

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### A. Landasan Teori

##### 1. Dividen

Keuntungan yang diperoleh pemegang saham dapat berupa *capital gain* dan dividen. *Capital gain* adalah perolehan keuntungan dari selisih lebih antara harga jual dengan harga beli saham. Menurut Mamduh (2004) dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, disamping *capital gain*. Bagi pemegang saham, dividen merupakan satu bentuk pengembalian atas investasi mereka. Sedangkan bagi kreditur, pembagian dividen merupakan salah satu *signal* positif bahwa perusahaan mempunyai kemampuan untuk membayar bunga dan pokok pinjaman. Masyarakat umum juga memandang bahwa perusahaan yang mampu membayar dividen sebagai perusahaan yang memiliki kredibilitas.

Dividen sangatlah dibutuhkan atau diharapkan oleh investor artinya para investor mengharapkan pembagian laba dari laba yang diperoleh perusahaan. Menurut Suad (1994) Bahwa perusahaan bisa membagikan dividen bukan dalam bentuk dividen kas atau dividen tunai tetapi bisa juga dalam bentuk dividen saham dikenal dengan *stock dividend*. Menurut Mamduh (2004) ada beberapa tipe dividen yaitu dividen kas dan dividen *non* kas. Dividen *non* kas meliputi dividen saham

Kebijakan dividen merupakan salah satu faktor penting yang harus diperhatikan oleh manajemen dalam mengelola perusahaan. Hal ini karena kebijakan dividen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap banyak pihak, baik perusahaan yang dikelola itu sendiri, maupun pihak lain seperti pemegang saham dan kreditur. Bagi perusahaan, pembagian dividen akan mengurangi kas perusahaan sehingga dana yang tersedia untuk membiayai kegiatan operasi maupun investasi akan berkurang.

Menurut Agus (2001) 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 investasi dimasa datang. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya mengurangi total sumber dana internal. Sebaiknya jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana internal akan semakin besar. Dengan demikian kebijakan dividen harus dianalisis dalam kaitannya dengan keputusan pembelanjaan atau penentuan struktur modal secara keseluruhan.

Menurut Eugene (2001) kebijakan dividen tunai adalah suatu keputusan tentang seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen tunai dari pada ditahan untuk di investasikan kembali dalam perusahaan. Dalam prakteknya pembagian dividen dikaitkan dengan laba yang diperoleh perusahaan dan tersedia bagi pemegang saham. Dana

yang bisa dibagikan sebagai dividen merupakan kelebihan dana yang diperoleh dari operasi perusahaan. Menurut Eugene (2001) laba ditahan merupakan laba yang belum dibayarkan sebagai dividen. Setiap tingkat laba tertentu, semakin tinggi rasio pembayaran dividen, semakin rendah jumlah laba ditahan. Menurut Suad (1994) laba bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk di investasikan kembali.

Keputusan dividen perusahaan adalah penting bagi manajer keuangan karena menentukan:

- a. Jumlah keuntungan yang akan dibagikan kepada pemegang saham.
- b. Jumlah keuntungan yang akan dipertahankan dalam perusahaan.

Ada hubungan timbal balik antara dividen kas dan laba ditahan.

Sementara mengambil keputusan dividen manajemen memperhitungkan efek dari keputusan pada maksimalisasi kekayaan pemegang saham. Dari beberapa pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen adalah kebijakan pembagian pendapatan yang harus diikuti dalam membuat keputusan dividen yaitu akan dibagikan atau ditahan. Menurut Mamduh (2004) terkait dengan kronologi kebijakan dividen ada 4 tanggal penting yaitu tanggal pengumuman, tanggal *ex-dividend*, tanggal pencatatan, dan yang terakhir adalah tanggal

Menurut Suad (1994) dalam menentukan kebijakan dividen perlu memperhatikan faktor-faktor sebagai berikut:

- a. Tidak benar bahwa perusahaan seharusnya membagikan dividen sebesar besarnya.
- b. Karena ada keenganan untuk menurunkan pembayaran dividen perlembar saham, ada baiknya kalau perusahaan menentukan dividen dalam jumlah yang tidak terlalu besar.
- c. Apabila memang perusahaan menghadapi kesempatan investasi yang menguntungkan, lebih baik perusahaan mengurangi pembayaran dividen.
- d. Kalau pemodal menjual saham, mereka akan terkena biaya transaksi. Dengan demikian, kalau tidak ada faktor pajak, menerima dividen akan lebih menguntungkan dari pada memperoleh *capital gain*. Karena itulah sekelompok pemodal mungkin memilih saham yang membagikan dividen secara teratur.
- e. Karena pemodal juga membayar pajak penghasilan, maka bagi pemodal yang sudah berada dalam *tax bracked* yang tinggi, mungkin lebih memilih untuk tidak menerima dividen dan memilih

Menurut Munawir (2008) rasio kebijakan dividen (*dividend policy*) yang meliputi dua rasio *dividend yield* dan *dividend payout ratio* (DPR).

a. *Dividend yield*

Menurut Munawir (2008) *dividend yield* mengindikasikan hubungan antara dividen perlembar saham dengan harga pasar perlembar saham.

b. *Dividend payout ratio* (DPR)

Menurut Munawir (2008) *Dividen Payout Ratio* (DPR) mengukur bagian laba yang diperoleh untuk perlembar saham umum yang akan dibayarkan dalam bentuk dividen.

## 2. Teori Kebijakan Dividen

Menurut Mamduh (2004) kebijakan dividen akan membahas tentang kebijakan dividen tidak relevan, kebijakan dividen relevan dan dividen residual.

a. Teori ketidakrelevan dividen (*dividend irrelevance theory*)

Menurut Mamduh (2004) argumen ketidakrelevannya kebijakan dividen mengasumsikan pasar yang sempurna dan efisien.

Miller dan Modigliani (MM) mengajukan argumen bahwa kebijakan

Menurut Miller dan Modigliani (MM) mengemukakan beberapa asumsi sebagai



nilai yang tinggi dibandingkan pendapat *capital gain* karena dividen lebih pasti dibandingkan *capital gain*. Argumen ini mengatakan bahwa membayar dividen tinggi akan mengurangi ketidakpastian, mengurangi konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham, dan efek pajak.

Menurut Agus (2001) Investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen dari pada menunggu *capital gain*. Jadi, pendapat Gordon-Lintner ini oleh Modigliani-Miller (MM) diberi nama *the bird in the hand fallacy*. Gordon-Lintner beranggapan bahwa investor memandang satu burung di tangan lebih berharga dari pada seribu burung di udara. Gordon-Lintner beranggapan investor jauh lebih menghargai pendapatan yang diharapkan dari dividen dari pada pendapatan yang diharapkan dari keuntungan modal.

Argumen ini berpendapat sebaiknya dividen dibayarkan tinggi. Argumen yang mendasari dividen dibayarkan tinggi adalah mengurangi ketidakpastian, mengurangi konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham, dan yang terakhir efek pajak.

#### a) Mengurangi ketidakpastian

Dividen yang tinggi akan membantu mengurangi ketidakpastian. Beberapa tipe investor akan menyukai

pendapat ini. Karena dividen diterima saat ini



## 2) Dividen dibayar rendah

Investor yang tidak menyukai risiko mensyaratkan semakin tinggi risiko suatu perusahaan semakin tinggi keuntungan yang diinginkan. Dividen yang ada ditangan mempunyai nilai yang lebih tinggi dari pada *capital gain* pada masa mendatang. Dengan demikian, investor yang menghindari risiko menuntut dividen yang tinggi. Semakin tinggi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham mengakibatkan berkurang pendapatan yang diperoleh perusahaan, semakin banyak yang dialokasikan untuk dividen dibandingkan untuk laba ditahan. Laba ditahan yang rendah mengakibatkan kesempatan investasi menjadi berkurang. Di sisi lain, perusahaan dituntut untuk terus tumbuh maka perusahaan harus dapat melaksanakan ekspansi dengan melaksanakan investasi yang ada.

Argumen ini berpendapat sebaiknya dividen dibayarkan rendah. Argumen yang mendasari dividen dibayarkan rendah adalah efek pajak dan biaya emisi (*floatation costs*).

### a) Efek pajak

Pajak untuk *capital gain* lebih rendah dibandingkan dengan pajak untuk dividen. Disamping itu, pajak atas *capital gain* akan efektif jika *capital gain* tersebut direalisasikan (saham dijual). Dengan kata lain pajak efektif atas *capital*



- 2) Menentukan jumlah saham yang diperlukan untuk membiayai investasi baru tersebut dan menjaga struktur modal yang ideal (target).
- 3) Menggunakan dana internal untuk mendanai kebutuhan dana dari saham tersebut.
- 4) Membayarkan dividen hanya jika ada sisa dari dana internal, setelah semua usulan investasi dengan NPV positif didanai.

Sehingga apabila perusahaan sejalan dengan kebijakan dividen residual, maka besarnya pembayaran dividen akan cenderung fluktuatif. Pada saat tidak ada kesempatan investasi yang menguntungkan, pembagian dividen akan cenderung besar. Pada saat banyak kesempatan investasi yang menguntungkan pembayaran dividen akan cenderung rendah.

Adapula teori lain yang berkaitan dengan kebijakan dividen:

a. Teori Keagenan

Menurut Mamduh (2004) konflik antara pemegang saham dengan manajer erat kaitannya dengan konsep *free-cash flow*. *Free-cash flow* merupakan aliran kas yang tersisa sesudah semua usulan investasi dengan NPV positif didanai. Karena perusahaan tidak mempunyai lagi kesempatan investasi yang menarik. *Free-cash flow* sebaiknya dibagikan ke pemegang saham dan pemegang saham sendiri dibiarkan untuk menginvestasikan kelebihan kas tersebut

Tetapi ada kecenderungan manajer tertarik menahan sumber daya (termasuk *free-cash flow*).

Teori keagenan menyatakan bahwa di dalam suatu perusahaan terdapat dua kepentingan berbeda yaitu kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham. Manajemen perusahaan memiliki kecenderungan untuk berperilaku oportunistik demi kepentingannya sendiri, dan sering tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Tindakan manajer yang oportunistik tersebut dapat berakibat pada meningkatnya konflik keagenan.

Menurut Agus (2001) suatu hal penting dalam manajemen keuangan, bahwa tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Tetapi, dalam kenyataannya tidak jarang manajer memiliki tujuan lain yang mungkin bertentangan dengan tujuan utama tersebut. *Agency problem* biasanya terjadi antara manajer dan pemegang saham. *Agency Problem* potensial untuk terjadi dalam perusahaan dimana manajer memiliki kurang dari seratus persen saham perusahaan. Dalam perusahaan perseorangan, pemilik sekaligus sebagai manajer akan selalu bertindak memaksimalkan kemakmuran mereka, dan meminimumkan pengeluaran yang tidak diperlukan. Tetapi, jika pemilik perusahaan kemudian menjual sebagian saham kepada investor lain maka akan memunculkan *agency problem*. Di

proporsi kepemilikan perusahaan oleh manajer relatif kecil. Dan kenyataannya tidak jarang tindakan manajer bukannya memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melainkan memperbesar skala perusahaan dengan cara ekspansi atau membeli perusahaan lain. Alasannya yang pertama untuk meningkatkan keamanan posisi manajer dari ancaman pengambilalihan oleh perusahaan lain. Alasan yang kedua untuk meningkatkan *power*, status, dan gaji manajer.

Berdasarkan teori keagenan diketahui bahwa kepentingan manajer selalu pengelola perusahaan akan dapat berbeda dengan kepentingan pemegang saham. Manajer dapat mengambil tindakan yang diperlukan untuk mengutamakan kepentingan pribadi dan berlawanan dengan kepentingan pemegang saham.

b. *Signaling Theory*

*Signaling Theory* menjelaskan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan *signal* kepada pengguna laporan keuangan. Pemberian *signal* dilakukan oleh manajer untuk mengurangi asimetri informasi dan pihak-pihak yang berkepentingan dengan informasi tersebut. Menurut Rosse (1977) dalam Mamduh (2004) perusahaan yang mempunyai prospek yang baik kedepannya cenderung mengkomunikasikan berita tersebut kepada para investor. Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis

untuk keadaan masa lalu, saat ini, maupun keadaan masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup suatu perusahaan.

Salah satu jenis informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan yang dapat menjadi *signal* bagi pihak di luar perusahaan, terutama bagi pihak investor adalah laporan tahunan. Informasi yang diungkapkan dalam laporan tahunan dapat berupa informasi akuntansi yaitu informasi yang berkaitan dengan laporan keuangan dan informasi non-akuntansi yaitu informasi yang tidak berkaitan dengan laporan keuangan. Laporan tahunan hendaknya memuat informasi yang relevan dan mengungkapkan informasi yang dianggap penting untuk diketahui oleh pengguna laporan baik pihak dalam maupun pihak luar. Informasi yang lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor di pasar modal sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi.

Menurut Jogiyanto (2009) informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan *signal* bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Pada waktu informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai berita baik (*good news*) atau berita buruk (*bad news*).

### 3. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Menurut Mamduh (2004) faktor-faktor yang perlu dipertimbangkan dalam penentuan kebijakan dividen antara lain:

a. Kesempatan Investasi

Semakin besar kesempatan investasi maka, semakin sedikit dividen yang akan dibayarkan dan begitu sebaliknya.

b. Profitabilitas

Perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang baik maka, semakin besar dividen yang akan dibayarkan dan begitu sebaliknya.

c. Likuiditas

Perusahaan yang mempunyai likuiditas yang baik maka, semakin besar dividen yang akan dibayarkan dan begitu sebaliknya.

d. 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 likuiditas.

e. 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

f. Pembatasan-Pembatasan

Seringkali kontrak hutang, 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. Dalam situasi normal, atau baik, pembatas semacam itu tidak berpengaruh banyak terhadap kemampuan perusahaan membayarkan dividennya. Tetapi dalam situasi buruk, dimana aliran kas lebih kecil, pembatas tersebut akan mempengaruhi pembayaran dividen oleh perusahaan.

Didalam penelitian ini, faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen menggunakan profitabilitas dan *investment opportunity set*. Sedangkan likuiditas sebagai moderasi.

a. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan faktor yang seharusnya mendapat perhatian penting karena untuk dapat melangsungkan hidup suatu perusahaan, suatu perusahaan harus berada dalam keadaan yang menguntungkan (*profitable*). Tanpa adanya keuntungan (*profit*), maka akan sulit bagi perusahaan untuk menarik modal dari luar. Menurut Martono (2008) *profitability* atau profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba dari modal yang

(2008) profitabilitas adalah rasio yang mengukur efektifitas manajemen secara keseluruhan yang ditunjukkan oleh besar kecilnya keuntungan yang diperoleh dalam hubungannya dalam penjualan dan investasi atau menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dalam periode tertentu. Menurut Agus (2001) rasio profitabilitas adalah untuk mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan memperoleh laba. Menurut Mamduh (2004) rasio profitabilitas adalah rasio ini mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, *assets*, dan modal saham tertentu.

Menurut Agus (2001) analisis profitabilitas sangat penting bagi yang berkepentingan. Misalkan: bagi investor, bagi pemegang saham yang dapat melihat keuntungan yang benar-benar akan diterima dalam bentuk dividen. Penggunaan rasio profitabilitas dapat dilakukan dengan menggunakan perbandingan antara berbagai komponen yang ada di dalam laporan keuangan, terutama laporan keuangan neraca dan laporan laba rugi. Menurut Agus (2001) adapula manfaat rasio profitabilitas yaitu: mengetahui besarnya tingkat laba yang diperoleh perusahaan dalam satu periode, mengetahui posisi laba perusahaan tahun sebelumnya dengan tahun sekarang, mengetahui perkembangan laba dari waktu ke waktu,

dan bisa mengetahui produktivitas dari seluruh dana perusahaan yang digunakan baik modal pinjaman maupun modal sendiri.

Menurut munawir (2008) rasio yang umumnya digunakan dalam analisis profitabilitas antara lain: *net profit margin, gross profit margin, operating profit margin, total assets turnover, operating asset turnover, return on assets, return on equity, return on investment, return on total equity, return on common equity.*

#### 1) *Net profit margin*

*Net Profit Margin* menunjukkan ukuran tentang jumlah rupiah laba bersih yang diperoleh dari setiap rupiah penjualan atau menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mencetak laba bersih dengan cara menghitung penjualan dikurangi semua biaya dan pajak. Menurut Mamduh (2004) *Net Profit Margin* menghitung sejauh mana kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih pada tingkat penjualan.

Menurut Mamduh (2004) *profit margin* yang tinggi menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang tinggi pada tingkat penjualan tertentu. Secara umum, rasio yang rendah menunjukkan ketidakefisien manajemen. Rasio ini cukup bervariasi dari suatu industri ke industri lain. Jadi semakin tinggi *margin* laba bersih semakin bagus karena itu berarti perusahaan

## 2) *Gross profit margin*

*Gross profit margin* yang menerangkan jumlah dalam setiap rupiah penjualan yang terserap sebagai harga pokok penjualan dan jumlah rupiah dalam laba kotor. Penjualan dikurangi harga pokok penjualan diperoleh laba kotor (*gross profit*) atau *gross profit margin* untuk mengukur tingkat keuntungan kotor perusahaan. Menurut Munawir (2008) *gross profit margin* yang rendah dari rata-rata industri menunjukkan bahwa harga pokok penjualan relatif tinggi, atau harga jual pokok perusahaan relatif lebih rendah atau kedua-duanya.

## 3) *Operating profit margin*

Menurut Munawir (2008) *operating profit margin* digunakan untuk mengetahui seberapa besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Keuntungan tersebut dari kegiatan operasinya, utamanya dengan mengukur prosentase dari profit yang diperoleh perusahaan dari tiap penjualan sebelum dikurangi dengan biaya bunga dan pajak.

## 4) *Total assets turnover*

Menurut Munawir (2008) *total assets turnover* untuk mengukur kemampuan perusahaan menggunakan aktiva untuk mendapatkan jumlah rupiah penjualan, merupakan rasio untuk

5) *Operating asset turnover*

Menurut Munawir (2008) *operating asset turnover* untuk menganalisis perputaran aktiva dapat difokuskan hanya pada aktiva yang digunakan untuk operasi.

6) *Return on assets*

*Return on assets* untuk mengukur tingkat keuntungan yang diperoleh dengan total aktiva yang digunakan, menunjukkan kemampuan perusahaan menggunakan aktivasnya untuk memperoleh laba. Menurut Mamduh (2004) *return on assets* untuk mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih tingkat asset. Rasio yang tinggi menunjukkan efisiensi dan efektivitas pengelolaan asset, yang berarti semakin baik.

7) *Return on equity*

*Return on equity* adalah rasio antara laba setelah pajak dengan saham, yang menunjukkan besarnya laba yang tersedia untuk pemegang saham. Menurut Mamduh (2004) *return on equity* untuk mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan modal tertentu. Rasio ini merupakan ukuran profitabilitas dilihat dari sudut pandang pemegang saham. Menurut Mamduh (2004) jika *return on equity* tinggi

#### 8) *Return on investment*

Menurut Munawir (2008) *return on investment* merupakan tingkat pengembalian investasi atas investasi perusahaan pada aktiva. Rasio tersebut biasanya digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari total investasinya.

#### 9) *Return on total equity*

Menurut Munawir (2008) bila sumber dana yang dipertimbangkan hanya yang berasal dari pemegang saham (saham prioritas dan saham umum), maka rasio tersebut dinamakan *return on total equity*.

#### 10) *Return on common equity*

Menurut Munawir (2008) bila modal saham terdiri saham prioritas dan saham biasa atau saham umum, maka perhitungan tingkat kembalian atau return dapat hanya didasari pada saham biasa sehingga rasio disebut *return on common equity*.

#### b. *Investment Opportunity Set*

Menurut Suad (2005) suatu investasi dikatakan menguntungkan apabila investasi tersebut dapat membuat pemodal menjadi lebih kaya setelah melakukan investasi. Menurut Martono (2008) investasi yang menguntungkan adalah investasi yang menghasilkan modal perusahaan

Menurut Jogiyanto (2009) investasi merupakan penundaan konsumsi sekarang untuk dimasukkan ke aktiva produktif selama periode waktu yang tertentu dan mengharapkan keuntungan dimasa yang akan datang. Jadi, investasi merupakan menanamkan dana saat ini dan mengharapkan keuntungan yang lebih di masa mendatang.

Menurut Martono (2008) penanaman modal dapat dilakukan pada aktiva riil dan aktiva finansial. Aktiva riil merupakan aktiva yang bersifat fisik atau dapat dilihat jelas secara fisik. Misalnya persediaan barang, gedung, tanah dan bangunan. Sedangkan aktiva finansial merupakan aktiva berupa surat-surat berharga, seperti saham dan obligasi. Menurut Agus (1994) Investasi dibedakan menjadi tiga yaitu investasi jangka pendek, investasi jangka menengah, investasi jangka panjang. Investasi jangka pendek yaitu investasi yang berumur kurang dari satu tahun. Investasi jangka menengah yaitu investasi yang berumur antara satu sampai lima tahun dan investasi jangka panjang yaitu investasi yang berumur lebih dari lima tahun.

Menurut Suad (1992) Hampir semua kesempatan investasi mempunyai risiko. Apakah investasi itu berupa mendirikan usaha fotokopi, mendirikan pabrik tekstil, usaha jasa angkutan dan sebagainya. Demikian juga apakah menanamkan dana pada *financial assets* dengan cara membeli surat-surat berharga yang dikeluarkan perusahaan, akan selalu dihadapi pada faktor risiko. Risiko

berbeda. Ketika suatu investasi mempunyai risiko yang lebih tinggi, tidak akan ada investor yang bersedia mengambil kesempatan investasi tersebut. Para investor selalu lebih suka untuk memilih investasi yang memberikan keuntungan yang lebih besar dengan risiko yang sama, atau keuntungan yang sama dengan risiko yang lebih kecil. Menurut Suad (1998) ada beberapa jenis investasi yang dirasakan berisiko tinggi, ada pula yang dinilai berisiko rendah. Meskipun demikian selalu ada risiko didalam investasi tersebut. Pengambilan keputusan yang tidak tepat dalam investasi tersebut akan berakibat terganggunya pencapaian tujuan perusahaan.

Menurut Gaver dan Gaver (1993) *investmen opportunity set* (IOS) merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan oleh manajemen dimasa yang akan datang, dan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar. Menurut Jogiyanto (2003) kesempatan investasi atau *investment opportunity set* menjelaskan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan. *Investment opportunity set* tidak hanya menunjukkan pada peluang investasi tradisional seperti eksplorasi mineral tetapi, pilihan pembelanjaan lainnya seperti periklanan yang akan digunakan dimasa depan untuk menjamin keberhasilan perusahaan.

*Investment opportunity set* perusahaan terdiri dari beberapa

... yang memberikan pertumbuhan bagi perusahaan

maka *Investment opportunity set* dapat menjadi pemikiran sebagai prospek pertumbuhan perusahaan. *Investment opportunity set* sebagai dasar menentukan klasifikasi pertumbuhan perusahaan di masa depan dan *Investment opportunity set* adalah peluang investasi yang berfungsi sebagai prediktor pertumbuhan perusahaan. Suatu pertumbuhan merupakan suatu yang diharapkan yang diinginkan oleh pihak perusahaan baik itu pihak internal perusahaan seperti manajemen maupun pihak eksternal perusahaan seperti investor dan kreditur. Prospek perusahaan yang bertumbuh bagi investor merupakan suatu prospek yang menguntungkan, karena investasi yang ditanamkan diharapkan akan memberi *return* yang tinggi. Peluang pertumbuhan perusahaan tersebut terlihat pada kesempatan investasi yang diukur dengan berbagai macam kombinasi *investment opportunity set*.

Menurut Kallapur dan Tromble (1999) pertumbuhan perusahaan dengan nilai IOS yang telah digunakan peneliti secara umum dapat diklasifikasikan menjadi 3 kelompok, berdasarkan faktor-faktor yang digunakan dalam mengukur nilai-nilai IOS tersebut. Klasifikasi tersebut sebagai berikut:

- 1) IOS berbasis harga

Prospek pertumbuhan pada perusahaan tercermin pada

.....

nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva-aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dibandingkan perusahaan yang tidak tumbuh. Rasio ini dibentuk dari rasio yang menggabungkan nilai pasar dengan nilai *assets in place*. IOS berbasis harga terdiri dari: *Market Value Equity to Book Value Equity* (MVE/BVE), *Market Value Assets to Book Value Assets* (MVA/BVA), *Property, Plant, and Equipment to Book Value of Assets* (PPE/BVA).

a) *Market Value Equity to Book Value Equity* (MVE/BVE)

*Market value to book of equity* (MVE/BVE) merupakan IOS berbasis harga, yang artinya perbandingan antara total nilai saham yang beredar dengan keseluruhan ekuitas perusahaan. Menurut Kallapur dan Tomble (1993) rasio ini didasari pada pasar menilai *return* atas investasi dimasa depan akan lebih besar dari *return* yang diharapkan ekuitasnya. Perusahaan yang mempunyai MVE/ BVE yang tinggi akan memiliki pertumbuhan aktiva dan ekuitas yang besar.

b) *Market Value Assets to Book Value Assets* (MVA/BVA)

*Market Value Assets to Book Value Assets* (MVA/BVA) merupakan IOS berbasis harga, yang artinya

perbandingan antara nilai buku asset perusahaan dengan

nilai pasar dari *asset* perusahaan tersebut. Menurut Kallapur dan Trombley (1993) penilaian harga pasar dari *asset* dilakukan dengan asumsi bahwa nilai pasar *asset* merupakan juga nilai pasar dari perusahaan itu sendiri, sehingga rumusan nilai pasar *asset* sama dengan rumusan nilai pada perusahaan, yaitu nilai buku total *asset* dikurangi dengan nilai buku ekuitas, ditambah dengan perkalian antar jumlah lembar saham beredar dengan harga penutupan saham.

c) *Property, Plant, and Equipment to Book Value of Assets*  
(PPE/BVA)

*Property, Plant, and Equipment to Book Value of Assets* (PPE/BVA) merupakan IOS berbasis harga. Menurut Kallapur dan Tomble (1993) rasio ini dapat menunjukkan adanya investasi aktiva tetap yang produktif. Rasio ini menunjukkan investasi aktiva tetap pada *Property, Plant, and Equipment* dimasa lalu.

2) IOS berbasis investasi

Suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif pada nilai IOS suatu perusahaan. Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberikan peluang investasi

yang bersangkutan. Jadi, suatu perusahaan yang memiliki IOS yang tinggi seharusnya memiliki tingkat investasi yang tinggi juga. IOS berbasis investasi terdiri dari: *Capital Expenditure to Book Value of Assets (CAP/BVA)*, *Capital Expenditure to Market Value of Assets (CAP/MVA)*.

a) *Capital Expenditure to Book Value of Assets (CAP/BVA)*

*Capital Expenditure to Book Value of Assets (CAP/BVA)* merupakan IOS berbasis investasi. Menurut Imam dan Indra (2001) dalam Ida (2009) rasio ini menunjukkan aliran tambahan modal saham perusahaan. Melalui tambahan modal perusahaan ini, perusahaan dapat memanfaatkannya untuk tambahan investasi aktiva produktivitasnya, sehingga potensi pertumbuhan perusahaan dapat meningkat.

b) *Capital Expenditure to Market Value of Assets (CAP/MVA)*

*Capital Expenditure to Market Value of Assets (CAP/MVA)* merupakan IOS berbasis investasi. Menurut Imam dan Indra (2001) dalam Ida (2009) rasio ini menunjukkan aliran tambahan modal saham perusahaan. Melalui tambahan modal perusahaan ini, perusahaan dapat

produktivitasnya, sehingga potensi pertumbuhan perusahaan dapat meningkat

### 3) IOS berbasis varian

Suatu opsi akan menjadi lebih bernilai sebagai variabilitas dari return dengan mendasari pada peningkatan asset sebagai ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi tumbuh sehingga akan direspon positif oleh pasar karena diharapkan akan memberikan keuntungan dengan menghasilkan return yang tinggi. IOS berbasis varian adalah: variabilitas *return* yang mendasari peningkatan aktiva.

#### a) *Variance of Total Return* (VARRET)

Merupakan variasi *return* yang diperoleh investor. Semakin besar varians *return*, semakin besar penyebaran nilai *return* dan semakin besar pula ketidakpastian atau risiko dari suatu investasi.

#### c. Likuiditas

Likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan yang harus segera diselesaikan pada saat ditagih. Jika perusahaan memiliki kemampuan membayar kewajiban jangka pendeknya atau perusahaan yang mampu memenuhi kewajibannya pada saat ditagih berarti perusahaan tersebut berada dalam keadaan *likuid*. Sebaliknya apabila perusahaan tidak

tersebut dikatakan dalam keadaan *unlikuid*. Perusahaan dikatakan dapat memenuhi kewajiban keuangan tepat pada waktunya apabila perusahaan mempunyai aktiva lancar lebih besar dari pada hutang lancarnya.

Menurut Martono (2008) likuiditas yaitu kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan (*financial*) jangka pendek atau yang segera dipenuhi. Menurut Munawir (2008) likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya yang harus segera ditempuh dalam jangka pendek atau pada saat jatuh tempo. Menurut Zuliani (2000) memenuhi kewajiban jangka pendek misalnya membayar gaji, membayar bahan baku, dan lain sebagainya yang membutuhkan pembayaran segera atau telah jatuh tempo. Menurut Agus (2001) rasio likuiditas adalah yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban *financial* yang berjangka pendek tepat pada waktunya. Menurut Martono (2008) Kewajiban *financial* jangka pendek tersebut meliputi kewajiban untuk membayar hutang jangka pendek dan kewajiban untuk membiayai kegiatan operasi atau produksi yang ada di perusahaan. Analisis likuiditas dapat dilakukan dengan menganalisis unsur-unsur neraca yang ada pada aktiva lancar dan hutang lancar. Pada intinya likuiditas adalah kemampuan

pada waktu jatuh tempo. Likuiditas berkaitan dengan kesanggupan melunasi dari posisi keuangan secara keseluruhan dari perusahaan.

Masalah likuiditas merupakan salah satu masalah penting dalam suatu perusahaan yang relatif sulit dipecahkan. Dipandang dari sisi kreditur, perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi merupakan perusahaan yang baik, karena dana jangka pendek kreditur yang dipinjam perusahaan dapat dijamin oleh aktiva lancar yang jumlah relatif lebih banyak. Tetapi, jika dipandang dari segi manajemen, perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi menunjukkan kinerja manajemen yang kurang baik, karena likuiditas yang tinggi menunjukkan adanya saldo kas yang menganggur, persediaan yang relatif berlebihan.

Menurut Munawir (2008) alat ukur likuiditas yang dapat mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya yang jatuh tempo, terdiri dari: *cash ratio*, *quick ratio*, *current ratio*.

#### 1) *Cash ratio*

Menurut Munawir (2008) *cash ratio* adalah membandingkan rasio

... ditambah aset berespa dengan hutang lancar

2) *Quick ratio (acid-test ratio)* (rasio sangat lancar)

Menurut Munawir (2008) *quick ratio* adalah membandingkan rasio antara jumlah aktiva lancar dikurangi persediaan dengan jumlah hutang lancar.

3) *Current ratio* (rasio lancar)

Menurut Mamduh (2004) *current ratio* mengukur kemampuan perusahaan memenuhi hutang jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancar. Menurut Agus (1994) aktiva lancar yang terdiri dari kas, surat berharga, piutang, dan persediaan sedangkan hutang lancar terdiri dari hutang dagang, hutang wesel, hutang pajak, hutang gaji, dan hutang jangka pendek lainnya.

## B. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian sebelumnya telah dilakukan untuk mengetahui pengaruh dari kebijakan dividen tunai. Elyzabet (2009) melakukan penelitian tentang Pengaruh Profitabilitas Dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen: Studi Empirik Pada Emiten Pembentuk Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia. Profitabilitas di ukur dengan ROA, sedangkan kesempatan investasi di ukur dengan pertumbuhan penjualan dan rasio harga terhadap nilai buku (MTBV). Hasil empiris membuktikan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Pertumbuhan penjualan tidak berpengaruh

... terhadap kebijakan dividen. Rasio harga terhadap nilai buku berpengaruh

Rini (2009) melakukan penelitian tentang Pengaruh Profitabilitas terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada Perusahaan Manufaktur di Indonesia. Hasil empiris membuktikan bahwa *Cash ratio*, NPM, ROI secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap DPR. *Cash ratio* tidak berpengaruh terhadap DPR. NPM tidak berpengaruh terhadap DPR. ROI berpengaruh terhadap DPR.

Rizal (2009) melakukan penelitian tentang Pengaruh Profitabilitas Dan *Investmen Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Tunai. Hasil empiris membuktikan bahwa Profitabilitas, IOS, dan likuiditas sebagai variabel moderasi secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai. Variabel yang dominan dalam mempengaruhi kebijakan dividen adalah profitabilitas. Variabel likuiditas merupakan variabel moderasi.

Isfenti (2008) melakukan penelitian tentang Pengaruh *Profitability* dan *Investment Oppurtunity Set* terhadap Dividen Tunai pada Perusahaan Terbuka di Bursa Efek Indonesia. *Profitability* di ukur dengan ROE dan NPM. *Investment Oppurtunity Set* di ukur dengan *Market to Book Value of Assets*(MVA/BVA), *Market to Book Value of Equity* (MVE/BVE), *Capital Addition to Book Value of Assets, Property, Plant & Equipment to the Book Value of Assets* (PPE/BVA). Hasil empiris membuktikan bahwa ROE, NPM, MVA/BVA, MVE/BE, CAP/BVA, dan PPE/BVA secara simultan berpengaruh terhadap deviden tunai. ROE berpengaruh positif terhadap dividen tunai. NPM berpengaruh positif terhadap dividen tunai. MVA/BVA

terhadap dividen tunai. CAP/BVA tidak berpengaruh terhadap dividen tunai. PPE/BVA tidak berpengaruh terhadap dividen tunai.

Sisca (2008) melakukan penelitian tentang Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen. Hasil empiris membuktikan bahwa kepemilikan manajerial semakin tinggi akan menurunkan kebijakan dividen. Kepemilikan institusional semakin tinggi akan menurunkan kebijakan dividen. Kebijakan hutang semakin tinggi akan menurunkan kebijakan dividen. Profitabilitas semakin tinggi akan menurunkan kebijakan dividen. Perusahaan besar lebih cenderung untuk menaikkan kebijakan dividen.

Michell (2007) melakukan penelitian Pengaruh *Profitability* dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat. Hasil empiris membuktikan bahwa kebijakan jumlah dividen perusahaan dipengaruhi oleh profitabilitas dan diperkuat oleh likuiditas perusahaan.

Kartika (2005) melakukan penelitian tentang Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, ROA, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen: Studi 1995-1996. Hasil empiris membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. ROA berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Ukuran perusahaan

• ..... 1. .... terhadap kebijakan dividen

## C. Hipotesis

### 1. Pengaruh *profitability* terhadap kebijakan dividen tunai

Menurut Munawir (2008) Perusahaan yang *profitable* mampu untuk membagikan dividen dan jika perusahaan mengalami kesulitan keuangan maka akan kesulitan untuk membagikan dividen. Menurut Mamduh (2004) perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang baik bisa membayar dividen atau meningkatkan dividen. Alasan untuk pembayaran dividen adalah untuk menghindari akuisisi oleh perusahaan lain, perusahaan yang mempunyai *profit* yang berlebih seiring menjadi target dalam akuisisi. Untuk menghindari akuisisi, perusahaan tersebut bisa membayar dividen, dan sekaligus juga membuat senang pemegang saham. Menurut Arthur (2005) selain itu dengan pembagian dividen yang tinggi akan mengurangi konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham.

Menurut Brigham (2001) mengatakan bahwa semakin tinggi rasio profitabilitas maka, semakin besar kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Apabila laba yang diperoleh perusahaan besar, maka dividen tunai yang akan dibagikan oleh emiten kepada investor juga semakin besar. Pembagian dividen yang besar akan menarik para investor untuk berinvestasi karena investor melihat perusahaan memiliki laba yang

Beberapa penelitian terdahulu mengemukakan bahwa semakin besar keuntungan maka semakin besar juga kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Rizal (2009) Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai. Rini (2009) mengemukakan ROI berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*. Elyzabet (2009) mengemukakan ROA berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Michell (2007) mengemukakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen tunai. Sehingga dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi rasio profitabilitas maka, semakin tinggi kemampuan perusahaan menghasilkan laba. Semakin tinggi laba maka semakin tinggi *cash flow* dalam perusahaan maka, diharapkan perusahaan akan membagikan dividen yang tinggi. Berdasarkan uraian diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 1 = *Profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen tunai.

## **2. Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan dividen tunai**

Menurut Mamduh (2004) kesempatan investasi atau *Investment Opportunity Set* (IOS) semakin besar maka, dividen yang bisa dibagikan akan semakin sedikit. Akan lebih baik jika dana ditanamkan pada

... (2005) Ketika

kesempatan investasi meningkat, *dividend payout ratio* seharusnya menurun. Hubungan terbalik seharusnya ada antara jumlah investasi dengan *expected rate of return* yang melebihi *cost of capital* dan dividen yang dibayarkan pada investor.

Menurut Suad (1994) dalam menentukan kebijakan dividen perlu memperhatikan faktor-faktor sebagai berikut salah satunya apabila perusahaan menghadapi kesempatan investasi yang menguntungkan tinggi, lebih baik perusahaan mengurangi pembayaran dividen dan ketika sedikit menghadapi kesempatan investasi maka, dividen akan cenderung dibayarkan tinggi. Jadi, ketika kondisi perusahaan yang sangat baik, maka pihak manajemen cenderung lebih memilih investasi dari pada membayarkan dividen yang sangat tinggi. Sehingga dana akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen tunai kepada pemegang saham, akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan. Jadi, Semakin besar jumlah investasi dalam satu periode tertentu, semakin kecil dividen yang dibagikan, karena perusahaan bertumbuh diidentifikasi sebagai perusahaan yang memiliki *free cash flow* rendah dan begitu sebaliknya. Untuk mensikapi adanya peluang yang semakin meningkat maka, membayarkan dividen akan menurun karena akan lebih baik jika laba ditahan dan untuk diinvestasikan. Hal ini sesuai dengan teori residual

... .. pembayaran dividen akan fluktuatif

Jadi, ketika investasi yang menguntungkan meningkat maka, dividen akan cenderung dibayarkan rendah dan begitu sebaliknya.

Penelitian yang di lakukan oleh Michell (2007) mengemukakan IOS berpengaruh negatif terhadap kebijakan deviden tunai. Jadi, dapat disimpulkan bahwa perusahaan dengan tingkat kesempatan investasi yang tinggi maka dividen yang akan dibagikan akan rendah. Sehingga adanya kesempatan investasi dapat mempengaruhi dividen yang diterima pemegang saham dan perusahaan yang bertumbuh memerlukan ketersediaan dana yang berbeda dari pada perusahaan yang tidak bertumbuh. Sehingga hal tersebut akan berpengaruh terhadap kebijakan dividen yang akan diambil oleh perusahaan. Berdasarkan uraian diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 2 = *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tunai.

### **3. Pengaruh *profitability* terhadap kebijakan dividen tunai dimana likuiditas sebagai variabel moderasi.**

Profitabilitas sangat dibutuhkan apabila hendak membayarkan dividen tunai. Ketika perusahaan dengan *profit* yang tinggi dan akan semakin kuat apabila ditambah dengan likuiditas yang tinggi. Menurut Agus (1994) likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama

keluar maka, semakin besar posisi kas perusahaan dan likuiditas perusahaan berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Sehingga kemampuan membayarkan dividen pada perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan semakin meningkat apabila ditambah dengan likuiditas yang baik. Penelitian yang dilakukan oleh Rizal (2009) dan Michell (2007) mengemukakan Likuiditas merupakan pemoderasi pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen tunai. Jadi likuiditas diharapkan dapat memperkuat variabel profitabilitas. Berdasarkan uraian diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 3 = *Profitability* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen tunai dimana likuiditas sebagai variabel moderasi.

#### **4. Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan dividen tunai dimana likuiditas sebagai variabel moderasi.**

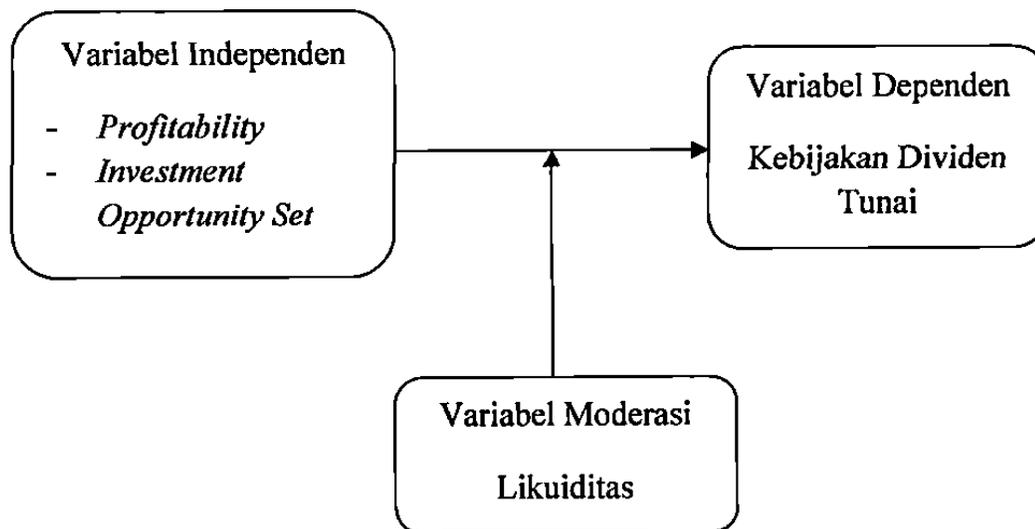
Perusahaan tidak hanya fokus terhadap pembagian jumlah dividen yang tinggi. Perusahaan juga harus memperhatikan peluang yang ada. Jika, perusahaan menghadapi kesempatan investasi yang menguntungkan. Pastinya pihak perusahaan tidak akan menyia-nyiakan kesempatan tersebut. Ketika perusahaan yang menginvestasikan dana lebih banyak

akan cenderung jumlah dividen tunai yang dibagikan kepada

pemegang saham berkurang. Namun, likuiditas yang baik mampu mengeliminir (memperlemah) hipotesis tersebut karena saat itu perusahaan dapat menunda pembayaran hutang jangka pendeknya. Berdasarkan uraian diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

Hipotesis 4 = *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen tunai dimana likuiditas sebagai variabel moderasi.

#### D. Model Penelitian



Gambar 2.1

Pengaruh *profitability* dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen

... ..