

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Penelitian Terdahulu

Suharli (2007) melakukan penelitian “Pengaruh *Profitability* dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen dengan Likuiditas Sebagai Variabel Penguat”. Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan di Indonesia yang listing di BEJ dan membagikan dividen pada tahun 2002-2003, kesimpulan bahwa likuiditas dapat digunakan sebagai variabel penguat (*variabel moderator*) karena memberikan hasil yang signifikan dalam mempengaruhi profitabilitas dan kesempatan investasi, tetapi dari kedua variabel independen hanya profitabilitas yang dapat mempengaruhi kebijakan jumlah pembagian dividen perusahaan.

Pada penelitian Andriyani (2008) melakukan penelitian terhadap perusahaan otomotif yang terdapat di BEI periode 2004-2006 untuk menguji Pengaruh variabel *Cash Ratio*, DER, Kepemilikan Saham Manajemen, IOS, dan ROA terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). Kriteria perusahaan yang menyajikan laporan keuangan per Desember 2004 - 2006,. Data diperoleh berdasarkan publikasi *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD 2007). Dari hasil analisis pada perusahaan otomotif menunjukkan bahwa *Cash Ratio*, DER, IOS, dan ROA secara parsial signifikan terhadap DPR di BEI sedangkan kepemilikan saham manajemen tidak signifikan terhadap DPR.

Mulyono (2009) melakukan penelitian untuk menganalisis pengaruh *Debt to Equity Ratio* (DER), *Insider Ownership*, *Size* dan *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR). dalam perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ selama periode 2005 - 2007, perusahaan yang secara kontinyu

membagikan dividen per Desember 2005 - 2007. Data diperoleh berdasarkan publikasi *Indonesia Capital Market Directory*(ICMD 2008). Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel DER dan IOS secara parsial berpengaruh signifikan terhadap DPR sementara variabel *Size* dan *Insider Ownership* secara parsial tidak signifikan terhadap DPR.

Penelitian yang dilakukan oleh Ratih(2010), melakukan penelitian untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan utang, profitabilitas, ukuran perusahaan,kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen, dengan menggunakan teori keagenan. Penelitian ini menggunakan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), namun bukan perusahaan jenis industri perbankan dan keuangannya lainnya, sesuai dengan pengklasifikasian *Indonesian Capital Market Dictionary* (ICMD) periode 2004-2008. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan utang (*Debt to AssetRatio*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (*Dividen Payout Ratio*). Akan tetapi kesempatan investasi berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen namun dengan arah positif. Kepemilikan manajerial, profitabilitas dan ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen (*Dividen Payout Ratio*).

Purwanti dan Sawitri (2011) meneliti tentang pengaruh rasio keuangan, *Dividen Payout Ratio*(DPR) dengan lima variabel independen (*Earning Per Share*(EPS), *Debt To Equity Ratio*(DER), *Price Book Value*(PBV), *Return On Investasi*(ROI), dan *Total Asset Turn Over*(TATO)). Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) berdasarkan pengklasifikasian *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2005 – 2009. Hasil kesimpulan bahwa variabel *Debt to Equity Ratio* (DER),

Return On Investment (ROI), *Total Assets Turn Over (TATO)* signifikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen, sementara *Earning Per Share (EPS)* dan *Price Book Value (PBV)* tidak memiliki efek dalam kebijakan dividen. Sementara secara bersamaan, kelima variabel *Earning Per Share*, *Debt To Equity Ratio*, *Price Book Value*, *Return Of Investment*, *Total Assets Turn Over* mempengaruhi kebijakan dividen.

Eka (2012) “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen”. Penelitian ini menggunakan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), namun bukan perusahaan jenis industri perbankan dan keuangannya lainnya, sesuai dengan pengklasifikasian *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* periode 2007 - 2010. Teknik analisis regresi berganda digunakan dalam menganalisis data. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (*dividen payout ratio*). Akan tetapi kebijakan utang dan profitabilitas (*debt to asset ratio*) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan Pujiati (2015) “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Pemoderasi”. Populasi penelitian ini adalah perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2008-2013. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap

kebijakan dividen, kesempatan investasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

2.2 Landasan Teori

2.2.1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Agency Theory adalah teori yang menjelaskan *agency relationship* dan masalah-masalah yang ditimbulkannya (Jensen dan Meckling, 1976). *Agency relationship* merupakan hubungan antara dua pihak, dimana pihak pertama bertindak sebagai prinsipal/pemberi amanat dan pihak kedua disebut agen yang bertindak sebagai perantara yang mewakili prinsipal dalam melakukan transaksi dengan pihak ketiga. Pada *agency theory* yang disebut prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Pihak prinsipal memberi kewenangan kepada agen untuk melakukan transaksi atas nama prinsipal dan diharapkan dapat membuat keputusan terbaik bagi prinsipalnya (Hartono dan Atahau, 2007).

Dalam perusahaan yang telah *go public*, *agency relationship* dicerminkan oleh hubungan antara investor dan manajemen perusahaan, baik *board of directors* maupun *board of commissioners*. Persoalannya adalah diantara kedua pihak tersebut seringkali terjadi perbedaan kepentingan. Perbedaan tersebut mengakibatkan keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan kurang mengakomodasi kepentingan pihak pemegang saham. Hal inilah biasa dikenal dengan *agency problem* (masalah keagenan).

Masalah keagenan dapat muncul jika manajer suatu perusahaan memiliki kurang dari 100 persen saham biasa perusahaan tersebut. Jika perusahaan

berbentuk perseorangan dan dikelola sendiri oleh pemiliknya, maka dapat diasumsikan bahwa manajer-pemilik tersebut akan mengambil setiap tindakan yang mungkin untuk memperbaiki kesejahteraannya, terutama diukur dalam bentuk peningkatan kekayaan perorangan, dan fasilitas eksekutif seperti tunjangan, kantor yang mewah, fasilitas transportasi dan sebagainya (Suwaldiman dan Aziz, 2007). Akan tetapi, jika manajer-pemilik tersebut mengurangi hak kepemilikannya dengan membentuk perseroan dan menjual sebagian sahamnya kepada pihak lain (pihak luar), maka pertentangan kepentingan bisa segera muncul.

Ketika manajer memiliki 100 persen perusahaan, maka apabila dia memutuskan untuk mengeluarkan kas perusahaan untuk *excessive perquisites*, maka manajer tersebut akan menanggung seratus persen pengeluarannya. *Excessive perquisites* adalah konsumsi yang tidak ada hubungannya dengan bisnis inti perusahaan (Bhatala *et al.* 1994 dalam Hartono dan Atahau, 2007). Namun apabila dia menjual porsi kepemilikannya sebesar 50% persen, maka ketika manajer memutuskan mengeluarkan kas perusahaan, maka dia hanya menanggung sebesar 50 persen. Pengeluaran sebesar $\alpha(50\%)$ ditanggung pihak *outsider ownership*. Tentu saja hal itu akan menjadi insentif bagi *insider ownership* untuk menggunakan kas perusahaan untuk *excessive perquisites*. Namun seorang *insider ownership* tidak dapat begitu saja menggunakan kas perusahaan untuk *excessive perquisites*, karena aliran kas yang tidak sehat akan menurunkan nilai perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan teori keagenan yang menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga bisa terjadi konflik diantara keduanya. Hal tersebut

disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut, karena pengeluaran tersebut akan menambah kos perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen yang akan diterima. Pemegang saham menginginkan agar kos tersebut dibiayai oleh utang, tetapi manajer tidak menyukai dengan alasan bahwa utang mengandung risiko yang tinggi. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan (*monitoring*) yang dapat mensejajarkan kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan ini menyebabkan timbulnya suatu kos yang disebut *agency cost*.

2.2.2. Pengertian Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Kebijakan ini akan melibatkan dua pihak yang memiliki kepentingan berbeda yaitu pihak pertama, para pemegang saham dan pihak kedua, manajemen perusahaan itu sendiri. Manajemen mempunyai dua alternatif perlakuan terhadap laba bersih sesudah pajak atau EAT (*Earning After Tax*). Dua alternatif tersebut yaitu dibagi kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen dan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan. Dalam perusahaan pada umumnya, sebagian EAT dibagi dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali, artinya manajemen harus membuat suatu kebijakan dividen yang menyangkut penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham dengan menentukan besarnya EAT yang dibagi sebagai dividen dan

besarnya EAT yang ditahan. Presentase dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dibandingkan dengan EAT disebut dengan *Dividen Payout Ratio*.

Dividen merupakan bentuk distribusi laba yang dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham sesuai dengan proporsi lembar saham yang dimilikinya. Bagi seorang investor, dividen merupakan komponen *return* disamping *capital gain*. Besar kecilnya dividen akan sangat bergantung pada besar kecilnya laba yang diperoleh serta proporsi laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Dividen dibedakan menjadi beberapa jenis yaitu *cash dividend*, *property dividend*, *scrip dividend*, *liquidating dividend*, *stock dividend* (Kieso *et al.* 2007). Dalam penelitian yang dilakukan, dividen yang digunakan adalah dividen kas.

Kebijakan dividen adalah suatu keputusan untuk menentukan besarnya bagian laba yang akan dibagikan kepada para pemegang saham. Kebijakan dividen ini sangat penting bagi perusahaan, karena pembayaran dividen mungkin mempengaruhi nilai perusahaan dan laba ditahan yang biasanya merupakan sumber dana internal yang terbesar dan terpenting bagi pertumbuhan perusahaan. Terdapat beberapa teori yang dapat digunakan sebagai landasan dalam membuat kebijakan yang tepat bagi perusahaan.

2.2.3 Teori-teori Kebijakan Dividen

2.2.3.1 Dividend Irrelevant theory

Teori ini beranggapan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham (nilai perusahaan) maupun terhadap biaya modalnya. Kebijakan dividen yang satu sama baiknya dengan kebijakan dividen yang lain. Dijelaskan bahwa pendukung utama teori ketidakrelevanan ini adalah Miller dan Modigliani. Mereka

menggunakan sejumlah asumsi, khususnya tentang ketiadaan pajak dan biaya pialang, *leverage* keuangan tidak memiliki pengaruh terhadap biaya modal, para investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang prospek perusahaan, distribusi laba ke dalam bentuk dividen atau laba ditahan tidak mempengaruhi biaya ekuitas perusahaan dan kebijakan *capital budgeting* merupakan kebijakan yang independen terhadap kebijakan dividen.

2.2.3.2 Bird-in-The Hand Theory

Menurut Gordon dan Lintner dalam Brigham dan Daves (2002:562), teori ini dapat dijelaskan dengan menggunakan pemahaman bahwa sesungguhnya investor jauh lebih menghargai pendapatan yang diharapkan dari dividend dibandingkan dengan pendapatan yang diharapkan dari keuntungan modal karena komponen hasil dividen risikonya lebih kecil dari komponen keuntungan modal (*capital gain*). Para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal yang akan dihasilkan dibandingkan dengan seandainya mereka menerima dividen, karena dividen merupakan faktor yang dapat dikendalikan oleh perusahaan sedangkan *capital gain* merupakan faktor yang dikendalikan oleh pasar melalui mekanisme penentuan harga saham.

2.2.3.3 Teori Preferensi Pajak

Ada tiga alasan yang berkaitan dengan pajak untuk beranggapan bahwa investor lebih menyukai pembagian dividen yang rendah daripada yang tinggi (Suwaldiman dan Aziz, 2007), yaitu:

1. Keuntungan modal (*capital gain*) dikenakan tarif pajak lebih rendah daripada pendapatan dividen. Untuk itu, investor yang memiliki sebagian besar saham mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanam kembali laba ke dalam perusahaan. Pertumbuhan laba mungkin dianggap menghasilkan kenaikan harga saham, dan keuntungan modal yang pajaknya rendah akan menggantikan dividen yang pajaknya tinggi.

2. Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai sahamnya terjual, sehingga ada efek nilai waktu.

3. Jika lembar saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang.

Karena adanya keuntungan-keuntungan ini, para investor mungkin lebih senang perusahaan menahan sebagian besar laba perusahaan. Jika demikian para investor akan mau membayar lebih tinggi untuk perusahaan yang pembagian dividennya rendah daripada untuk perusahaan sejenis yang pembagian dividennya tinggi.

2.2.4. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan Manajerial (*managerial ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002). Kepemilikan manajerial ini diukur dengan proporsi saham yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun dan dinyatakan dalam presentase. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri (Mahadwartha dan

Hartono, 2002). Argumentasi di atas menjustifikasi perlunya *managerial ownership*. Program *managerial ownership* termasuk ke dalam program kebijakan remunerasi untuk mengurangi masalah keagenan antara manajemen dan pemegang saham. Smith dan Watts (1992) menjelaskan bagaimana paket kompensasi *fixed* (gaji) dan *contingent* (bonus) terbukti dapat digunakan sebagai insentif untuk menyamakan kepentingan manajemen dan pemegang saham.

Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan utang dan dividen mempunyai peranan penting yaitu mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham atau sering disebut *bonding mechanism*. *Bonding mechanism* berusaha menyamakan kepentingan dari pemegang saham dengan kepentingan dari manajemen melalui program-program yang mengikat kekayaan pribadi manajemen ke dalam kekayaan perusahaan. Kebijakan utang dan dividen akan mengurangi konflik antara pemegang saham dan agen (Jensen dan Meckling, 1976).

2.2.5. Kepemilikan institusional

Kepemilikan institusional merupakan kondisi dimana institusi memiliki saham dalam suatu perusahaan. Institusi tersebut dapat berupa institusi pemerintah, institusi swasta, domestik maupun asing (Wahyu Widarjo, 2010: 25). Menurut Marselina (2013) kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh lembaga dari eksternal. Investor institusional tidak jarang menjadi mayoritas dalam kepemilikan saham.

Hal tersebut dikarenakan para investor institusional memiliki sumber daya yang lebih besar daripada pemegang saham lainnya sehingga dianggap mampu

melaksanakan mekanisme pengawasan yang baik pada perusahaan. Dari berbagai pengertian diatas dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional merupakan kondisi di mana institusi atau lembaga eksternal yang turut memiliki saham di dalam perusahaan. Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan oleh institusi keuangan seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, dan *investment banking* (Veronica dan Utama 2005). Adanya pemegang saham seperti *institutional ownership* memiliki arti penting dalam memonitor manajemen. Adanya kepemilikan oleh institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan-perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi-institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Mekanisme *monitoring* tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham. *Signifikansi institutional ownership* sebagai agen pengawas ditekankan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Apabila institusional merasa tidak puas atas kinerja manajerial, maka mereka akan menjual sahamnya ke pasar.

2.2.6. Profitabilitas

Pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberi sinyal mengenai keberhasilan perusahaan dengan membukukan *profit* (Suharli, 2007). Sinyal tersebut menyimpulkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan. Dengan demikian profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayarkan dividen. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari modal yang diinvestasikan. Untuk mengukur profitabilitas menggunakan dua rasio, yaitu:

1. *Return On Asset* (ROA), merupakan tingkat pengembalian investasi atas investasi perusahaan pada aktiva. Nilai ROA sebuah perusahaan diperoleh dengan rumus:

$$\text{Return On Asset} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Asset}}$$

2. *Return On Equity* (ROE), ROE merupakan tingkat pengembalian atas ekuitas pemilik perusahaan. Ekuitas pemilik adalah jumlah aktiva bersih perusahaan, sehingga perhitungan ROE sebuah perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$\text{Return On Equity (ROE)} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Ekuitas}}$$

2.2.7. Kebijakan Utang

Kebijakan utang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui utang. Kebijakan utang sering diukur dengan *debt ratio*. *Debt ratio* adalah total utang (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang) dibagi dengan total aktiva (baik aktiva lancar maupun aktiva tetap) (Kieso *et al.* 2006). Rasio ini menunjukkan besarnya utang yang digunakan untuk perusahaan dalam rangka menjalankan aktivitas operasionalnya. Semakin besar rasio menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditor) dan semakin besar biaya utang (biaya bunga) yang harus dibayar perusahaan. Hal ini akan berdampak pada profitabilitas perusahaan karena sebagian pendapatan digunakan untuk membayar utang.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), penggunaan *debt* akan mengurangi konflik antara *shareholders* dan agen. Crutchley dan Hansen (1989) melihat dari perspektif keagenan, dimana pengukuran *debt* ini memasukkan unsur kekayaan yang dimiliki non-agen atau *shareholders* yang bukan agen, sehingga kebijakan utang dapat dilihat dari sisi pemegang saham (Tjandra, 2005). Semakin banyak pemegang saham dengan proporsi kepemilikan yang semakin kecil (tidak adasuara mayoritas) maka kemampuan *monitoring* pemegang saham tidak efektif. Oleh karena itu, diperlukan adanya pihak ketiga yang membantu pemegang saham dalam *monitoring* dan *bonding* manajemen yaitu *debtholders* (kreditor) untuk mengurangi *agency cost of equity*.

Ditinjau dari *free cash flow hypothesis*, bila perusahaan mempunyai cukup banyak *cash flow* dalam perusahaan maka dengan pengawasan yang tidak efektif dari pemegang saham akan menciptakan *perquisites* atau tindakan manajemen untuk menggunakan *cash flow* tersebut demi kepentingan sendiri. Adanya pihak ketiga (*debtholders*) diharapkan membantu mengurangi tindakan *perquisites* ini. Kebijakan utang lebih efektif dalam mengurangi *agency cost of equity* karena adanya *legal liability* dari manajemen untuk memenuhi kewajibannya kepada kreditor yang terkait dengan biaya kebangkrutan. Dividen di satu sisi tidak mempunyai *legal liability* kepada pemegang saham kalau perusahaan tidak mampu membayarkan dividen. Berikut adalah rumus Debt to Asset Ratio (DAR) :

$$\text{Debt to Asset Ratio (DAR)} = \frac{\text{Total Liabilitas}}{\text{Total Aset}}$$

2.3. Kerangka Teoritis Dan Pengembangan Hipotesis

Kerangka pemikiran memberikan dasar konseptual bagi penelitian yang mengidentifikasi jaringan hubungan antara variabel yang dianggap penting bagi penelitian yang akan dilakukan. Kerangka pemikiran yang memperlihatkan pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas dan hutang terhadap kebijakan dividen.

2.3.1. Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Dengan cara ini, pendanaan dengan sumber dana internal dapat menunda penggunaan utang. Bila perusahaan menggunakan utang yang tinggi, maka akan berakibat pada peningkatan *financial distress* dan kebangkrutan sehingga bila kondisi tersebut terjadi manajer terancam dikeluarkan dari perusahaan. Pengaruh negatif ini dibuktikan oleh Rozeff (1982) dan Haruman (2008).

Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) menyatakan bahwa pembayaran dividen pada pemegang saham akan mengurangi sumber-sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru.

Nuringsih (2005) menganalisis lebih lanjut ternyata pengaruh *managerial ownership* terhadap dividen membentuk *non-monotonic* atau membentuk hubungan parabolik. Pada tingkat awal, peningkatan *managerial ownership*

berpengaruh pada penurunan dividen. Namun pola ini hanya pada tingkatan tertentu. Setelah itu, bila dilakukan peningkatan *managerial ownership* justru diikuti dengan peningkatan dividen. Hal ini dikarenakan semakin terlibat dalam kepemilikan manajerial, aset yang dimiliki manajer menjadi tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga preferensi berubah dari *tax preference theory* ke *the bird in the hand theory*. Pola hubungan antara *managerial ownership* dengan dividen ini membentuk pola *non-linier*.

Penelitian yang dilakukan Nuringsih (2005) menggunakan pola linier pengaruh *managerial ownership* terhadap dividen dalam hipotesisnya. Hasil penelitiannya menunjukkan terjadi pengaruh positif antara *managerial ownership* dengan kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar keterlibatan manajer dalam *managerial ownership* menyebabkan aset yang dimiliki tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga menginginkan dividen semakin besar. Selain itu, struktur kepemilikan saham di Indonesia relatif terkonsentrasi atau dikuasai oleh keluarga sehingga cenderung membagi dividen besar. Berdasarkan bukti dan hasil penelitian Nuringsih (2005), maka hipotesis pertama yaitu:

H1 : Terdapat pengaruh positif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen.

2.3.2. Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan institusional adalah proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi pada akhir tahun yang diukur dalam prosentase (Listyani 2003). Tingkat saham institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistic manager*, yaitu manajer melaporkan laba secara oportunistik untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya.

Menurut Ismiyanti dan Hanafi (2003) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi kos keagenan. Hasil berbeda dinyatakan dalam penelitian Tandelilin dan Wilberforce (2002) yang menyebutkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen karena kepemilikan institusional lebih mementingkan stabilitas pendapatan (return) melalui pembagian dividen. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H2 : Terdapat pengaruh positif antara kepemilikan institusional dengan kebijakan dividen.

2.3.3. Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen

Hartono dan Atahau (2007) dalam penelitiannya menyatakan bahwa semakin tinggi kemampuan perusahaan menghasilkan laba, maka perusahaan akan cenderung untuk menggunakan dananya sendiri daripada sumber pendanaan dari luar. Hasil ini sejalan dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan dengan yang memiliki tingkat profitabilitas tinggi akan cenderung menggunakan *internal fund* untuk mendanai investasi-investasinya. Selain itu, dijelaskan pula hasil penelitiannya yaitu semakin tinggi tingkat profitabilitas, maka *dividen payout ratio* akan menjadi semakin kecil. Hal ini diduga karena perusahaan cenderung menggunakan laba ditahan untuk mendanai investasi-investasinya.

Pada tingkat profitabilitas yang tinggi, perusahaan mengalokasikan dividen yang rendah (Suharli, 2007). Hal ini dikarenakan perusahaan

mengalokasikan sebagian besar keuntungan sebagai sumber dana internal. Pada ROA yang tinggi dibayarkan dividen rendah karena keuntungan digunakan untuk meningkatkan laba ditahan. Dengan cara ini sumber dana internal meningkat sehingga perusahaan dapat menunda penggunaan utang (Nuringsih, 2005). Sebaliknya jika ROA rendah maka dividen yang dibayarkan tinggi. Hal ini dilakukan karena perusahaan mengalami penurunan laba sehingga untuk menjaga reputasi di mata investor, perusahaan akan membagikan dividen besar. Berdasarkan penelitian Nuringsih (2005); Suharli (2007); Hartono dan Atahau (2007), maka hipotesis yang ke tiga yaitu:

H3 : Terdapat pengaruh negatif antara profitabilitas dengan kebijakan dividen.

2.3.4. Kebijakan Hutang Terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan penjelasan *Balancing model of agency cost* dalam Mahadwarta (2002) dijelaskan bahwa kebijakan utang mempengaruhi kebijakan dividen dengan hubungan yang negatif. Perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi akan berusaha untuk mengurangi *agency cost of debt*-nya dengan mengurangi utang, sehingga untuk membiayai investasinya digunakan pendanaan dari aliran kas internal. Aliran kas internal yang sebelumnya dapat digunakan untuk pembayaran dividen, akan direlakan pemegang saham untuk membiayai investasi.

Jensen, Solberg dan Zorn (1992) dalam Nuringsih (2005) menemukan mekanisme substitusi antara utang dengan dividen. Penggunaan utang yang tinggi akan menyebabkan penurunan dividen karena sebagian besar keuntungan dialokasikan sebagai cadangan pelunasan utang. Sebaliknya pada tingkat penggunaan utang yang rendah, perusahaan mengalokasikan dividen tinggi

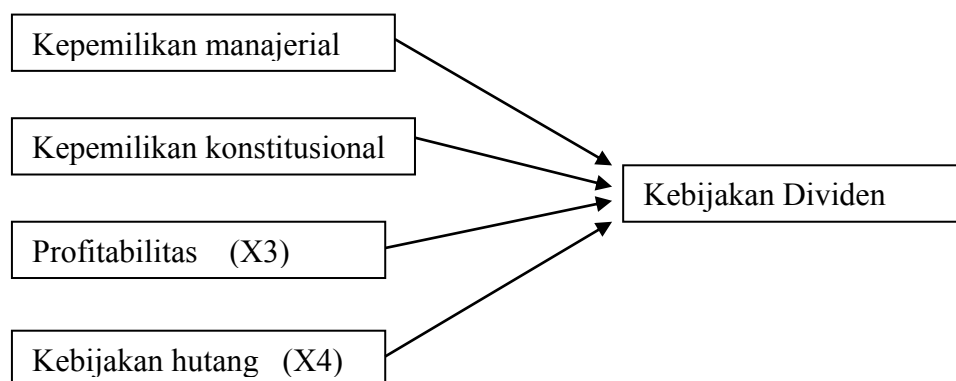
sehingga sebagian besar keuntungan digunakan untuk kesejahteraan pemegang saham.

Kebijakan utang memiliki hubungan negatif terhadap kebijakan dividen dikonfirmasi oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003). Kebijakan utang mensubstitusi kebijakan dividen dalam *agency cost*. Peningkatan penggunaan utang menurunkan tingkat konflik antara manajer dengan pemilik sehingga pemilik tidak terlalu menuntut pembayaran dividen yang tinggi. Penggunaan utang dalam menurunkan konflik antar manajer dengan pemilik akan menggeser konflik antara pemilik dan kreditor. Berdasarkan penelitian Nuringsih (2005), maka hipotesis ke empat yaitu:

H4 : Terdapat pengaruh negative antara kebijakan hutang dengan kebijakan dividen.

2.3 Kerangka konseptual

Berikut disajikan kerangka konseptual yang dituangkan dalam model penelitian pada gambar berikut. kerangka konseptual tersebut menunjukkan pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas, dan hutang terhadap kebijakan dividen.



Gambar 2.1 Kerangka Konseptual