

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **2.1 Tinjauan Penelitian Sebelumnya**

Penelitian yang dilakukan oleh Nuringsih (2005) tentang Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen Studi 1995-1996. Penelitian ini menggunakan data sekunder laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar dalam *Indonessai Capital Market Directory* tahun periode 1995-1996. Dengan waktu dua tahun penelitian sebelum terjadinya krisis ekonomi, teknik pengumpulan data yang digunakan yaitu menggunakan *purposive sampling method* dengan kriteria sampel yang telah ditentukan, selanjutnya untuk mengatasi keterbatasan data yang terjadi karena perusahaan di Indonesia pada saat itu tidak mengeluarkan kebijakan *manajerial ownership* dan tidak banyak perusahaan membayar diviiden, peneliti menggunakan *pooled data* dan menghasilkan data sebanyak 60 sampel yang akan diuji nantinya. *Grand theory* yang digunakan dalam penelitian ini adalah *dividen irrelevant theory*, *the bird in the hand theory*, dan *the tax preference theory*.

Dengan menggunakan meodel regresi linier berganda dapat diketahui bahwa pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen berpengaruh positif, hasil ini menunjukkan bahwa semakin besar keterlibatan manajer sebagai pemilik saham perusahaan menyebabkan aset yang dimiliki tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga menginginkan dividen yang semakin besar. Sebaliknya, variabel

utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, hal ini menunjukkan bahwa pada tingkat penggunaan utang yang tinggi (rata-rata rasio utang 52,32%), perusahaan cenderung membayar dividen rendah (rata-rata rasio dividen 35%). Variabel ROA menunjukkan arah negatif terhadap kebijakan dividen. Pada kondisi tersebut perusahaan menghadapi profitabilitas rendah sehingga untuk menjaga reputasi perusahaan membayar dividen besar, sebaliknya pada perusahaan dengan profitabilitas tinggi cenderung membayar dividen rendah dikarenakan perusahaan akan mengalokasikan keutang pada laba ditahan untuk kepentingan ekspansi dimasa depan. Variabel *firm size* menunjukkan pengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Putrid an Nasir (2006) dengan judul Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan. Model penelitian ini terdiri dari lima persamaan pada lima variabel endogen dan tujuh variabel eksogen. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur terdaftar di BEJ selama tahun 2000-2004 dengan jumlah 758 populasi, dengan menggunakan metode *purposive sampling* diperoleh data perusahaan sebanyak 166 yang memenuhi kriteria. Uji hipotesis dalam penelitian ini menggunakan model persamaan *two stage least square* dan uji hausman. Teori dalam penelitian ini mengacu pada *agency theory*.

Penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa kepemilikan isntitusional secara statistik berpengaruh positif signifikan terhadap kepemilikan manajerial, kebijakan pengambilan risiko berpengaruh negatif signifikan terhadap

kepemilikan manajerial, kebijakan hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap kepemilikan manajerial, ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan institusional, risiko berpengaruh positif tapi tidak signifikan terhadap kepemilikan institusional, kebijakan hutang berpengaruh positif tapi tidak signifikan, kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan institusional, profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kepemilikan institusional. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko, kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap risiko, kebijakan hutang tidak berpengaruh signifikan terhadap risiko, kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap risiko, ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap risiko. Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang, kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, kebijakan pengambilan risiko berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang, kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang, *free cash flow* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang. Kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, kebijakan pengambilan risiko berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Dewi (2008) telah melakukan penelitian tentang Pengaruh Kepemilikan Manajerial, kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan

Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen dengan menggunakan sampel 32 perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta yang mempunyai *earnings after tax* positif secara berturut-turut dari tahun 2002-2005 setelah melalui *purpose sampling*. Pengumpulan data menggunakan metode *pooled data* dan *grand theory* yang digunakan dalam penelitian ini adalah *agency theory*.

Peneliti ini mendapatkan bukti empiris bahwa perusahaan dengan kepemilikan saham oleh managerial yang bernilai negatif (-0,059) dan signifikan pada *p-value* di bawah 0,01 ( $p=0,068$ ), kepemilikan saham oleh institusional yang bernilai negatif (-0,204) dan signifikan pada *p-value* di bawah 0,5 ( $p=0,048$ ), kebijakan hutang yang bernilai negatif (-0,198) dan signifikan pada *p-value* dibawah 0,5 ( $p=0,009$ ), dan profitabilitas yang bernilai negatif (-0,658) dan signifikan pada *p-value* di bawah 0,5 ( $p=0,034$ ) menunjukkan bahwa jika keempat variabel tersebut semakin tinggi akan menurunkan kebijakan dividen. Berbeda dengan variabel yang terakhir yaitu ukuran perusahaan menunjukkan arah yang positif dan signifikan, hal ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin tinggi kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Sugeng (2009) mengenai Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen dengan menggunakan populasi laporan keuangan perusahaan yang sedang melakukan pembayaran dividen pertama setelah *Initial Public Offering* (IPO) yang tercatat di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dalam rentang 1990-2002, peneliti tidak memasukkan sampel pada tahun periode 1995-1998 dikarenakan pada saat itu terjadi krisis ekonomi yang sangat tajam sehingga dianggap oleh para ahli telah mengakibatkan

kinerja perusahaan tidak normal. Pengambilan sampel diambil secara *purposive* berdasarkan kriteria yang telah ditentukan oleh peneliti dan setelah dikurangi dengan tahun periode yang dikeluarkan dari sampel, ukuran sampel final sebanyak 180 perusahaan. Penelitian ini menguji *agency theory* dimana *agency problem* tidak hanya timbul antara manajer dengan investor melainkan juga bisa timbul antara pihak investor dengan kreditor mengenai relevansi struktur modal.

Variabel Struktur Kepemilikan dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan dua indikator yaitu *insiders' ownership* dan *institutional ownership*. Variabel Struktur Modal diukur dengan menggunakan tiga indikator yaitu *leverage*, *debt to equity*, dan *collateralizable asset*. Sedangkan variabel Kebijakan Inisiasi Dividen diukur dengan menggunakan tiga indikator yaitu *dividen payout ratio*, *dividen yield*, dan *dividen per share*. Dengan menggunakan *Structural Equation Model* (SEM) untuk menguji hipotesis, hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa pengaruh struktur kepemilikan terhadap inisiasi dividen menghasilkan koefisien negatif -0,02. Walaupun arah hubungan yang dihasilkan sesuai dengan prediksi teoritik yang ada namun koefisien tersebut tidak signifikan sehingga menghasilkan penolakan terhadap hipotesis yang menyatakan bahwa variabel struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan inisiasi dividen. Sedangkan berbanding terbalik dengan pengujian dari pengaruh struktur modal terhadap kebijakan inisiasi dividen menghasilkan koefisien positif 0,35 dan signifikan, namun arah hubungan tersebut bertolak belakang dengan prediksi teoritik yang ada, atas dasar ini maka struktur modal berpengaruh signifikan

terhadap kebijakan inisiasi dividen tetapi dengan arah hubungan yang berbeda dengan argument teori yang ada.

Penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi (2013) tentang Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan merupakan penelitian yang menggunakan data sekunder dari laporan keuangan pada BEJ dan Pusat Pengembangan Akuntansi Universitas Gajah Mada. Populasi dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ, dengan menggunakan metode *purposive sampling* diperoleh sampel sebanyak 136 perusahaan dengan jumlah observasi 546 yang terdiri dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEK tahun periode 1998-2001. *Grand theory* dari penelitian ini adalah *agency theory*.

Analisis simultan dalam penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa kebijakan utang berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial, kebijakan dividen tidak berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial, tingkat risiko tidak berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kepemilikan manajerial. Kebijakan utang berpengaruh signifikan terhadap penerimaan risiko, kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap risiko, kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap risiko, kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap risiko. Risiko berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang, kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang, kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang, kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang,

profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang, aset tetap tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan utang. Risiko tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, kebijakan utang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, peluang investasi berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Risiko berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan institusional, kebijakan utang berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan institusional, kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan institusional, profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan institusional, beta berpengaruh signifikan terhadap kepemilikan institusional.

Penelitian yang dilakukan oleh Sulistyowati, *et al* (2014) tentang pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen merupakan jenis dari penelitian *explanatory research* dengan menggunakan teknik analisis regresi linier berganda, penelitian ini menggunakan sampel sebanyak 12 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2010-2012 melalui *purposive sampling*. Penelitian ini menggunakan *Dividen Payout Ratio* (DPR) dan *Dividen Yield* (DY) sebagai variabel independen dan *Debt Ratio* (DR), *Debt to Equity* (DE), serta *Long Term Debt to Total Asset* (LDTA) sebagai variabel independen. Grand theory

yang digunakan dalam penelitian ini adalah *agency theory* dan *debt covenant hypothesis*.

Ditemukan bahwa DR dan DER berpengaruh signifikan terhadap DPR, tetapi LDTA berpengaruh tidak signifikan terhadap DPR. DR berpengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap DPR yang mendukung pemikiran *debt covenant hypothesis*. DER berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap DPR mendukung *agency theory*. LDTA berpengaruh tidak signifikan terhadap DPR karena dividen merupakan hutang jangka pendek sehingga yang berpengaruh signifikan terhadap dividen adalah *current liabilities*. DR dan LDTA berpengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap DY mendukung pemikiran *debt covenant hypothesis*. DER berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap DY mendukung *agency theory*. DER merupakan variabel yang paling berpengaruh dominan terhadap DPR dan DY.

Penelitian yang dilakukan oleh Anhar dan Abdullah (2014) dengan judul Analisis Pengaruh *Return On Asset*, *Debt To Total Asset* dan *Debt To Equity Ratio* Terhadap *Dividen Payout Ratio* pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2009-2011 dengan menggunakan populasi dari perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2009-2011 dan metode pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling* sehingga terdapat 20 perusahaan yang memenuhi kriteria sampel perusahaan penelitian. Teknik analisis data menggunakan uji regresi linier berganda. *Grand theory* dalam penelitian ini adalah *signaling hypothesis*

Hasil dari penelitian ini membuktikan secara empiris bahwa *return on asset* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividen payout ratio*, *debt to total asset* tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividen payout ratio*, *debt to equity ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividen payout ratio*.

**Tabel 2.1**  
**Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu**

No	Peneliti	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
1	Kartika Nuringsih (2005)	Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, ROA, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen : Studi 1995-1996	Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap kebijakan dividen, variabel kebijakan hutang dan ROA berpengaruh signifikan dengan arah negatif dan variabel <i>size</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.
2	Imanda Firmantyas Putri, Mohammad Nasir (2006)	Analisis Persamaan Simultan Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen dalam Perspektif Teori Keagenan	Kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, kebijakan pengambilan risiko berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
3	Sisca Christianty Dewi (2008)	Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen	Variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan hutang, profitabilitas berpengaruh signifikan dengan arah negatif sedangkan untuk variabel <i>size</i> berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap kebijakan dividen.
4	Bambang Sugeng (2009)	Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal	Struktur kepemilikan berpengaruh dengan arah negatif terhadap kebijakan inisiasi dividen dan untuk

		terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Di Indonesia	struktur modal berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap kebijakan inisiasi dividen namun berhubungan dengan arah yang berbeda dengan teori yang ada.
5	Fitri Ismiyanti, Mahmud M. Hanafi (2013)	Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Risiko, Kebijakan Hutang, dan Kebijakan Dividen: Analisis Persamaan Simultan	Risiko tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, kebijakan utang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, peluang investasi berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.
6	Agnes Sulistyowati, Suhadak, dan Achmad Husaini (2014)	Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen	<i>Debt Ratio</i> (DR) dan <i>Debt to Equity Ratio</i> (DER) berpengaruh signifikan terhadap <i>Dividen Payout Ratio</i> (DPR), akan tetapi <i>Longterm Debt to Total Assets</i> (LDTA) berpengaruh tidak signifikan terhadap DPR. DR, DER, dan LDTA berpengaruh signifikan terhadap <i>Dividen Yield</i> (DY)
7	Pirdaus Anhar dan Hilmi Abdullah (2014)	Analisis Pengaruh <i>Return on Asset</i> , <i>Debt to Total Asset</i> , dan <i>Debt to Equity Ratio</i> terhadap <i>Dividen Payout Ratio</i> pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2009-2011	Variabel <i>return on asset</i> berpengaruh positif signifikan terhadap <i>dividen payout ratio</i> , <i>debt to total asset</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>dividen payout ratio</i> , <i>debt to equity ratio</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>dividen payout ratio</i> .

## 2.2 Landasan Teori

### 2.2.1 Kebijakan Dividen

Dividen merupakan distribusi oleh perusahaan kepada investor yang didasarkan pada laba bersih perusahaan. Investor 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: 23). Dividen adalah keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada investor sebagai *return* atas keterlibatan mereka sebagai *supply capital* (Nuringsih, 2005). Dividen akan dibagikan dalam jumlah yang sama untuk lembar sahamnya dan besarnya tergantung pada sisa laba setelah dikurangi dengan potongan-potongan yang telah ditentukan dalam akta pendirian dan juga tergantung dari hasil keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) (Soemarso S.R, 2005: 182 dalam Sulistyowati *et al*, 2014). Berdasarkan pengertian dari beberapa ahli di atas dapat disimpulkan bahwa dividen merupakan distribusi laba yang dibagikan kepada investor yang ditentukan dalam hasil keputusan RUPS dimana dalam besar kecilnya pembayaran dividen tersebut dapat mempengaruhi kesejahteraan para investor.

Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan seberapa jumlah laba bersih yang akan dibayarkan sebagai dividen atau sebagai laba ditahan yang nantinya akan diinvestasikan kembali untuk aktivitas operasional perusahaan. Kebijakan dividen yang optimal harus menghasilkan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa depan yang memaksimalkan harga saham, karena apabila manager tidak dapat mempertimbangkan dengan baik hal ini akan mengakibatkan dua dampak yang berlawanan yaitu apabila rasio pembayaran

meningkat maka dividen akan naik dan mengakibatkan harga saham akan naik pula, dan apabila dividen naik maka uang yang tersedia untuk reinvestasi menjadi lebih sedikit, sehingga menyebabkan tingkat pertumbuhan yang diharapkan mengalami penurunan dan harga saham juga akan turun (Brigham, E.F. dan Houston, J.F, 2014: 211). Kebijakan dividen merupakan salah satu bagian yang tidak akan terpisahkan dalam keputusan pendanaan suatu perusahaan. Tujuan utama dari kebijakan dividen adalah menentukan alokasi laba yang tepat antara pembayaran dividen dengan penambahan laba ditahan perusahaan (Horne *et al*, 2007: 270). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen adalah menentukan keputusan antara seberapa besar porsi pembayaran dividen kepada investor dengan modal yang ditahan untuk reinvestasi.

Kebijakan dividen didasarkan pada rentang pertimbangan antara kepentingan investor disatu sisi dan kepentingan perusahaan disisi yang lain. Informasi mengenai kebijakan dividen merupakan salah satu hal yang diperhatikan oleh investor. Pengumuman dividen sering kali dianggap memiliki kandungan informasi apabila pasar bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi positif sering terjadi apabila informasi dalam pengumuman dividen tersebut menimbulkan respon pasar atas harapan tingkat keuntungan yang lebih besar dimasa yang akan datang, sebaliknya apabila informasi dalam pengumuman dividen tersebut mengundang pesimisme atas prospek pengembangan perusahaan dimasa mendatang karena pihak manajer dianggap kurang mampu mengolah *earnings* bagi kepentingan jangka panjang investor maka akan menimbulkan reaksi negatif (Madiastuty *et al*, 2009).

### 2.2.2 Teori Kebijakan Dividen

Brigham dan Houston (2014: 211-221) menjelaskan beberapa teori tentang kebijakan dividen sebagai berikut:

#### 1. Teori Dividen Irelevan

Profesor Merton Miller dan Franco Modigliani (MM) mengemukakan teori bahwa kebijakan dividen tidak berdampak pada harga saham maupun biaya modal suatu perusahaan, kebijakan dividen merupakan suatu irelevan (*irrelevant*). MM mengembangkan teori mereka berdasarkan sekumpulan asumsi yang ketat, dari beberapa asumsi tersebut mereka membuktikan nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh profitabilitas dasar dan resiko usahanya. Dengan kata lain, nilai suatu perusahaan hanya bergantung pada laba yang dihasilkan oleh asetnya, bukan pada bagaimana laba tersebut dipecah antara dividen dan laba ditahan. Akan tetapi MM juga berasumsi bahwa tidak ada pajak yang dibayarkan atas dividen saham, saham dapat dibeli dan dijual tanpa adanya biaya transaksi, dan setiap orang baik investor maupun manajer memiliki informasi yang sama tentang laba perusahaan dimasa yang akan datang.

#### 2. Teori *Bird In The Hand*

Teori ini dikemukakan oleh Gardon dan Lintner dalam Brigham & Houston (2014: 213) yang berpendapat bahwa tingkat pengembalian akan turun seiring dengan meningkatnya pembayaran dividen karena kepastian investor dalam menerima keuntungan modal akan turun dari keuntungan modal, seharusnya diperoleh dari laba ditahan dibandingkan dengan penerimaan dari pembayaran dividen. Kepercayaan bahwa pendapatan dividen mempunyai nilai lebih tinggi

bagi investor dari pada *capital gains* sejak dividen lebih pasti dari pada *capital gains*, dalam teori ini investor lebih menyukai pembayaran dividen (Keown *et al*, 2000: 611). Investor beranggapan bahwa dividen saat ini lebih baik dari pada *capital gain* yang belum jelas nantinya, seperti pada istilahnya lebih baik burung ditangan dari pada burung yang beterbangan. Akan tetapi MM beranggapan bahwa teori ini salah karena menurut mereka sebagian besar investor berencana untuk menginvestasikan kembali dividen kedalam saham perusahaan yang sama atau pada perusahaan yang memiliki risiko hampir sama.

### 3. Teori Perbedaan Pajak

Investor jangka panjang akan mengambil keputusan untuk reinvestasi dividen mereka, hal ini mengakibatkan adanya biaya transaksi. Selain itu yang terpenting adalah peraturan perpajakan mendorong banyak investor individual untuk lebih menyukai *capital gains* dibanding dividen. Setelah terjadinya perubahan peraturan ditahun 2003, hal tersebut mengurangi kerugian pajak dari dividen, tetapi reinvestasai dari *capital gains* yang menyertai masih memiliki keunggulan pajak atas dividen. Oleh sebab itu investor lebih menyukai *capital gains* dari pada dividen agar mereka dapat menunda pembayaran pajak.

### 4. Teori *Signaling Hypothesis*

Dalam teori ini investor lebih menyukai dividen dari pada *capital gains*. Selama ini telah diamati bahwa kenaikan dividen biasanya akan menyebabkan kenaikan nilai saham, sementara pengurangan dividen biasanya akan menyebabkan penurunan nilai saham. MM berpendapat bahwa kenaikan dividen di atas jumlah

yang diharapkan merupakan suatu sinyal (*signal*) bagi investor bahwa perusahaan meramalkan laba yang baik di masa depan dan begitu pula sebaliknya.

#### 5. Teori *Clientele Effect*

Teori ini menyatakan bahwa kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berlainan akan menyukai kebijakan pembayaran dividen yang berbeda-beda. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada waktu dekat akan lebih menyukai tingkat pembayaran dividen tinggi dan begitu pula sebaliknya.

#### 6. *Residual Dividend Policy*

Kebijakan ini mengungkapkan bahwa perusahaan akan membayarkan dividen hanya jika tersedia laba dalam jumlah yang lebih besar dari pada yang dibutuhkan untuk mendukung anggaran modal yang optimal. Dasar dari kebijakan ini adalah bahwa investor cenderung lebih menyukai perusahaan menahan dan reinvestasi laba daripada membagikan dalam bentuk dividen, karena perusahaan yang menerapkan model residual dividen akan mengalami pembayaran dividen yang berfluktuasi.

### **2.2.3 Agency Theory**

*Agency theory* merupakan basis teori yang mendasari praktik bisnis perusahaan yang dipakai selama ini. Prinsip utama dari teori tersebut adalah menyatakan bahwa adanya hubungan kerja antara pihak memberi wewenang (prinsipal) yaitu investor dengan pihak yang menerima wewenang (agensi) yaitu manajer, dalam bentuk kontrak kerja sama yang disebut *nexus of contract* (Susanto, 2011). Hal ini

sering terjadi karena pihak manajer cenderung mementingkan diri sendiri sedangkan pihak investor tidak menyukai tindakan yang diambil oleh mereka. Permasalahan seperti ini disebut dengan konflik agensi (*agency conflict*).

Mursalim (2009) menjelaskan bahwa teori keagenan dapat dipandang sebagai suatu versi *game theory* dimana membuat suatu model kontraktual antara dua atau lebih pihak dari salah satu pihak yaitu agen dan prinsipal. Prinsipal memberikan wewenang dan pertanggungjawaban atas pengambilan keputusan kepada agen. Hal tersebut dapat pula dikatakan bahwasanya prinsipal memberikan suatu amanah kepada agen untuk melaksanakan tugas tertentu sesuai dengan kontrak kerja yang telah disepakati sebelumnya antara kedua belah pihak. Agen dan principal masing-masing ingin memaksimalkan kemakmuran mereka dengan informasi yang dimiliki. Pada satu sisi, agen memiliki informasi yang lebih akurat dibandingkan dengan prinsipal, hal ini mengakibatkan tindakan oportunitis dan adanya ketidak seimbangan informasi.

*Agency conflict* juga dapat terjadi akibat dari adanya bahaya moral dan seleksi yang salah. Bahaya moral terjadi karena prinsipal yang hanya memiliki akses kecil untuk memperoleh informasi kinerja perusahaan dan tidak dapat menguasai seluruh keputusan dan tindakan yang diambil agen, maka seringkali agen melakukan tindakan bebas untuk mengejar kepentingan sendiri. Akibatnya, agen merancang strategi yang memberikan manfaat terbesar bagi dirinya dengan cara menempatkan kesejahteraan sebagai prioritas sekunder (Pearce dan Robinson, 2008: 48). Maka dari itu dari pihak investor diperkenankan untuk mengeluarkan biaya pengawasan untuk mengawasi dan menghalangi perilaku

oportunitis manager, biaya tersebut sering kali disebut dengan biaya keagenan (*agency cost*). Terdapat beberapa pendekatan yang dapat dilakukan untuk *agency cost* diantaranya yaitu dengan meningkatkan kepemilikan managerial dan kepemilikan institsional.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa terdapat tiga kategori *agency cost*, yaitu:

1. *Monitoring cost* (biaya pemantauan), yaitu biaya yang dikeluarkan guna memantau atau mengawasi aktivitas yang dilakukan oleh manajer sehingga dapat membatasi tindakan penyimpangan yang akan dilakukan oleh pihak manajemen.
2. *Bonding cost* (biaya kompensasi) adalah pengeluaran yang digunakan untuk pengendalian prinsipal terhadap pihak agen agar kesempatan yang diberikan kepada manajemen untuk membelanjakan sumber daya tidak akan merugikan investor.
3. *Residual Cost* (biaya kerugian residual) yakni biaya yang timbul akibat dari kondisi di mana manajer tidak dapat segera dalam mengambil keputusan tanpa persetujuan dari investor. Pengorbanan karena hilang atau berkurangnya kesempatan untuk memperoleh laba dikarenakan adanya batasan wewenang atau terdapat perbedaan keputusan antara prinsipal dan agen.

#### **2.2.4 Struktur Kepemilikan**

Struktur kepemilikan dibagi menjadi dua yaitu *outsider* dan *insider ownership*. *Outsider ownership* merupakan kepemilikan saham oleh institusional, sedangkan

*insider ownership* adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan (Mursalim, 2009). Struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi *agency conflict*, kepemilikan managerial dan kepemilikan institusional adalah bagian dari struktur kepemilikan yang termasuk dalam mekanisme *corporate governance* yang dapat mengurangi masalah keagenan (Dewi, 2008).

#### a. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah tingkat kepemilikan saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur, manajemen, dan komisaris (Wahidahwati, 2002). Dalam Undang-Undang Republik Indonesia No. 8 Tahun 1995 Pasal 95, tentang pasar modal mendefinisikan komposisi dari *insider ownership* adalah: 1) Seorang Komisaris, Direktur, Pegawai Perusahaan atau Perusahaan afiliasi, 2) Investor utama dalam perusahaan atau perusahaan afiliasi, dan 3) Orang perorangan yang oleh kedudukannya atau hubungan pada perusahaan atau perusahaan afiliasinya mengetahui informasi orang dalam.

Dengan memberikan kesempatan kepada manajer untuk terlibat dalam kepemilikan saham tidak lain dengan tujuan menyetarakan kepentingan antara agen dan prinsipal, maka ketika perusahaan mengambil keputusan untuk mengeluarkan laba perusahaan yang dikeluarkan sebagai dividen ataupun sebagai laba ditahan pihak manajer akan bertindak hati-hati untuk mengambil keputusan demi keselarasan kepentingan keduanya (Dewi, 2008). Melalui kebijakan ini manajer diharapkan menghasilkan kinerja yang baik dan benar serta mengarahkan

dividen pada tingkat rendah, dengan menetapkan tingkat dividen yang rendah perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga memiliki sumber dana internal relatif tinggi untuk membiayai investasi di masa yang akan datang (Nuringsih, 2005). Apabila sebagian investor menyukai dividen yang tinggi maka mengakibatkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen, sebaliknya jika dalam kepemilikan saham oleh manajerial tinggi maka akan terjadi kesamaan preferensi antara investor dan manajer dan tidak diperlukan peningkatan dividen.

#### b. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional yaitu kondisi dimana institusi memiliki saham dalam satu perusahaan. Termasuk dalam kategori institusi adalah institusi pemerintah, institusi swasta, domestik maupun asing (Dewi, 2008). Menurut Widiastuti *et al* (2013) kepemilikan institusional merupakan saham oleh lembaga eksternal. Mayoritas kepemilikan saham dimiliki oleh pihak institusi, hal tersebut dikarenakan para investor institusional memiliki sumber yang lebih besar dari pada pemegang saham lainnya dan dianggap mampu melaksanakan mekanisme pengawasan dengan baik. Dari pengertian tersebut dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional adalah pihak institusi atau lembaga eksternal yang terlibat dan turut untuk memiliki saham di dalam perusahaan. Institusi tersebut dapat berupa institusi pemerintah, institusi swasta, domestik maupun asing.

Semakin besar kepemilikan institusi maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan untuk lebih mengawasi manajemen yang bertindak tidak pada semestinya. *Agency cost* juga dapat berkurang dengan adanya kepemilikan dari

pihak institusi. Hal tersebut dapat terjadi karena dengan terlibatnya institusional dalam kepemilikan saham, manajemen perusahaan dapat lebih mendapat pengawasan oleh investor-investor institusional sehingga kinerja manajemen juga akan meningkat (Dewi, 2008), oleh karena itu untuk menghindari penggunaan sumber dana yang kurang efisien maka diterapkan kebijakan dividen yang lebih rendah.

### **2.2.5 Struktur Modal**

Brigham dan Houston (2014) menyatakan bahwa struktur modal adalah perimbangan antara jumlah hutang jangka pendek, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Sementara itu struktur keuangan adalah perimbangan antara total hutang dengan modal sendiri, dengan kata lain struktur modal adalah merupakan bagian dari struktur keuangan. Struktur modal merupakan penentuan komposisi modal, yaitu perbandingan antara hutang dan modal sendiri atau struktur modal merupakan hasil atau akibat dari keputusan pendanaan yang intinya memilih apakah akan menggunakan hutang atau ekuitas untuk mendanai operasi perusahaan (Syamsudin, 2009). Penentuan struktur modal akan melibatkan pertukaran antara risiko dan pengembalian. Apabila perusahaan menggunakan utang dalam jumlah yang besar akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh investor, namun jika menggunakan lebih banyak utang pada umumnya akan meningkatkan perkiraan pengembalian atas ekuitas (Brigham dan Houston, 2014: 155). Tujuan struktur modal adalah untuk menyetarakan pendanaan yang digunakan oleh perusahaan untuk memaksimalkan harga saham,

meminimumkan biaya modal, dan menyeimbangkan antara risiko dan tingkat pengembalian.

*Pecking order theory* yang menyarankan bahwa manajer lebih senang menggunakan pembiayaan dari pertama, laba ditahan, kemudian hutang, dan terakhir penjualan saham baru. Tujuan struktur modal adalah memadukan sumber pendanaan yang digunakan oleh perusahaan guna meminimalisir biaya modal dan memaksimalkan harga saham serta menyeimbangkan antara risiko dan tingkat pengembalian. *Leverage* merupakan penggunaan sumber dana eksternal dimana perusahaan akan menanggung beban tetap berupa bunga dan cicilan hutang. Pemegang saham menghendaki investor untuk mengambil dana yang bersumber dari *leverage*, akan tetapi dari pihak manajer lebih menghendaki penggunaan *leverage* yang rendah. Hal ini dikarenakan untuk menghindari konsekuensi pendanaan eksternal tersebut. Sasaran struktur modal suatu perusahaan didefinisikan sebagai struktur yang akan memaksimalkan harga saham perusahaan tersebut. Jika semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pendanaan dari luar (kreditur) dan semakin besar pula beban biaya yang akan ditanggung oleh perusahaan. Hal tersebut mengakibatkan profitabilitas semakin berkurang dan pada akhirnya hak para investor berupa dividen juga semakin berkurang.

*Debt to Asset Ratio (DAR)* merupakan rasio hutang terhadap aset uang yang digunakan untuk mencerminkan variabel struktur modal perusahaan. DAR menunjukkan seberapa besar hutang yang akan digunakan untuk membiayai aktiva yang digunakan oleh perusahaan untuk menjalankan aktivitas

operasionalnya. DAR adalah rasio antara total hutang (*total debts*) termasuk hutang jangka panjang dan hutang jangka pendek dengan total aset (*total asset*) termasuk aset lancar dan aset tetap serta aset lainnya. Semakin besar DAR menunjukkan bahwa semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap kreditur, hal ini mengakibatkan semakin besar beban biaya bunga yang harus ditanggung oleh perusahaan. Semakin tinggi nilai DAR maka akan berdampak terhadap profitabilitas perusahaan karena sebagian yang digunakan adalah untuk membayar bunga pinjaman, sedangkan apabila biaya bunga yang semakin tinggi, maka profitabilitas semakin berkurang dan pada akhirnya akan berakibat kepada hak para investor berupa dividen juga semakin berkurang. Sulistyowati *et al* (2014) juga mengemukakan bahwa tingkat hutang yang lebih tinggi akan mengakibatkan perusahaan tersebut akan mengurangi atau tidak menaikkan pembayaran dividen, pendapat ini sesuai dengan pemikiran dari *debt covenant hypothesis*, dengan demikian DAR mempunyai hubungan yang negatif dengan dividen.

## **2.3 Pengembangan Hipotesis**

### **2.3.1 Pengaruh Kepemilikan Managerial Terhadap Kebijakan Dividen**

Sebagian besar *Agency conflict* dipengaruhi oleh struktur kepemilikan, kepemilikan manajerial merupakan kondisi dimana saham perusahaan dimiliki oleh pihak manajer, sehingga mereka selain sebagai manager perusahaan sekaligus sebagai investor yang nantinya akan mengurangi *agency cost* dan dibebankan kepada pihak investor lainnya. Menurut Nuringasih (2005)

kepemilikan managerial memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Semakin besar keterlibatan manager dalam kepemilikan managerial menyebabkan asset yang dimiliki tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga menginginkan dividen yang semakin besar.

Hal ini berlawanan dengan penelitian Dewi (2008) menyatakan bahwa kepemilikan managerial memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Pada tingkat kepemilikan managerial yang tinggi, manager mengalokasikan laba pada laba ditahan daripada membayar dividen dengan alasan sumberdana internal lebih efisien dibanding sumber dana eksternal. Pada tingkat kepemilikan managerial yang rendah, manager melakukan pembagian dividen yang besar untuk memberikan sinyal yang bagus tentang kinerja perusahaan masa yang akan datang sehingga meningkatkan reputasi perusahaan di hadapan investor. Penelitian yang dilakukan oleh Sugeng (2009) dan Ismiyanti dan Hanafi (2013) memberikan hasil yang berbeda dari kedua penelitian di atas. Penelitian ini membuktikan secara empiris bahwa struktur kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian di atas peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut :

$H_1$  = Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

### **2.3.2 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen**

Kepemilikan institusional adalah kondisi dimana lembaga eksternal ikut serta dalam kepemilikan saham perusahaan, kepemilikan ini juga dapat meminimalkan *agency cost*. Penelitian yang dilakukan oleh Thanatawe (2013) menyatakan bahwa

kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Semakin besar kepemilikan saham institusional maka kebijakan dividen yang ditetapkan akan semakin tinggi, hal ini selaras dengan pemikiran *bird in the hand theory*.

Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Putri dan Nasir (2006) serta Dewi (2008) yang menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, apabila semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan sehingga dapat mengurangi *agency cost* dan perusahaan akan cenderung memberikan dividen yang rendah. Berbeda pula dengan penelitian yang dilakukan oleh Sugeng (2009) yang memberikan bukti empiris bahwa struktur kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah :

H<sub>2</sub> = Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

### **2.3.3 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen**

Struktur modal mempresentasikan berapa besar porsi modal perusahaan yang dipenuhi dengan *lverage*. Hubungan struktur modal dengan kebijakan dividen dikembangkan berdasarkan hasil penelitian Sugeng (2009) yang menyatakan bahwa semakin besar ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (*lverage*) semakin ketat pengawasan oleh penyedia dana eksternal (kreditur) terhadap kinerja manajemen sehingga memperkecil potensi *agency conflict* antara manajemen dan investor.

Jika dalam penelitian Sulistyowati *et al* (2014) menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh dengan arah negatif terhadap kebijakan dividen yang mendukung pemikitan *debt covenant hypothesis* bahwa perusahaan yang menggunakan *leverage* yang tinggi mengakibatkan perusahaan akan menurunkan atau tidak menaikkan *dividen payout*. Sebaliknya pada penelitian yang dilakukan oleh Sugeng (2009) yang menemukan bukti empiris bahwa struktur modal berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap kebijakan inisiasi dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Anhar dan Abdullah (2014) juga berbeda dengan kedua penelitian tersebut, penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa variabel *debt to total asset* tidak berpengaruh signifikan dengan *dividen payout ratio*. Besar kecilnya hutang yang dimiliki oleh perusahaan tidak begitu diperhatikan oleh investor, mereka lebih memperhatikan bagaimana pihak manajemen perusahaan menggunakan dana tersebut dengan efektif dan efisien.

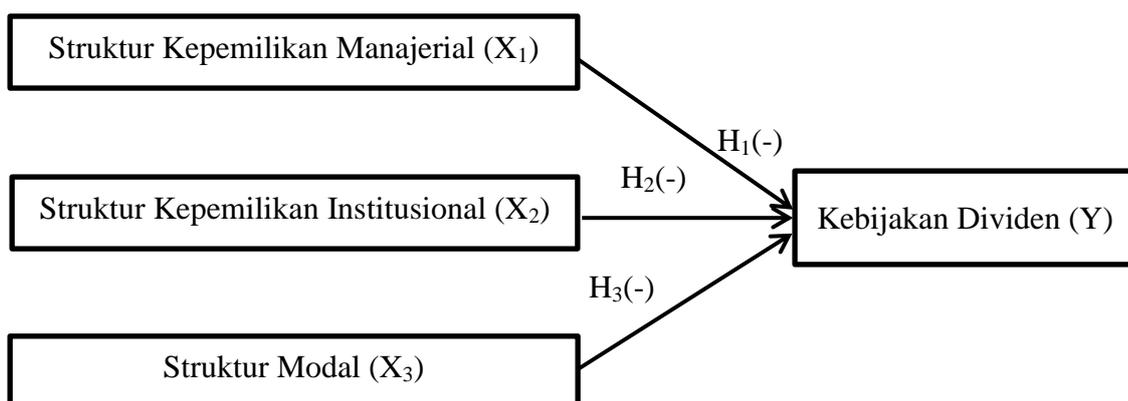
Struktur modal yang dicerminkan oleh *Debt to Asset Ratio* (DAR) merupakan hasil antara total hutang baik hutang jangka panjang maupun jangka pendek terhadap total aktiva baik aktiva lancar, aktiva tetap maupun aset lainnya. Rasio ini menunjukkan besarnya hutang yang digunakan untuk mendanai aktiva yang digunakan oleh perusahaan untuk kegiatan operasionalnya. Semakin besar nilai DAR menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditur) dan semakin besar pula beban biaya hutang (biaya bunga) yang harus ditanggung oleh perusahaan, dengan semakin meningkat rasio hutang (beban bunga juga semakin besar) maka hal tersebut berdampak terhadap profitabilitas yang diperoleh perusahaan karena sebagian digunakan untuk

membayar bunga pinjaman. Semakin besar tingkat biaya bunga maka semakin berkurang tingkat profitabilitas (*earning after tax*) perusahaan, sehingga hak para investor berupa dividen yang berasal dari *earning per share* juga akan berkurang. Berdasarkan uraian di atas hipotesis yang diajukan adalah:

$H_3$  = Struktur modal berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

## 2.4 Kerangka Konseptual

Dari pengembangan hipotesis diatas dapat digambarkan sebuah kerangka konseptual sebagai berikut:



**Gambar 2.1**  
**Kerangka Konseptual**

Berdasarkan gambar 2.1 menunjukkan bahwa penelitian ini memiliki empat variabel dimana tiga sebagai variabel independen dan satu sebagai variabel dependen. Untuk variabel independen meliputi: struktur kepemilikan manajerial ( $X_1$ ), struktur kepemilikan institusional ( $X_2$ ), dan struktur modal ( $X_3$ ); sedangkan variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen ( $Y$ ). Kerangka

berpikir di atas menunjukkan bahwa terdapat pengaruh yang negatif antara masing-masing variabel independen (X) dengan variabel dependen (Y).

Variabel  $X_1$ ,  $X_2$ , dan  $X_3$  diduga berpengaruh negatif dalam penelitian ini, dengan adanya struktur kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dalam kepemilikan saham pada perusahaan akan mengurangi *agency cost* yang disebabkan oleh *agency problem*. Begitupula dengan adanya struktur modal yang dicerminkan dengan *debt to asset ratio*, *agency cost* akan berkurang dengan adanya pihak eksternal (kreditor) sebagai monitoring kepada manajer yang dirasa oportunitis, sehingga perusahaan tidak perlu mengeluarkan *dividen payout* yang tinggi untuk mengendalikan *agency problem*.