkan oleh prospek perusahaan.

Menurut teori signaling, dividen dipakai sebagai signal oleh perusahaan. Jika perusahaan merasa bahwa prospek dimasa mendatang baik (pendapatan meningkat dan diperkirakan dividen yang meningkat dapat dibayarkan), maka perusahaan akan meningkatkan dividen. Pasar akan merespon positif pengumuman kenaikan dividen tersebut. Namun jika perusahaan merasa prospek dimasa mendatang menurun, perusahaan akan menurunkan pembayaran dividennya. Pasar akan merespon negatif pengumuman tersebut. Berdasarkan teori tersebut, dividen mempunyai kandungan informasi, yaitu prospek perusahaan di masa mendatang (Hanafi, 2008).

d. Efek Klien (*Clientele Effect*)

Clientele Effect merupakan kecenderungan perusahaan untuk menarik jenis investor yang menyukai kebijakan dividennya. Merton Miller dan Franco Modigliani (MM) menyatakan bahwa *clientele effect* dapat menolong untuk menjelaskan mengapa harga saham berubah sesudah diumumkannya perubahan kebijakan dividen.

Argumen mereka adalah suatu perusahaan menetapkan kebijakan pembagian dividen khusus, yang selanjutnya menarik sekumpulan peminat atau "*clientele*" yang terdiri dari para investor yang menyukai kebijakan dividen khusus tersebut.

Apabila perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali pendapatan (tidak membagikan dividen), para pemegang saham yang membutuhkan pendapatan saat ini akan dirugikan. Mereka barangkali akan menerima kenaikan nilai modal, tetapi mereka juga akan menemui masalah dan berkorban dengan menjual sebagian sahamnya untuk memperoleh uang tunai. Karena biaya perantara (broker) cukup tinggi untuk menarik transaksi kecil, menjual saham sedikit-sedikit guna memperoleh pendapatan pada waktu-waktu tertentu adalah tindakan yang mahal dan tidak efisien. Akan tetapi, apabila perusahaan membagikan sebagian besar penghasilannya, para pemegang saham lainnya yang tidak membutuhkan penghasilan tunai saat ini akan terpaksa menerima penghasilan seperti itu, membayar pajak dan selanjutnya terpaksa melakukan reinvestasi atas dividen yang tersisa dengan risiko yang harus diperhitungkan dan ditanggung sendiri.

MM menarik kesimpulan dari semua ini bahwa para investor yang menginginkan pendapatan dari investasi untuk periode berjalan akan memiliki saham pada perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar, sedangkan investor yang tidak membutuhkan penghasilan kas untuk periode berjalan akan menginvestasikan

modalnya pada perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah kecil. Selain itu, perusahaan sebaiknya tidak sering-sering mengubah kebijakan dividen yang akan mengacaukan efek klien tersebut, yang diikuti dengan perubahan harga saham (Weston dan Brigham, 2000).

5. Beberapa Faktor dalam Kebijakan Dividen

Faktor – faktor yang perlu dipertimbangkan dalam penentuan kebijakan dividen (Hanafi,2008) sebagai berikut:

a. Kesempatan Investasi

Semakin besar kesempatan investasi maka dividen yang bisa dibagikan akan semakin sedikit. Akan lebih baik jika dana ditanamkan pada investasi yang menghasilkan NPV yang positif.

b. Profitabilitas dan Likuiditas

Perusahaan yang mempunyai aliran kas atau profitabilitas yang baik bisa membayar dividen atau meningkatkan dividen. Hal yang sebaliknya akan terjadi jika aliran kas tidak baik. Alasan lain pembayaran dividen adalah untuk menghindari akuisisi oleh perusahaan lain. Perusahaan yang mempunyai kas yang berlebihan seringkali menjadi target dalam akuisisi. Untuk menghindari akuisisi, perusahaan tersebut bisa membayarkan dividen dan sekaligus juga membuat senang pemegang saham.

c. Akses ke Pasar Keuangan

Jika perusahaan mempunyai akses ke pasar keuangan yang baik, perusahaan bisa membayar dividen lebih tinggi. Akses yang baik bisa membantu perusahaan memenuhi kebutuhan likuiditasnya.

d. Stabilitas Pendapatan

Jika pendapatan perusahaan relatif stabil, aliran kas di masa mendatang bisa diperkirakan dengan lebih akurat. Perusahaan semacam itu bisa membayar dividen yang lebih tinggi. Hal yang sebaliknya terjadi untuk perusahaan yang mempunyai pendapatan yang tidak stabil. Ketidakstabilan aliran kas di masa mendatang membatasi kemampuan perusahaan membayar dividen yang tinggi.

e. Pembatasan – pembatasan

Seringkali kontrak utang, obligasi, ataupun saham preferen membatasi pembayaran dividen dalam situasi tertentu. Sebagai contoh, perusahaan harus menjaga tingkat modal kerja yang tertentu, atau rasio likuiditas yang tertentu, atau perusahaan tidak bisa membayarkan dividen sebelum dividen untuk pemegang saham preferen dibayar.

6. *Investment Opportunity Set (IOS)*

Investment Opportunity Set (IOS) adalah set kesempatan investasi yang merupakan pilihan investasi di masa mendatang dan dapat dijadikan cermin untuk pertumbuhan aktiva dan ekuitas perusahaan (Sari, 2010). Perusahaan yang mempunyai prospek dengan posisi bisnis yang mapan biasanya lebih berfokus dalam menghasilkan laba, laba berupa dividen

yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Menurut Haryetti dan Ekayanti (2012) *Investment Opportunity Set (IOS)* merupakan nilai kesempatan investasi dan merupakan pilihan untuk membuat investasi dimasa yang akan datang. *Investment Opportunity Set (IOS)* ini berkaitan dengan peluang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang. Pertumbuhan perusahaan seperti adanya kesempatan untuk melakukan investasi di masa yang akan datang. Abor dan Bokpin (2010) menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set (IOS)* merupakan penentu utama dari kebijakan pembayaran dividen perusahaan. Temuan mereka menunjukkan bahwa perusahaan dengan potensi investasi yang tinggi akan mengejar kebijakan pembayaran dividen yang sangat rendah untuk mempertahankan dana guna membiayai investasi mereka. Menurut Van Horne dan Wachowicz (2010) jika peluang investasi perusahaan banyak jumlahnya, persentase laba yang dibayarkan perusahaan akan cenderung nol. Di lain pihak, jika perusahaan tidak menemukan peluang investasi yang menguntungkan, dividen akan dibayarkan sejumlah 100% dari laba. Selanjutnya menurut Brigham dan Houston (2011) perusahaan yang sedang tumbuh pesat dengan peluang investasi yang baik lebih condong menginvestasikan sebagian kas yang tersedia pada proyek-proyek baru dan memiliki kemungkinan lebih kecil akan membayar dividen atau membeli kembali saham.

Adapun proksi yang digunakan untuk mengukur variabel *Investment Opportunity Set* (IOS) menurut Riadi dan Ngadlan (2012) adalah sebagai berikut:

e. *Market to Book Value of Equity Ratio* (MBVE)

Dasar pemikiran rasio ini adalah bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa yang akan datang lebih besar dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya. Rasio MBVE dapat dihitung dengan cara berikut ini:

$$MBVE = \frac{\text{jumlah saham beredar} \times \text{harga penutupan}}{\text{total ekuitas}}$$

f. *Market to Book Value of Asset Ratio* (MBVA)

Dasar pemikiran rasio ini adalah bahwa prospek pertumbuhan perusahaan terefleksi dalam harga saham. Semakin tinggi rasio MBVA maka semakin tinggi kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan tersebut yang berkaitan dengan *asset in place*. Rasio MBVA dapat dihitung dengan cara berikut ini:

$$MBVA = \frac{(\text{total aset} - \text{total ekuitas}) + (\text{jumlah saham beredar} \times \text{harga penutupan})}{\text{nilai buku aset}}$$

g. *Price to Earning Ratio* (PER)

Dasar pemikiran rasio ini adalah bahwa nilai ekuitas merupakan jumlah nilai kapitalisasi laba yang dihasilkan dari pengelolaan aset ditambah *net present value* (NPV) dari pilihan investasi di masa yang akan

datang. Semakin besar rasio PER maka semakin besar pula perusahaan investasi aset produktifnya. Rasio PER dapat dihitung dengan cara berikut ini:

$$PER = \frac{\text{harga penutupan}}{\text{laba per saham}}$$

h. *Property, Plant, and Equipment to Book Value of Asset Ratio* (PPEBVA)

Rasio PPEBVA digunakan dengan dasar pemikiran bahwa prospek pertumbuhan perusahaan tergambar dengan besarnya aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan. Rasio ini juga menunjukkan adanya investasi pada aset tetap yang produktif sebagai *asset in place*. Rasio PPEBVA dapat dihitung dengan cara berikut ini:

$$PPEBVA = \frac{\text{nilai buku property, plant, equipment}}{\text{nilai buku total aset}}$$

Dalam penelitian ini, variabel *Investment Opportunity Set* (IOS) menggunakan proksi MBVE karena mengukur banyaknya investasi dibanding dengan banyaknya modal sendiri untuk melihat sejauh mana dampak dari modal yang dimiliki.

7. *Leverage*

Tujuan perusahaan menggunakan *leverage* yaitu supaya keuntungan yang diperoleh lebih besar daripada biaya aset dan sumber dananya. Penggunaannya bisa menjadi risiko jika perusahaan ternyata

mendapat keuntungan yang lebih rendah dari biaya tetapnya sehingga menurunkan keuntungan pemegang saham (Sartono, 2001).

Hanafi (2004) mengatakan rasio ini mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Perusahaan yang tidak solvabel adalah perusahaan yang total hutangnya lebih besar dibandingkan dengan total asetnya. Dalam penjelasan yang luas, dinyatakan bahwa rasio *leverage* dapat digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh ekuitas, baik jangka pendek dan jangka panjang apakah perusahaan tersebut dilikuidasi (Kamsir, 2008 dalam Candra, 2014).

8. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk memperoleh laba. Profitabilitas adalah salah satu cara untuk menilai sejauh mana tingkat pengembalian dari aktivitas investasi, pendanaan dan aktivitas lainnya (Sanjaya, 2014). Menurut Brigham dan Houston profitabilitas adalah hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan. Sedangkan menurut Munawir (1995) mengatakan bahwa “profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dalam periode tertentu”.

Dari pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu yang dapat dihitung berdasarkan penjualan/total aktiva/modal sendiri. Pengukuran profitabilitas menggunakan rasio sebagai berikut:

- i. *Gross profit margin* merupakan persentase laba kotor yang dibandingkan dengan penjualan.

$$\text{gross profit margin} = \frac{\text{penjualan} - \text{harga pokok penjualan}}{\text{penjualan}}$$

- j. *Net profit margin* merupakan persentase perbandingan antara laba setelah pajak dengan penjualan. Apabila *gross profit margin* selama satu periode tidak berubah sedangkan *net profit margin* mengalami penurunan maka berarti bahwa biaya meningkat relatif lebih besar daripada peningkatan penjualan.

$$\text{net profit margin} = \frac{\text{laba setelah pajak}}{\text{penjualan}}$$

- k. *Return on investment/return on asset* menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aktiva yang dipergunakan.

$$ROA = \frac{\text{laba setelah pajak}}{\text{total aktiva}}$$

- l. *Return on equity* mengukur kemampuan perusahaan memperoleh laba yang tersedia bagi pemegang saham perusahaan.

$$ROE = \frac{\text{laba setelah pajak}}{\text{ekuitas}}$$

Pada penelitian ini penulis menggunakan *Return On Assets* (ROA) untuk mengukur profitabilitas, karena laba setelah pajak atau laba bersih suatu periode merupakan hasil dari penggunaan atau pengelolaan sumber daya perusahaan dalam bentuk aktiva. *Return On Asset* (ROA) digunakan untuk melihat tingkat efisiensi operasi perusahaan secara keseluruhan. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik karena tingkat kembalian (*return*) yang semakin besar.

Setiap perusahaan akan berusaha untuk meningkatkan kinerja supaya dapat meningkatkan produktivitas perusahaan serta dapat mengefektifitaskan dan juga mengefisienkan operasional perusahaan, dengan begitu akan menghasilkan laba yang besar pula. Semakin besar laba yang diperoleh perusahaan, akan semakin besar kemampuan perusahaan dalam membayar dividen (Puspita, 2009). Pembagian dividen kepada investor dapat memberikan sinyal bahwa perusahaan mampu membagi dividen. Profitabilitas diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membagikan dividen.

9. Teori Struktur Kepemilikan

Menurut Sugiarto (2009) struktur kepemilikan adalah proporsi kepemilikan institusional dan kepemilikan manajemen dalam kepemilikan saham perusahaan. Setiap konsentrasi kepemilikan yang terdapat dalam perusahaan akan saling berupaya untuk mengurangi biaya keagenan yang ditimbulkan oleh manajer. Sehingga kepemilikan saham atas institusi lain dinilai mampu mengurangi adanya masalah keagenan tersebut karena dengan adanya kepemilikan saham oleh institusi lain, pengawasan terhadap manajer semakin tinggi. Struktur kepemilikan dikelompokkan menjadi kepemilikan manajerial (manajerial ownership atau insider ownership) dan kepemilikan istitusional (institutional ownership). Marlene (2012) juga menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial merupakan proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan. Sedangkan kepemilikan

institusional adalah proporsi pemegang saham yang dimiliki oleh pemilik institusional, seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan lain.

B. Hasil Penelitian Terdahulu

Permasalahan mengenai kebijakan dividen telah banyak banyak diteliti sebelumnya. Penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen sudah dilakukan oleh beberapa peneliti, diantaranya adalah sebagai berikut:

1. Elyzabet Indrawati Marpaung (2009) melakukan studi mengenai Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen: Studi Empirik pada Emiten Pembentuk Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia diperoleh hasil bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, kesempatan investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.
2. Rizki Diamanda (2010) meneliti tentang pengaruh *free cash flow*, *profitability* dan *investment opportunity set* terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hasil penelitiannya menunjukkan *free cash flow* berpengaruh negatif terhadap DPR, profitabilitas berpengaruh positif terhadap DPR dan *investment opportunity set* berpengaruh positif terhadap DPR.
3. Angie Noor Rachmad (2013) dalam penelitiannya yang berjudul “Pengaruh struktur kepemilikan, *leverage* dan *return on asset* terhadap

kebijakan dividen” yang mengemukakan bahwa struktur kepemilikan manajerial, kepemilikan saham publik dan ROA memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen sedangkan kepemilikan institusional dan *leverage* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

4. Sisca Christianty Dewi (2008) dalam penelitiannya yang berjudul pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan hutang, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen menemukan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen sedangkan profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.
5. Penelitian Junaedi Jauwanto Halim (2013), dengan judul “Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen (perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada sektor industri barang konsumsi periode 2008-2011)”. Hasil penelitian dari variabel pertumbuhan perusahaan, resiko perusahaan, set kesempatan investasi memiliki pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, variabel profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.
6. Penelitian Ivan Widhyasmoro dan Linda Ariany Mahastanti (2012) tentang analisis pengaruh kebijakan hutang, profitabilitas, likuiditas, kesempatan investasi dan jenis industri terhadap kebijakan dividen menyatakan bahwa kebijakan hutang dengan proksi DAR berpengaruh

negatif signifikan sedangkan likuiditas juga berpengaruh negatif signifikan.

C. Penurunan Hipotesis

a. Pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap Kebijakan Dividen

Investment Opportunity Set (IOS) adalah pilihan–pilihan investasi yang bisa didapatkan dimasa mendatang (Hartono, 1998) dalam Endang (2009). Perusahaan yang memiliki kondisi perusahaan yang baik cenderung menginginkan menginvestasikan kembali daripada membagikan kepada para pemegang saham (Sadalia & Saragih, 2008).

Tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi di masa depan biasanya diikuti dengan adanya penurunan dividen tunai. Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi sering dikatakan juga memiliki kesempatan investasi (IOS) tinggi. Untuk semakin meningkatkan pertumbuhan tersebut, perusahaan cenderung menggunakan dana yang berasal dari sumber internal dibandingkan dengan sumber eksternal (penerbitan saham atau obligasi). Sumber dana internal lebih disukai untuk membiayai kegiatan reinvestasi karena dana tersebut memiliki risiko dan biaya yang lebih rendah. Perusahaan yang menggunakan arus kas untuk mendanai investasi yang menguntungkan di masa depan akan menggunakan dananya dalam jumlah yang besar yang akan diikuti dengan pembayaran dividen dalam jumlah yang kecil. Hal ini berarti

menyebabkan penurunan dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham.

Hal ini mendukung teori *residual dividend policy* menyatakan bahwa investor lebih menyukai perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali laba daripada membagikannya dalam bentuk dividen apabila laba yang diinvestasikan kembali dapat menghasilkan *return* yang lebih tinggi. Hal ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wiagustini (2009) dan Suharli (2007) menunjukkan bahwa hubungan antara kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen berpengaruh negatif. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin tinggi kesempatan investasi yang dimiliki maka semakin rendah dividen yang dibagikan kepada pemegang saham.

H1: Kesempatan investasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

b. Pengaruh *Leverage* (DAR) terhadap Kebijakan Dividen

Rasio ini menunjukkan besarnya hutang yang digunakan untuk membiayai aktiva yang digunakan oleh perusahaan dalam rangka menjalankan aktivitas operasionalnya.

Semakin tinggi hutang suatu perusahaan berarti semakin rendah kebijakan dividen perusahaan karena semakin tinggi hutang suatu perusahaan, maka laba yang didapatkan oleh perusahaan akan dialihkan untuk membayar hutang terlebih dahulu yang menyebabkan laba ditahan

atau laba yang akan dibagikan ke pemegang saham akan berkurang. Selain itu, apabila perusahaan memiliki tingkat hutang yang tinggi, maka perusahaan berusaha untuk mengurangi *agency cost of debt* dengan mengurangi hutangnya (Dewi, 2008). Pengurangan hutang dapat dilakukan dengan membiayai investasinya dengan sumber dana internal sehingga pemegang saham akan merelakan dividennya untuk membiayai investasinya (Dewi, 2008).

Hal ini didukung oleh *dividend smoothing theory* yang menyatakan jumlah dividen yang tergantung atas keuntungan perusahaan sekarang dan dividen tahun sebelumnya (Lintner, 1956).

Dari uraian di atas dapat disimpulkan bahwa DAR berpengaruh negatif terhadap kebijakan deviden. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Lopolusi (2013) dengan sampel perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2007-2011, menemukan bahwa variabel hutang (*leverage*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

H2: *Leverage* (DAR) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

c. Pengaruh Profitabilitas (ROA) terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk memperoleh laba. Profitabilitas adalah salah satu cara untuk menilai sejauh mana tingkat pengembalian dari aktivitas investasi, pendanaan dan aktivitas lainnya (Sanjaya, 2014). Rasio profitabilitas (ROA) dapat

memberikan gambaran kepada perusahaan untuk mengetahui besarnya laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan dari aktiva yang dipergunakan. Minat investor berinvestasi tidak terlepas dari tujuan investor dalam memaksimalkan *return*, tanpa melupakan resiko yang harus dihadapi. Salah satu *return* yang dapat diperoleh investor adalah dividen, dividen merupakan hak pemegang saham terhadap laba yang dihasilkan oleh perusahaan atas kegiatan bisnisnya (Sari, 2008). Seorang investor perlu melihat profitabilitas sebuah perusahaan sebelum memutuskan untuk melakukan investasi supaya dapat mengetahui seberapa banyak pendapatan yang akan dihasilkan dari investasi yang bersangkutan (Sitepu, 2010) dalam Sari (2008).

Perusahaan dengan laba yang tinggi mampu membayar dividen yang lebih tinggi kepada para pemegang saham demi kesejahteraan para pemegang saham. Perusahaan yang memperoleh keuntungan besar cenderung akan membayarkan dividen lebih besar.

Hal ini didukung oleh teori *signalling* yang menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* dengan sengaja akan memberikan sinyal kepada pasar (Hanafi, 2004). Hal tersebut sesuai dengan hasil penelitian Sari (2008) semakin besar keuntungan yang diperoleh mencerminkan profitabilitas yang tinggi sehingga semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

H3: Profitabilitas (ROA) berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

d. Pengaruh Struktur Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen

Insider ownership (kepemilikan manajerial) adalah presentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Meningkatnya kepemilikan oleh *insider* akan menyebabkan *insider* semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku oportunistik karena mereka ikut menanggung konsekuensinya, mereka cenderung menggunakan rasio hutang pada tingkat yang rendah. Hal ini diharapkan dapat mengontrol konflik keagenan (Jaquelina N., dkk, 2014).

Semakin banyak jumlah *insider* dalam perusahaan akan membuat manajemen semakin cenderung melakukan pengendalian terhadap penggunaan hutang yang telah ada dengan menahan penjualan saham baru. Mereka akan memilih untuk memakai sumber dana yang besar dari internal perusahaan yaitu laba ditahan. Jadi semakin tinggi jumlah *insider ownership* akan membuat rasio penggunaan laba ditahan yang semakin tinggi, hal ini akan mengakibatkan jumlah dividen yang akan dibagikan akan semakin kecil.

Hal ini didukung oleh *Pecking Order Theory* yang menyatakan bahwa perusahaan lebih cenderung memilih pendanaan yang berasal dari internal dibandingkan dana eksternal (Hanafi, 2008). Hal ini juga sejalan

dengan penelitian yang dilakukan oleh Sisca Christianty Dewi (2008) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

H4: Struktur kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

e. Pengaruh Struktur Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen

Struktur kepemilikan institusional adalah proporsi pemegang saham yang dimiliki oleh pemilik institusional. Dalam kegiatan operasional perusahaan, tentu manajerial yang akan mengambil keputusan untuk kegiatan operasional perusahaan dan nantinya akan dipertanggungjawabkan kepada direksi dan para pemegang saham (Putera, 2011).

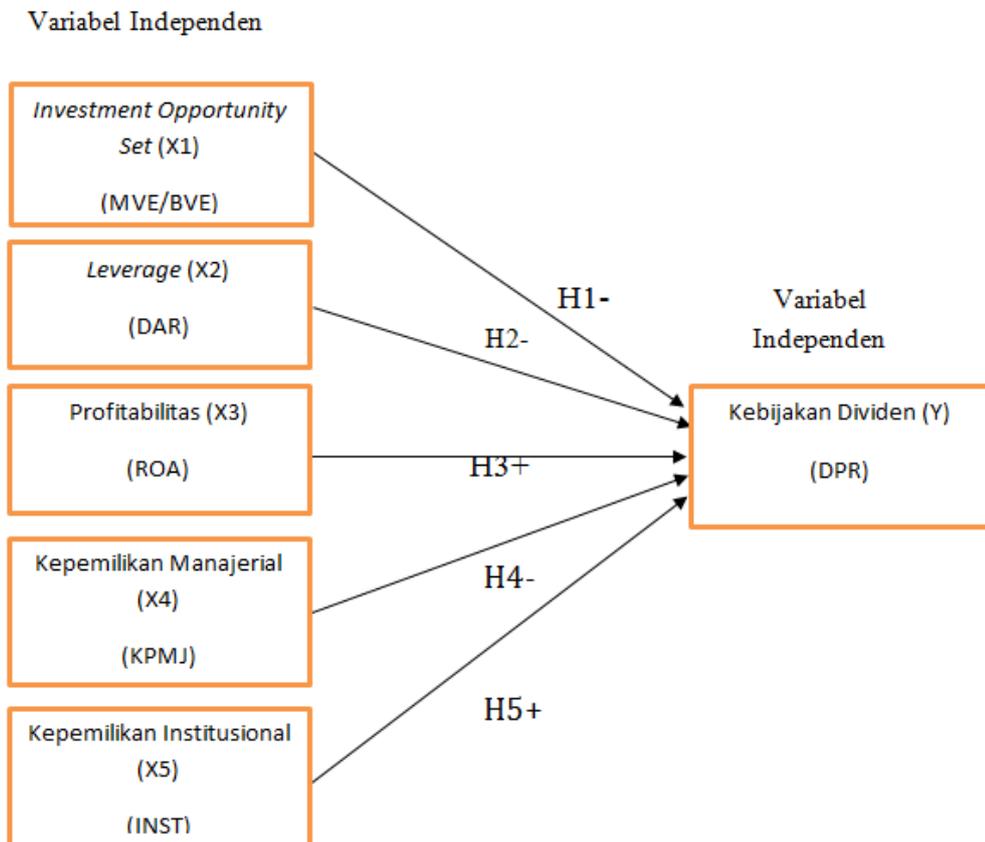
Tingkat kepemilikan oleh investor institusi yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku oportunistik manajer. Perilaku oportunistik adalah perilaku yang sering dilakukan oleh manajer untuk memanfaatkan segala kesempatan untuk mencapai tujuan pribadi. Pengawasan terhadap manajer dapat menurunkan konflik keagenan yang dapat terjadi. Pengawasan yang dilakukan investor institusional menyebabkan manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan investor. Karena investor pasti menginginkan laba yang diterima perusahaan akan dibagikan kepada mereka dalam bentuk dividen. Jika kepemilikan institusional dalam sebuah perusahaan

jumlahnya besar, maka semakin besar pula pengawasan terhadap pihak manajer agar manajer tidak akan menggunakan dana untuk keperluan yang tidak penting atau untuk keperluan pribadinya sehingga dana yang ada dapat dibagikan kepada pemegang saham. Jadi dapat disimpulkan semakin besar kepemilikan institusional maka semakin besar pula dividen yang dibagikan.

Hal ini didukung oleh *agency theory* dan hal ini juga sesuai dengan penelitian Kowalewski, *et al.* (2007), Chasanah (2008) yang mengungkapkan bahwa *institutional ownership* memiliki pengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio (DPR)*.

H5: Struktur kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

D. Model Penelitian



Gambar 2.1
Model Penelitian