

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan teori

1. Kebijakan Dividen

Beberapa argumen mengenai kebijakan dividen menurut Hanafi, (2004:361) :

a. Kebijakan dividen tidak relevan

Miller dan Modigliani (1961) mengajukan argumen bahwa kebijakan dividen tidak relevan. MM menunjukkan bahwa investor *indifferent* (sama saja) terhadap kebijakan dividen. MM mengajukan beberapa asumsi dalam analisis mereka :

- 1) Tidak ada biaya 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 dimasa mendatang. Pengharapan investor dikatakan homogeny.
- 3) Kebijakan investasi ditentukan terlebih dulu, 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 berangkat dari asumsi ketidaksempurnaan pasar. Di satu sisi, argumen tersebut mengatakan bahwa perusahaan perlu membayar dividen yang tinggi, di sisi lain, argumen tersebut menyatakan sebaliknya, yaitu perusahaan perlu membayar dividen yang rendah Hanafi (2004).

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

Beberapa argumen yang mendukung pembayaran dividen yang tinggi Hanafi (2004) :

(a). Mengurangi ketidakpastian

Beberapa tipe investor akan menyukai pendapatan saat ini karena dividen diterima saat ini sedangkan *capital gain* diterima di masa mendatang sehingga ketidakpastian dividen menjadi lebih kecil dibandingkan dengan *capital gain*. Faktor ketidakpastian akan berkurang sehingga investor semacam itu akan mau membayar harga yang lebih tinggi untuk saham dengan dividen tinggi.

(b). Mengurangi konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham

Menurut *agency theory*, konflik bisa terjadi antar pihak-pihak yang berkaitan di perusahaan. Manajer disewa oleh pemegang saham untuk menjalankan perusahaan agar tujuan pemegang

saham (maksimisasi kemakmuran pemegang saham) dapat tercapai. Namun manajer bisa mempunyai agenda sendiri yang tidak selalu konsisten dengan pemegang saham. Manajer bisa saja menahan labanya untuk diinvestasikan kembali pada proyek yang dapat meningkatkan keuntungan, investasi aset, dan lain sebagainya. Konteks semacam itu pembayaran dividen yang tinggi merupakan hal yang diinginkan oleh investor karena akan mengurangi potensi konflik antara manajer dengan pemegang saham.

(c). Efek pajak

Dividen mempunyai pajak efektif yang lebih tinggi dibandingkan dengan *capital gain*. Tetapi dalam beberapa situasi, investor memilih pembayaran dividen yang tinggi karena membayar pajak yang lebih rendah.

2). Dividen dibayar rendah

Argumen yang mendasari dividen dibayar rendah Hanafi (2004) yaitu :

(a). Efek pajak

Di Negara tertentu, seperti di Amerika Serikat, pajak untuk *capital gain* lebih rendah dibandingkan

dengan pajak untuk dividen. Disamping itu, pajak atas *capital gain* akan efektif jika *capital gain* tersebut direalisasi, 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 akan menghemat pajak.

(b). Biaya emisi (*flotation costs*)

Jika perusahaan membayarkan dividen dan kemudian menerbitkan saham, maka perusahaan akan mengeluarkan biaya emisi saham. Biaya modal saham eksternal akan lebih besar dibandingkan biaya modal internal karena adanya biaya emisi, biaya transaksi dan biaya *underpricing* saham. Oleh karena itu, perusahaan akan lebih baik membayarkan dividen rendah sehingga tidak harus menerbitkan saham baru.

2. Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen

Faktor-faktor praktis yang perlu dipertimbangkan dalam penentuan kebijakan dividen Hanafi, Mamduh M (2004:375) :

a). Kesempatan investasi

Semakin besar kesempatan investasi maka dividen yang bisa dibagikan akan semakin sedikit. Perusahaan akan lebih baik

jika dana ditanamkan pada investasi yang menghasilkan NPV yang positif.

b). Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri. Pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberi sinyal mengenai keberhasilan perusahaan membukukan profit (Wirjolukito *et al* dalam Suharli, 2007).

c). Likuiditas

Rasio likuiditas adalah rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya dalam jangka pendek dengan dana lancar yang tersedia. Posisi likuiditas dari suatu perusahaan merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk menetapkan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham (Bangun dan Stefanus, 2012).

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 untuk membayar dividen yang tinggi.

e). Pembatasan-pembatasan

Kontrak utang, obligasi, ataupun saham preferen membatasi pembayaran dividen dalam situasi tertentu. Sebagai contoh, perusahaan harus menjaga tingkat modal tertentu, rasio likuiditas tertentu, atau perusahaan tidak bisa membayarkan dividen sebelum dividen untuk pemegang saham preferen dibayar. Pada situasi normal, pembatasan semacam itu tidak berpengaruh banyak terhadap kemampuan perusahaan membayarkan dividennya. Tetapi dalam situasi buruk, dimana aliran kas lebih kecil, pembatasan tersebut akan mempengaruhi pembayaran dividen oleh perusahaan.

2. Teori Keagenan

Teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham seringkali bertentangan sehingga dapat terjadi konflik diantaranya, (Tarjo dan Hartono dalam Dewi, 2008). Hal tersebut sering terjadi karena manajer cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi. Sedangkan pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer karena hal tersebut akan menambah kos bagi perusahaan dan menurunkan keuntungan yang akan diterima oleh pemegang saham. Akibat dari perbedaan itulah maka terjadi konflik yang disebut dengan *agency conflict*. Untuk mengawasi dan menghalangi perilaku oportunistik manajer maka pemegang saham harus bersedia

mengeluarkan kos pengawasan tersebut., kos tersebut disebut kos keagenan (*agency cost*). Ada beberapa pendekatan yang dilakukan untuk mengurangi *agency cost* antara lain dengan meningkatkan kepemilikan manajerial dengan menggunakan kebijakan hutang dan dengan mengaktifkan pengawasan melalui investor – investor institusional, Dewi (2008)

3. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham oleh manajemen. Adanya konflik keagenan yang terjadi diantara pihak principal (*shareholders*) dengan pihak agen (manajer) menyebabkan adanya biaya keagenan (*agency cost*). Karena konflik keagenan ini manajer akan cenderung melakukan tindakan yang menguntungkan bagi dirinya, disisi lain pemegang saham ingin mendapatkan pengambilan yang sebesar – besarnya. Dengan kepemilikan manajerial pada suatu perusahaan maka akan mengurangi konflik keagenan, (Putri dan Natsir, 2006). Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Hatta dalam Dewi, 2008)

4. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah proporsi pemegang saham yang dimiliki oleh pihak institusional, seperti reksa dana, bank, dana pensiun dan perusahaan asuransi. Monitoring terhadap perusahaan tidak hanya terbatas dilakukan oleh pihak dari dalam perusahaan, namun dilakukan

dari pihak eksternal perusahaan terutama investor institutional, Fuad (2006). Institusi merupakan pembuat keputusan professional yang mampu menilai kinerja perusahaan dan memonitor manajemen, Bukhori (2008). Sehingga tingkat kepemilikan institusional berpengaruh mengurangi biaya keagenan dan perubahan dukungan terhadap manajemen dan pilihan kebijakan perusahaan. penelitian (Bathala *et al* dalam Fuad, 2006) menemukan bahwa kepemilikan institusional dapat berperan sebagai substitusi dari kepemilikan manajerial dan *leverage* dalam mengendelikan biaya agensi.

5. Kebijakan Hutang

Pada umumnya semakin besar suatu perusahaan, semakin besar pula penggunaan hutang dalam membiayai kekurangan pendanaan dalam operasional perusahaannya. Suad, (2008 : 331) menjelaskan bahwa bunga dari hutang bisa digunakan untuk mengurangi pajak yang ada, sehingga dengan kata lain penggunaan hutang dapat bermanfaat bagi pemilik perusahaan. Penggunaan hutang untuk membiayai operasional perusahaan ini harus dengan kehati-hatian, karena apabila penggunaan hutang terlalu besar maka akan berdampak pada kesulitan keuangan (Brigham dan Houston, 2011 : 164). Menurut (Kieso *et al* dalam Resky, 2009) kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui hutang. Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai

aktivitas operasional perusahaan, Sanjaya (2009). Rasio *Leverage* yang cukup tinggi menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin buruk, karena tingkat permodalan perusahaan tergantung pada pihak luar perusahaan (kreditur) semakin besar.

6. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri Sartono (1998:130) Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri. Pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberi sinyal mengenai keberhasilan perusahaan membukukan profit (Wirjolukito *et al*, dalam Suharli, 2007). Sinyal tersebut menyimpulkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan, sehingga profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayarkan dividen. Ukuran profitabilitas dapat berupa laba operasi, laba bersih, tingkat pengembalian investasi/aktiva dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik.

7. Ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan suatu skala dimana perusahaan dapat diklasifikasikan besar kecilnya perusahaan menurut berbagai cara, antara lain total aktiva, *log size* dan nilai saham. Semakin besar total aktiva penjualan maka semakin besar pula ukuran perusahaan. Brigham dan Houston (2011) dalam penelitian Wati (2014)

B. Temuan Terdahulu

1. Dewi (2008), melakukan studi mengenai Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen diperoleh hasil bahwa Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang berpengaruh negatif dan Profitabilitas, Ukuran Perusahaan berpengaruh positif.
2. Idawati (2012), melakukan studi mengenai Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur di BEI diperoleh hasil Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen.
3. Lopolusi (2013), melakukan studi mengenai Analisis Faktor – faktor yang mempengaruhi Kebijakan Dividen sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia diperoleh hasil Profitabilitas berpengaruh positif dan ukuran Perusahaan berpengaruh negatif.
4. Mulyono (2009), melakukan studi mengenai Pengaruh *Debt to Equity Ratio*, Insider Ownership, Size dan Investment Opportunity Set terhadap Kebijakan Dividen di peroleh hasil Size berpengaruh negatif.
5. Anggi, (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

C. Hipotesis Penelitian

1. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen

Menurut (Rozeff dalam Junius, 2014) kepemilikan manajerial yaitu ukuran prosentase saham yang dimiliki perusahaan yang sekaligus menjadi pengelola perusahaan yaitu direksi, manajemen, komisaris, ataupun setiap pihak yang terlibat langsung dalam pengambilan keputusan perusahaan. Penambahan saham perusahaan oleh pihak manajemen, akan dapat menyelaraskan keinginan antara pihak manajemen dengan pihak pemegang saham termasuk di dalamnya kebijakan pembayaran dividen. Pada tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi, manajer mengalokasikan laba pada laba yang ditahan daripada membayar dividen dengan alasan sumber dana internal lebih efisien dibandingkan sumber dana eksternal. Pada tingkat kepemilikan manajerial yang rendah, manajer melakukan pembagian dividen yang besar untuk memberikan sinyal yang bagus tentang kinerja perusahaan pada masa yang akan datang sehingga meningkatkan reputasi perusahaan di hadapan investor. Hasil penelitian dari (Akmalia dan Hindasah, 2010) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen yang berarti bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Penetapan dividen yang rendah

disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal.

H1 : kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

2. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah proporsi pemegang saham yang dimiliki oleh pihak institusional, seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan lain, Marlene (2012). Semakin tinggi kepemilikan saham oleh instisional maka semakin rendah kebijakan dividen. Ismiyanti dan Hanafi (2003) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Penelitian Crutchley *et al* di dukung oleh Putri dan Nasir (2006) menyebutkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, karena semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat control eksternal terhadap perusahaan sehingga dapat mengurangi kos keagenan dan perusahaan akan cenderung memberikan deviden yang rendah.

H2 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

3. Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Kebijakan Dividen

Utang dapat digunakan dalam rangka meningkatkan nilai perusahaan. Namun, penggunaan utang yang terlalu besar akan

mengurangi laba bersih perusahaan karena akan menimbulkan beban bunga yang besar pula. Menurut (Ismiyanti dan Hanafi ,2003) menyimpulkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh 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. Penelitian (Jansen *et al*, 1992) didukung oleh Megginson (1997) serta Chen dan Stainer (1999) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang mempengaruhi kebijakan dividen secara negatif.. Gupta (2010) menyimpulkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, hal ini disebabkan karena semakin tinggi proporsi utang atau semakin meningkatnya utang yang digunakan dalam struktur modal maka semakin besar pula kewajibannya. Selain itu dengan adanya peningkatan utang maka akan meningkatkan biaya bunga atas utang tersebut. Sehingga peningkatan utang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima karena kewajiban untuk membayar bunga dan utang tersebut akan lebih diprioritaskan daripada membayar dividen. Hasil sesuai dengan teori *agency cost*, karena Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi akan berusaha untuk mengurangi hutang, sehingga untuk membiayai investasinya digunakan pendanaan dari aliran kas

internal. Pemegang saham akan merelakan aliran kas internal yang sebelumnya dapat digunakan pembayaran dividen untuk membiayai investasi. Penelitian sebelumnya juga berpendapat menyatakan bahwa leverage berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen semakin tinggi leverage keuangan maka semakin tinggi pula resiko financial yang harus ditanggung oleh perusahaan Arilaha (2009), Kristianawati (2013) dan Dewi (2008)

H3 : kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

4. Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri. Semakin tinggi rasio profitabilitas maka semakin besar dividen yang dibagikan kepada investor, Sartono (1998:130). Profitabilitas memiliki hubungan yang positif dengan kebijakan dividen (Suharli dan Oktorina, 2005). Profitabilitas memiliki korelasi positif dengan kebijakan dividen Suharli (2007).. Dividen adalah sebagian dari keuntungan bersih perusahaan, berarti dividen akan di bagikan kepada pemegang saham apabila perusahaan memperoleh laba. Dapat dikatakan bahwa keuntungan perusahaan akan sangat mempengaruhi besarnya tingkat pembayaran dividen. Hasil ini sesuai dengan teori *Bird In-The-Hand* yang menyimpulkan bahwa investor akan senang dengan pendapatan

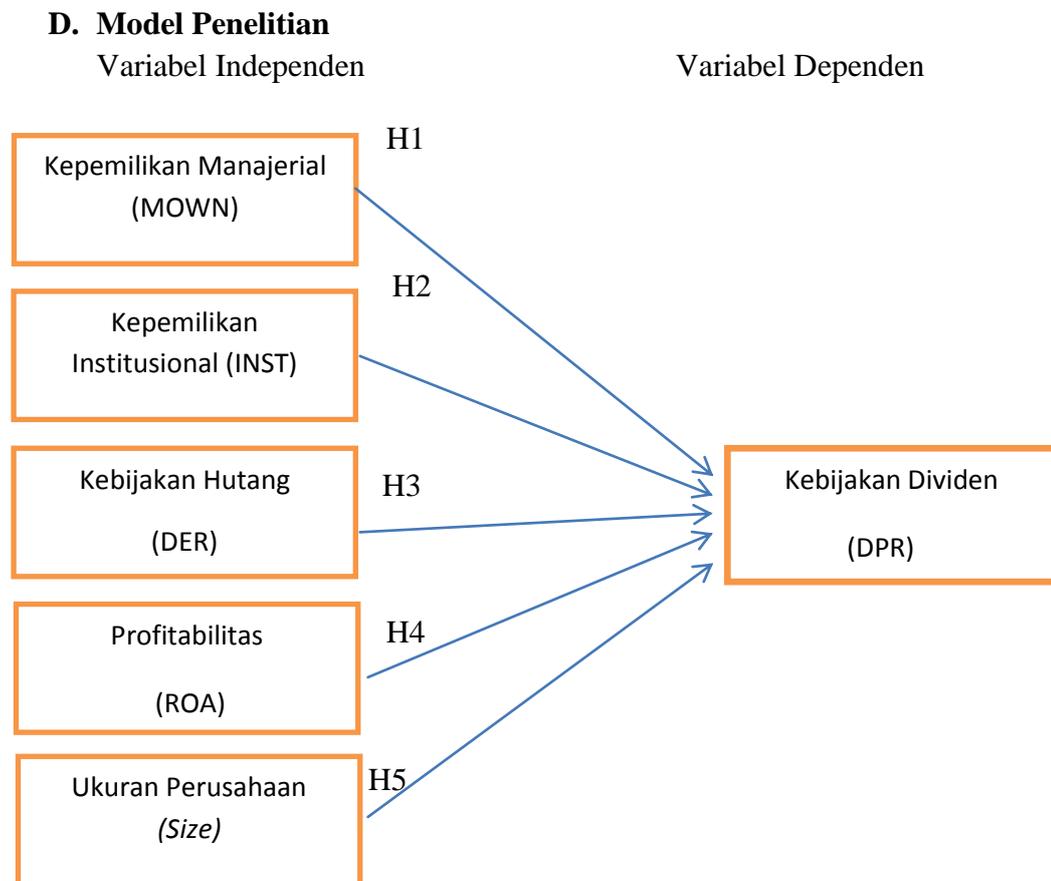
pasti berupa dividen daripada berupa *capital gain*. Meningkatnya profitabilitas akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen kepada pemegang sahamnya.

H4 : profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

5. Pengaruh ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen

Ukuran perusahaan merupakan suatu skala dimana perusahaan dapat diklasifikasikan besar kecilnya perusahaan menurut berbagai cara, antara lain total aktiva, size dan nilai saham, (Brigham dan Houston, 2011). Penelitian Vogt (1994) juga didukung oleh (Chritchley dan Hansen, 1989) serta (Chang dan Ree, 1990) yang menyatakan bahwa perusahaan besar cenderung membagikan dividen yang lebih besar daripada perusahaan kecil, karena perusahaan yang memiliki asset besar lebih mudah memasuki pasar modal, sedangkan perusahaan yang memiliki asset sedikit akan cenderung membagikan dividen yang rendah karena laba di alokasikan pada laba ditahan untuk menambah aset perusahaan.

H5 : ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen



Sumber Dewi (2008)

Gambar 1. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen