

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1 Tinjauan Pustaka

2.1.1 Teori Keagenan

Teori keagenan mengemukakan tentang hubungan antara *principal* dan *agent*. *Principal* yaitu pihak yang memberikan amanat dan *agent* yaitu pihak yang diberi kepercayaan oleh *principal* dalam menjalankan aktivitas operasional perusahaan. *Principal* pada teori keagenan sebagai pemegang saham perusahaan, dan *agent* sebagai pihak manajer yang mengelola perusahaan.

Teori keagenan memberi penjelasan bahwa kepentingan manajemen dan pemegang saham sering kali bertentangan sehingga bisa terjadi konflik di antara keduanya yang disebut *agency conflict*. Teori keagenan ini menganggap bahwa setiap individu bertindak atas kepentingan mereka sendiri, pemegang saham diasumsikan tertarik pada profitabilitas yang selalu meningkat yang dihasilkan perusahaan atau manfaat dari investasi yang mereka tanamkan pada perusahaan dan manajer cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadinya, sedangkan pemegang saham kurang setuju akan hal tersebut karena akan menambah biaya bagi perusahaan dan akan menurunkan keuntungan yang akan diterima oleh pemegang saham (Kresna dan Ardini, 2020). Pemegang saham perusahaan juga tidak menyukai keputusan manajer yang menginvestasikan dana yang tidak menguntungkan karena berdampak pada penurunan pembagian dividen yang akan diperoleh oleh pemegang saham (Novianti dan Amanah, 2017).

Masalah antara *principal* dan agen juga dapat timbul diakibatkan karena pihak manajemen dianggap memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan pemegang saham karena manajemen mengelola perusahaan secara langsung sedangkan pemegang saham mendapatkan informasi secara efektif tentang aktivitas operasional perusahaan (Hasna dan Fitria, 2020).

Konflik kepentingan ini terus meningkat karena pihak pemegang saham tidak dapat memonitor aktivitas manajemen sehari-hari untuk memastikan bahwa manajemen bekerja sesuai dengan keinginan para pemegang saham. Dan sebaliknya manajemen sendiri mempunyai lebih banyak informasi penting (Andriani dan Ardini, 2016). Supaya manajemen melakukan fungsinya dengan benar maka dilakukannya pengawasan. Kegiatan pengawasan ini mengeluarkan biaya yang tidak sedikit yang biasanya disebut *agency cost*. Ada beberapa cara untuk mengurangi *agency cost* antara lain dengan meningkatkan menggunakan kebijakan hutang, kepemilikan manajerial dan pengawasan oleh kepemilikan institusional (Masdupi dan Ningsih, 2015).

Menurut Sugiarto (2009:55) masalah keagenan dapat muncul dalam berbagai tipe:

1. Konflik antara manajemen dan pemegang saham, di mana banyak ditemukan di perusahaan-perusahaan besar yang dikelola oleh manajer profesional dan pemiliknya adalah berstatus investor dengan kepemilikan relatif kecil. Dalam konteks perusahaan, prinsipal adalah pemilik perusahaan (pemegang saham) dan agennya adalah tim manajemen.

2. Konflik antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas, pemegang saham mayoritas yang biasanya juga menjadi manajer di perusahaan tersebut atau paling tidak menunjuk manajer pilihannya, dapat mengambil keputusan yang hanya menguntungkan pemegang mayoritas.
3. Konflik antara pemegang saham/manajer dengan pemberi pinjaman, konflik tersebut disebabkan perbedaan sikap terhadap risiko di antara dua pihak (Choi, 1992).

2.1.2 Kebijakan Hutang

2.1.2.1 Pengertian Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan kebijakan yang dilakukan perusahaan untuk mendanai operasi perusahaan dengan menggunakan hutang keuangan atau yang bisa disebut *financial leverage* (Brigham dan Houston, 2003:95) dalam Hasna dan Fitria, (2020). Dan menurut Andriani dan Ardini (2016), kebijakan hutang merupakan salah satu dari kebijakan keuangan (pendanaan) yang berkaitan dengan sumber pendanaan suatu perusahaan. Sedangkan menurut Taroreh dan Thaib (2015), kebijakan hutang merupakan suatu keputusan yang diambil oleh pihak manajemen perusahaan untuk dijadikan modal dalam rangka mendanai perusahaan. Dari beberapa pengertian tersebut dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang adalah suatu kebijakan keuangan dalam memenuhi sumber pendanaan aktivitas operasional perusahaan dengan menggunakan hutang (eksternal).

Perusahaan dalam kegiatan operasionalnya akan membutuhkan dana yang cukup besar untuk keperluan pembiayaan rencana investasinya yang meliputi

berbagai macam pembiayaan (Wulandari dan Muninghar, 2019). Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan yang bersumber dari eksternal. Semakin besar modal yang dibutuhkan perusahaan dengan menggunakan dana eksternal maka perusahaan akan memilih menggunakan hutang baik jangka pendek, maupun jangka panjang sebelum menerbitkan saham (Novianto dan Asandimitra, 2017). Penentuan kebijakan hutang ini berkaitan dengan struktur modal karena hutang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal. Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang yang kecil atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan (Novianti dan Amanah, 2017).

2.1.2.2 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang

Hardiningsih dan Oktaviani, (2012) dalam (Wulandari dan Muninghar, 2019) menyatakan terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan hutang, diantaranya adalah:

1. Profitabilitas, perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi cenderung akan menggunakan hutang dalam melakukan pendanaannya. Hal ini untuk menghindari penyalahgunaan dana oleh pihak manajemen.
2. Pertumbuhan total *asset*, perusahaan dengan pertumbuhan total *asset* yang tinggi merupakan perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dan dapat menghasilkan keuntungan atau nilai tambah bagi perusahaan. Perusahaan dengan pertumbuhan total *asset* yang tinggi akan menggunakan hutang yang

relatif kecil karena perusahaan tersebut lebih memilih menggunakan dana internalnya.

3. Laba ditahan, laba ditahan menunjukkan bahwa perusahaan menunda pembagian dividen kepada para pemegang saham untuk digunakan sebagai investasi. Semakin besar laba ditahan maka perusahaan akan menggunakan dana internal yang semakin besar pula, sehingga penggunaan hutang pun akan relatif kecil.
4. Struktur aktiva, perusahaan yang memiliki aktiva tetap yang besar memiliki potensi untuk mendapatkan pinjaman atau hutang yang besar pula.

2.1.2.3 Teori Kebijakan Hutang

Ada beberapa teori kebijakan hutang dalam (Ferina dkk., 2015), yaitu sebagai berikut:

1. Trade off Theory

Teori ini menganggap bahwa penggunaan hutang 100 persen sulit dijumpai. Kenyataannya semakin banyak hutang, maka semakin tinggi beban yang harus ditanggung. Satu hal yang penting bahwa dengan meningkatnya hutang, maka semakin tinggi probabilitas kebangkrutan. Beban yang harus ditanggung saat menggunakan hutang yang lebih besar adalah biaya kebangkrutan, biaya keagenan, beban bunga yang semakin besar dan sebagainya.

2. Pecking Order Theory

Menurut Mamduh (2004) Teori *pecking order* menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan

terakhir. Penggunaan hutang lebih disukai karena biaya yang dikeluarkan untuk hutang lebih murah dibandingkan dengan biaya penerbitan saham.

Beberapa asumsi yang digunakan terhadap perilaku pendanaan perusahaan dalam Pecking Order Theory (Myers, 1984) dalam Dewi dan Wirama, (2017), adalah sebagai berikut:

- a. Asumsi pertama, sumber dana internal merupakan sumber dana yang paling disukai oleh perusahaan
- b. Asumsi kedua, perusahaan melakukan penyesuaian target *dividend payout ratio* (DPR) berdasarkan peluang-peluang investasi yang menguntungkan, walaupun kebijakan dividen perusahaan bersifat kaku dan penyesuaian target DPR hanya dilakukan secara bertahap terhadap peluang investasi yang menguntungkan
- c. Asumsi ketiga, fluktuasi laba dan peluang investasi yang tidak dapat diprediksi berhadapan dengan kebijakan dividen perusahaan yang bersifat kaku, mengimplikasi bahwa jumlah sumber dana internal kemungkinan lebih atau kurang dari pengeluaran investasi yang dibutuhkan, dan
- d. Asumsi keempat, jika sumber dana diperlukan, maka perusahaan mencari sumber dana yang paling aman terlebih dahulu. Perusahaan memulai dari utang, lalu sekuritas hybrid berupa obligasi konvertibel dan sekuritas ekuitas menjadi alternatif terakhir.

2.1.2.4 Pengukuran Kebijakan Hutang

Adapun jenis-jenis rasio yang ada dalam *leverage ratio* menurut Kasmir (2017), antara lain:

1. *Debt to asset ratio (debt ratio)* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur perbandingan antara total utang dengan total aktiva. Dengan kata lain, seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai oleh utang atau seberapa besar utang perusahaan berpengaruh terhadap pengelolaan aktiva.
2. *Debt to equity ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk mengetahui perbandingan antara total utang dengan modal sendiri. rasio ini berguna untuk mengetahui seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai dari utang.
3. *Long term debt to equity ratio* merupakan rasio antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Tujuannya adalah untuk mengukur berapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan utang jangka panjang.
4. *Times interest earned* merupakan rasio untuk mencari jumlah kali perolehan bunga. Rasio ini diartikan juga kemampuan perusahaan untuk membayar biaya bunga, sama seperti *coverage ratio*.
5. *Fixed charge coverage* atau lingkup biaya tetap merupakan rasio yang digunakan menyerupai rasio *times interest earned*. Hanya saja dalam rasio ini dilakukan apabila perusahaan memperoleh utang jangka panjang atau menyewa aktiva berdasarkan kontrak sewa (*lease contract*).

Berdasarkan uraian tersebut, penulis menggunakan *debt to asset ratio* untuk menghitung kebijakan hutang. Jika nilai *debt to assets ratio* tinggi ini menunjukkan bahwa jumlah hutang yang dimiliki perusahaan lebih besar daripada aset perusahaan, dan dapat diasumsikan perusahaan akan memiliki risiko yang semakin besar berdampak pada kegiatan operasional perusahaan. Berikut adalah perhitungan *debt to asset ratio* (Kasmir, 2017)

$$Debt\ to\ Asset\ Ratio = \frac{Total\ Debt}{Total\ Asset}$$

2.1.3 Struktur Kepemilikan Institusional

2.1.3.1 Pengertian Struktur Kepemilikan Institusional

Menurut Rhido (2014), struktur kepemilikan institusional merupakan jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak institusi. Struktur kepemilikan institusional merupakan persentase saham yang dimiliki oleh pemilik institusi dan kepemilikan oleh *blockholder* yaitu kepemilikan individu atau atas nama perorangan di atas 5 persen tetapi tidak termasuk ke dalam golongan kepemilikan *insider* (Agrawal dan Konouber, 1996) dalam Sutanto dkk., (2017). Menurut Edison (2017), kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk institusi seperti yayasan, bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, perusahaan berbentuk perseroan (PT), dan institusi lainnya. Menurut Anggraini dan Laily (2018), kepemilikan institusional merupakan jumlah proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh suatu institusi atau badan usaha suatu organisasi seperti pemerintah, institusi keuangan, institusi luar negeri, dana perwalian, institusi berbadan hukum dan institusi lainnya. Sedangkan menurut Dari beberapa pengertian tersebut dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional adalah proporsi kepemilikan saham oleh pihak institusi seperti pemerintah, yayasan, institusi keuangan, institusi berbadan hukum, institusi luar negeri dan institusi lainnya termasuk kepemilikan individu di atas 5 persen pada akhir tahun.

Kepemilikan institusional memiliki arti penting bagi suatu perusahaan. Pengawasan terhadap manajer dapat dilakukan berasal dari luar perusahaan seperti kepemilikan institusional. Adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja para manajer. Kepemilikan institusional mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Kepemilikan institusional bertindak sebagai pihak yang mengawasi perusahaan, semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin efisiensi pemanfaatan aktiva perusahaan karena kepemilikan institusional yang besar mengindikasikan kemampuan untuk mengawasi manajemen (Meilita dan Rokhmawati, 2017). Dengan tingkat saham yang tinggi akan membuat pengawasan lebih maksimal sehingga mampu membatasi perilaku oportunistik manajer, yaitu manajer melaporkan keuntungan secara oportunis dengan tujuan untuk kepentingan pribadinya (Novianti dan Amanah, 2017). Kepemilikan institusional juga bagian dari cara untuk mengurangi *agency cost* karena pemilik saham akan menunjuk manajer untuk mengelola perusahaan dengan tujuan untuk dapat meningkatkan nilai perusahaan serta kesejahteraan pemilik saham (Kurniawati dkk., 2015).

Investor institusional memiliki beberapa kelebihan dibanding dengan investor individual, diantaranya yaitu:

1. Investor institusional memiliki sumber daya yang lebih daripada investor individual untuk mendapatkan informasi.
2. Investor institusional memiliki profesionalisme dalam menganalisa informasi, sehingga dapat menguji tingkat keandalan informasi.

3. Investor institusional, secara umum, memiliki relasi bisnis yang lebih kuat dengan manajemen.
4. Investor institusional memiliki motivasi yang kuat untuk melakukan pengawasan lebih ketat atas aktivitas yang terjadi di dalam perusahaan.
5. Investor institusional lebih aktif dalam melakukan jual beli saham sehingga dapat meningkatkan jumlah informasi secara cepat yang tercermin di tingkat harga.

Kepemilikan institusional memiliki kelebihan (Lestari, 2017), antara lain:

1. Memiliki profesionalisme dalam menganalisis dalam informasi sehingga dapat menguji keandalan informasi.
2. Memiliki motivasi yang kuat untuk melaksanakan pengawasan lebih ketat atas aktivitas yang terjadi di dalam perusahaan.

2.1.3.2 Pengukuran Struktur Kepemilikan Institusional

Pada penelitian ini struktur kepemilikan institusional diukur dengan menggunakan kepemilikan institusi. Kepemilikan institusi yaitu proporsi kepemilikan saham oleh pihak institusi seperti pemerintah, yayasan, institusi keuangan, institusi berbadan hukum, institusi luar negeri dan institusi lainnya termasuk kepemilikan individu diatas 5 persen pada akhir tahun. Yang dapat dihitung menggunakan rumus (Ridho, 2014):

$$Institusi = \frac{Jumlah\ Institusi\ Ownership}{Jumlah\ Saham\ Beredar}$$

2.1.4 Kebijakan Dividen

2.1.4.1 Pengertian Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan manajemen dalam menentukan porsi laba perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau dalam bentuk laba ditahan (Hanafi, 2013:42) dalam Kresna dan Ardini, (2020).

Menurut Bansaleng dkk, (2014), kebijakan dividen (*dividend payout*) merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir periode akan dibagikan kepada para pemegang saham ataukah akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang.

Menurut Pembayun dan Subarjo (2018), kebijakan dividen merupakan kebijakan yang mengatur beberapa laba bersih yang akan dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk membiayai investasi kebijakan dividen dalam suatu perusahaan juga dipengaruhi oleh beberapa faktor antara lain perjanjian hutang, pembatasan dari saham preferen, tersedianya kas, pengendalian terhadap perusahaan, kebutuhan dana untuk investasi, dan fluktuasi laba.

Berdasarkan beberapa pengertian diatas dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen adalah keputusan perusahaan dalam menentukan laba yang diperoleh apakah laba tersebut akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk sumber pembiayaan dimasa yang akan datang.

(Sutrisno, 2003:305) dalam Hasna dan Fitria, (2020) menjelaskan ada beberapa kebijakan perusahaan dalam pemberian dividen secara tunai kepada pemegang saham, bentuk kebijakan tersebut adalah:

1. Kebijakan dividen stabil, dividen akan diberikan secara tetap per lembarnya walaupun laba yang diperoleh perusahaan berfluktuasi.
2. Kebijakan dividen meningkat, dividen akan dibayarkan kepada pemegang saham dengan jumlah yang selalu meningkat dengan pertumbuhan yang stabil.
3. Kebijakan dividen dengan rasio yang konstan, dividen yang diberikan mengikuti besarnya laba yang diperoleh perusahaan. Semakin besar laba yang diperoleh maka semakin besar pula dividen yang dibagikan.
4. Kebijakan dividen reguler yang rendah ditambah ekstra, pembayaran dividen dengan cara ini dengan menentukan jumlah minimal pembayaran dividen per lembar saham setiap tahunnya. Dalam keadaan perusahaan yang lebih baik perusahaan akan menambahkan ekstra dividen diatas jumlah minimal tersebut.

2.1.4.2 Teori Kebijakan Dividen

Menurut (Sjahrial, 2007:31) dalam Nainggolan dan Listiadi, (2014) menyatakan bahwa beberapa teori kebijakan dividen, antara lain:

1. *Dividend Irrelevansi Theory*, menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan maupun biaya modal. Modigliani dan Miller (1961) menyatakan bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh pendapatan yang dihasilkan oleh aktivasnya, dengan demikian

nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasinya jadi menurut Modigliani dan Miller dividen tidak relevan.

2. *The Bird in The Hand Theory*, menyatakan bahwa biaya modal perusahaan sendiri akan naik jika dividend payout ratio (DPR) rendah karena investor lebih suka menerima dividen dibanding *capital gain* dimana dividen mempunyai risiko yang lebih kecil dibanding *capital gain*.
3. *Tax Preference Theory*, menyatakan karena adanya pajak terhadap dividen dan *capital gain*. Para investor lebih menyukai *capital gain* hal ini dikarenakan dapat menunda pembayaran pajak dalam *capital gain*.
4. *Signalling Hypotesis Theory*, menyebutkan bahwa jika ada kenaikan dividen maka sering diikuti dengan kenaikan harga saham, demikian sebaliknya. Menurut Modigliani dan Miller kenaikan dividen biasanya merupakan suatu sinyal atau tanda kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dimasa yang datang dan sebaliknya.
5. *Clientele Effect theory* berpendapat bahwa terdapat dua kelompok yang memiliki kepentingan berbeda, yaitu kelompok pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu *dividend payout ratio* (DPR) yang tinggi, begitu sebaliknya.

Selain teori tersebut (Sutrisno, 2003:312) dalam Hasna dan Fitria, (2020) mengemukakan beberapa teori dividen yaitu:

1. *Residual Dividend of Theory* menyatakan bahwa laba yang diperoleh perusahaan dalam suatu periode adalah untuk kesejahteraan para pemegang saham.
2. *Modigliani and Millers Model* atau *Dividends Irrelevance Theory* yaitu teori yang menjelaskan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh kemampuan perusahaan dalam mendapatkan keuntungan dari aset perusahaan.

2.1.4.3 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Berikut ini adalah faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen menurut Arifin (2018), sebagai berikut:

1. Undang-undang

Undang-undang menentukan bahwa dividen harus dibayar dari laba, baik laba tahun berjalan maupun laba tahun lalu yang ada pada pos “laba ditahan (*reaned earnings*)” di neraca. Peraturan pemerintah menekankan tiga hal:

- a. Peraturan laba bersih, menyatakan bahwa dividen dapat dibayar dari laba saat ini atau tahun lalu.
- b. Larangan pengurangan modal (*capital impairment rule*), melindungi pemberi kredit karena adanya larangan untuk membayar dividen dengan mengurangi modal (membayar dividen dengan modal akan berarti membagi modal suatu perusahaan dan bukan membagikan laba).
- c. Peraturan kepailitan (*insolvency rule*), menyatakan bahwa perusahaan tidak dapat membayar pada saat pailit. Kepailitan disini adalah karena kewajiban lebih besar daripada aktiva. Membayar pada saat kondisi seperti

ini akan berarti memberi dana kepada pemegang saham yang sebenarnya milik pemberi kredit.

2. Posisi Likuiditas

Laba ditahan biasanya diinvestasikan dalam bentuk aktiva yang dibutuhkan untuk menjalankan usaha. Laba ditahan tahun-tahun lalu sudah diinvestasikan dalam bentuk pabrik dan peralatan, persediaan, dan aktiva lainnya, laba tersebut tidak disimpan dalam bentuk kas. Jadi meskipun suatu perusahaan mempunyai catatan mengenai laba, perusahaan mungkin tidak dapat membayar tunai dividen karena posisi likuiditasnya memang, perusahaan yang berkembang, walaupun dengan keuntungan yang sangat mendesak. Dalam keadaan seperti ini, perusahaan dapat memutuskan untuk tidak membayar dividen.

3. Kebutuhan Pelunasan Hutang

Apabila perusahaan mengambil hutang untuk membiayai ekspansi atau untuk mengganti jenis pembiayaan yang lain, perusahaan menghadapi dua pilihan. Perusahaan dapat membayar hutang itu pada saat jatuh tempo dan menggantikannya dengan jenis surat berharga yang lain, atau perusahaan dapat memutuskan untuk melunasi hutang tersebut. Jika keputusannya adalah membayar hutang tersebut, maka biasanya perlu penahanan laba.

4. Pembatasan dalam Perjanjian Hutang

Perjanjian hutang, khususnya apabila merupakan hutang jangka panjang sering kali membatasi kemampuan perusahaan untuk membayar dividen tunai.

Larangan yang dibuat untuk melindungi kedudukan pemberi pinjaman, biasanya menyatakan bahwa:

- a. Dividen pada masa yang akan datang hanya dapat dibayar dari laba yang diperoleh sesudah penandatanganan perjanjian hutang (jadi dividen tidak dapat dibayar dari laba ditahan tahun-tahun lalu), dan
- b. Dividen tidak dapat dibayarkan apabila modal kerja bersih berada dibawah suatu jumlah yang telah ditentukan. Demikian pula, perjanjian saham preferen biasanya tidak dapat dibayarkan kecuali semua dividen saham preferen sudah dibayar.

5. Tingkat Ekspansi Aktiva

Semakin cepat sebuah perusahaan berkembang, semakin besarnya kebutuhan untuk membiayai ekspansi aktivanya. Kalau kebutuhan dana di masa depan semakin besar, perusahaan akan cenderung untuk menahan laba daripada membayarkannya. Apabila perusahaan mencari dana dari luar, maka sumber-sumbernya adalah pemegang saham saat itu yang telah mengetahui keadaan perusahaan. Tetapi jika laba dibayarkan sebagai dividen dan terkena pajak penghasilan pribadi yang tinggi, maka hanya sebagian saja yang tersisa.

6. Tingkat Laba

Tingkat hasil pengembalian yang diharapkan akan menentukan pilihan relatif untuk membayar laba tersebut dalam bentuk dividen kepada pemegang saham (yang akan menggunakan dana itu di tempat lain) atau menggunakannya di perusahaan tersebut.

7. Stabilitas Laba

Suatu perusahaan yang mempunyai laba stabil sering kali dapat memperkirakan berapa besar laba di masa yang akan datang. Perusahaan seperti ini biasanya cenderung membayarkan laba dengan persentase yang lebih tinggi daripada perusahaan yang labanya berfluktuasi. Perusahaan yang tidak stabil, tidak yakin apakah laba yang diharapkan pada tahun-tahun yang akan datang dapat tercapai, sehingga perusahaan cenderung untuk menahan sebagian besar laba saat ini. Dividen yang akan lebih rendah akan lebih mudah untuk dibayar apabila laba menurun pada masa yang akan datang.

8. Akses ke Pasar Modal

Suatu perusahaan yang besar dan telah berjalan baik, dan mempunyai catatan profitabilitas dan stabilitas, akan mempunyai akses yang mudah ke pasar modal dan mempunyai bentuk lain dari pendanaan. Sedangkan perusahaan yang baru, kecil dan bersifat coba-coba akan lebih banyak mengandung risiko bagi penanam modal potensial. Kemampuan perusahaan untuk menaikkan modalnya atau dana pinjaman dari pasar modal akan terbatas; dan perusahaan seperti ini harus menahan lebih banyak laba untuk membiayai operasinya. Jadi perusahaan yang sudah mapan cenderung untuk memberi tingkat pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil atau baru.

9. Kendali Perusahaan

Pengaruh sumber pembiayaan alternatif terhadap situasi kendali perusahaan. Sebagai suatu kebijakan beberapa perusahaan melakukan ekspansi hanya sampai pada tingkat penggunaan laba internal saja. Kebijakan ini didukung

oleh pendapat bahwa menghimpun dana melalui penjualan tambahan saham biasa akan mengurangi kesuksesan kelompok dominan dalam perusahaan itu. Pada saat yang sama, mengambil hutang akan memperbesar risiko naik turunnya laba yang dihadapi pemilik perusahaan saat ini. Pentingnya pembiayaan internal dalam usaha untuk memperhatikan kendali perusahaan, akan memperkecil pembayaran dividen.

10. Posisi Pemegang Saham sebagai Pembayaran Pajak

Posisi pemilik perusahaan sebagai pembayar pajak sangat mempengaruhi keinginannya untuk memperoleh dividen. Misalnya, suatu perusahaan yang dipegang hanya oleh beberapa pembayar pajak dalam golongan berpendapatan tinggi, cenderung untuk membayar dividen yang rendah.

Selain faktor-faktor diatas berikut ini faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen menurut (Sutrisno, 2005:286), dalam Putri dan Andayani, (2017) sebagai berikut:

1. Posisi Likuiditas, bagi perusahaan yang arus kas keluarnya adalah *cash dividend*, maka perusahaan yang akan membayar dividen harus dapat menyediakan uang kas yang cukup banyak dan hal ini dapat menurunkan tingkat likuiditas perusahaan.
2. Posisi Solvabilitas, perusahaan dengan kondisi yang solvabilitas kurang baik biasanya perusahaan tidak membagi laba. Hal ini banyak digunakan untuk memperbaiki posisi struktur modal.
3. Pelunasan Kebutuhan Hutang, sumber dana perusahaan merupakan salah satu dari kreditor baik jangka panjang ataupun jangka pendek. Hutang ini harus

segera dilunasi pada saat jatuh tempo dan untuk membayar hutang tersebut harus menyediakan dana.

4. Rencana Perluasan, perusahaan yang sedang berkembang menandakan pertumbuhan semakin pesat dengan melihat perluasan yang dilakukan oleh perusahaan.
5. Kesempatan Investasi, merupakan faktor penentu untuk mempengaruhi besarnya dividen yang dibagi. Semakin luas kesempatan investasi maka semakin kecil dividen yang akan dibayarkan sebab dana tersebut digunakan untuk memperoleh kesempatan investasi.
6. Stabilitas Pendapatan, bagi perusahaan yang memiliki pendapatan yang stabil, dividen yang dibayar kepada investor lebih besar daripada perusahaan yang memiliki pendapatan tidak stabil.
7. Pengawasan Terhadap Perusahaan, pemilik perusahaan terkadang tidak ingin kehilangan kendali terhadap perusahaannya. Oleh sebab itu, perusahaan mencari sumber dana dari pemilik modal sehingga investor baru akan masuk dan hal itu tentu akan membuat pemilik lama kehilangan kekuasaan dalam mengendalikan perusahaan.

2.1.4.4 Pola Pembayaran Dividen

Menurut Arifin (2018), pada dasarnya ada tiga macam pola pembayaran dividen, yaitu:

1. Jumlah Dolar Stabil Per Saham

Kebijakan untuk membayar jumlah dolar yang stabil per saham, yang dilakukan oleh banyak perusahaan, merupakan kebijakan yang disebut kebijakan dividen stabil.

2. Rasio Pembayaran Konstan

Hanya beberapa perusahaan yang melakukan kebijakan membayar dividen berdasarkan persentase tertentu dari laba. Karena laba berfluktuasi, menjalankan kebijakan ini akan berarti jumlah dividen dalam dolar akan berfluktuasi. Kebijakan ini tidak akan memaksimumkan nilai saham perusahaan, karena pasar tidak dapat mengandalkan kebijakan ini untuk memberi informasi mengenai prospek perusahaan pada saat mendatang dan karena kebijakan ini mempengaruhi kebijakan intervensi.

3. Dividen tetap yang rendah ditambah dividen ekstra

Kebijakan membayar dividen tetap yang rendah ditambah ekstra merupakan penggabungan jumlah dolar stabil per saham dengan rasio pembayaran konstan. Kebijakan ini memberi fleksibilitas pada perusahaan, tetapi menyebabkan penanam modal sedikit ragu-ragu tentang seberapa besar pendapatan mereka. Namun jika pendapatan perusahaan sangat berubah-ubah, kebijakan ini akan menjadi pilihan yang terbaik.

2.1.4.5 Langkah-langkah Pembayaran Dividen

Adapun rincian tanggal-tanggal pembayaran dividen menurut Putri dan Andayani (2017), sebagai berikut:

1. Tanggal Pengumuman (*Declaration Date*) merupakan tanggal yang mana secara resmi diumumkan oleh emiten tentang bentuk dan besarnya serta jadwal pembayaran dividen yang akan dilakukan.
2. Tanggal Pencatatan (*Date of Record*) merupakan tanggal perusahaan melakukan pencatatan nama-nama pemegang saham untuk diberikan haknya berupa dividen.
3. Tanggal *Cum-Dividend* merupakan tanggal hari terakhir perdagangan saham yang masih melekat hak untuk mendapatkan dividen baik dividen tunai maupun dividen saham.
4. Tanggal *Ex-Dividend* merupakan tanggal perdagangan saham yang sudah tidak melekat lagi untuk memperoleh dividen.
5. Tanggal Pembayaran (*Payment Date*) merupakan tanggal pada saat pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan kepada investor yang telah mempunyai hak atas dividen.

2.1.4.6 Pengukuran Kebijakan Dividen

Menurut I Made Sudana (2009:27) ukuran kebijakan dividen sebagai berikut:

1. *Dividend Yield*

Rasio ini mengukur seberapa besar tingkat keuntungan berupa dividen yang mampu dihasilkan dari investasi pada saham. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin besar dividen yang mampu dihasilkan dengan investasi tertentu pada saham.

2. *Dividend Payout Ratio*

Rasio ini mengukur berapa besar bagian laba bersih setelah pajak yang dibayarkan sebagai dividen kepada pemegang saham. Semakin besar rasio ini berarti semakin sedikit bagian laba yang ditahan untuk membiayai investasi yang dilakukan.

Pada penelitian ini, penulis menggunakan *dividend payout ratio* untuk mengukur kebijakan dividen. Karena *dividend payout ratio* ini mempresentasikan proporsi *net income after tax* yang dibagikan sebagai dividen. *Dividend payout ratio* inilah yang menentukan besarnya dividen per lembar saham (*dividend per share*). Berikut adalah perhitungan *dividend payout ratio* (Hanafi, 2013:42) :

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Sahre}}$$

Untuk menilai apakah kinerja perusahaan baik atau buruk dilihat dari rasio keuangan, maka ada dua acara yang dapat dilakukan (Anwar, 2019), yaitu:

1. Membandingkan dengan rasio keuangan perusahaan pada masa sebelumnya.
2. Membandingkan dengan rasio keuangan rata-rata industri (rata-rata rasio keuangan perusahaan yang bergerak di sektor yang sama pada tahun yang sama).

Dan menurut Astawinetu dan Handini, (2020) rasio keuangan memberikan dua cara untuk membuat perbandingan dari data keuangan perusahaan menjadi lebih berarti, yakni perbandingan internal dan perbandingan eksternal.

1. Perbandingan Internal (*trend analysis*)

Analisis rasio keuangan melibatkan dua jenis perbandingan. Pertama, analisis dapat membandingkan rasio saat ini dengan rasio masa lalu dan akan datang dalam perusahaan yang sama. Jika rasio keuangan diurutkan dalam periode beberapa tahun, analisis dapat mempelajari komposisi perubahan dan menentukan apakah terdapat perbaikan atau penurunan dalam kondisi keuangan dan kinerja perusahaan.

2. Perbandingan Eksternal dan Sumber-Sumber Rasio Industri

Metode perbandingan yang kedua melibatkan perbandingan rasio satu perusahaan. Dengan perusahaan-perusahaan sejenis atau dengan rata-rata industri pada titik waktu yang sama. Perbandingan ini memberikan pandangan mendalam tentang kondisi keuangan dan kinerja relative dari perusahaan. Rasio ini juga membantu dalam mengidentifikasi penyimpangan dari rata-rata atau standar industri.

2.2 Kerangka Pemikiran

Kebijakan dividen merupakan kebijakan keuangan perusahaan yang sangat penting bagi para pemegang saham maupun perusahaan. Kebijakan dividen berkaitan dengan penentuan apakah laba perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau ditahan sebagai laba ditahan. Dalam menentukan kebijakan dividen ini manajemen akan mempertimbangkan faktor-faktor yang berkaitan dengan kebijakan dividen.

Kebijakan hutang merupakan kebijakan yang diambil perusahaan untuk pembiayaan dengan menggunakan hutang. Menurut Kasmir (2017:156), kebijakan

hutang (DAR) merupakan seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai oleh utang atau seberapa besar utang perusahaan berpengaruh terhadap pengelolaan aktiva. Kebijakan hutang merupakan salah satu keputusan pendanaan yang sangat penting dalam sebuah perusahaan di mana kebijakan hutang ini dilakukan untuk menambah dana perusahaan agar perusahaan dapat maju dan berkembang. Semakin besar modal yang dibutuhkan perusahaan dengan menggunakan dana eksternal maka perusahaan akan memilih menggunakan hutang baik jangka pendek, maupun jangka panjang sebelum menerbitkan saham (Novianto dan Asandimitra, 2017). Perusahaan yang mempunyai tingkat kebijakan hutang yang rendah, ini berarti perusahaan menggunakan modal sendiri dalam membiayai aktivitas operasionalnya, sedangkan perusahaan yang mempunyai kebijakan hutang yang tinggi, berarti perusahaan sangat bergantung pada pinjaman luar untuk membiayai operasi perusahaannya. Sementara itu, penggunaan tingkat kebijakan hutang yang tinggi dapat menimbulkan *financial distress* dan kebangkrutan. Oleh sebab itu, untuk menghindari hutang yang tinggi, perusahaan biasanya mengalokasikan laba perusahaan sebagai laba ditahan untuk pembiayaan operasional perusahaan di masa yang akan datang.

Meningkatnya hutang berdampak pada laba yang diperoleh perusahaan, karena laba yang tersedia akan lebih diprioritaskan untuk membayar utang bunga dan pinjaman pokoknya kepada kreditor secara periodik. Dengan kata lain, biaya bunga yang semakin besar, maka akan menurunkan laba perusahaan. Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi akan berusaha mengurangi *agency cost of debt* dengan mengurangi hutangnya. Hutang dapat dikurangi dengan membiayai

investasinya melalui sumber pendanaan internal, sehingga pemegang saham akan merelakan dividennya untuk membiaya investasi (Aji dan Majidah, 2018) Penggunaan hutang yang tinggi, akan menyebabkan pembagian dividen menurun karena sebagian besar laba perusahaan akan dialokasikan untuk cadangan pelunasan utang dan sumber dana investasi di masa yang akan datang. Sebaliknya, pada tingkat penggunaan hutang yang rendah, maka hak pemegang saham terhadap dividen semakin besar.

Tingginya penggunaan hutang dapat menurunkan konflik keagenan sehingga pemegang saham tidak akan mengharuskan perusahaan membagikan dividen yang tinggi. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi tingkat hutang perusahaan, maka kemampuan perusahaan dalam pembagian dividen akan menurun karena laba yang diperoleh perusahaan akan digunakan untuk cadangan pelunasan hutang sehingga laba perusahaan yang tersedia untuk pembagian dividen akan semakin kecil. Namun, apabila perusahaan memiliki tingkat hutang yang rendah, maka perusahaan dapat membagikan tingkat *dividend payout ratio* yang tinggi kepada pemegang saham. Purba dkk. (2020), juga menyatakan semakin besar kebijakan hutang berarti semakin besar utang dan risiko yang akan dihadapi perusahaan, sehingga adanya penurunan pada kebijakan dividen dan sebaliknya, semakin kecil kebijakan hutang berarti semakin rendah utang dan risiko perusahaan, maka semakin besar kebijakan dividen perusahaan. Begitu juga menurut Ridho, (2014) jika beban utang semakin besar, maka kemampuan perusahaan untuk membagi dividen akan semakin rendah. Dalam penelitian ini, proksi kebijakan hutang menggunakan *debt to asset ratio* (DAR).

Terdapat beberapa penelitian sebelumnya yang membahas mengenai bagaimana pengaruh kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen. Hasil Purba dkk. (2020), menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Berbeda dengan hasil penelitian Andriani dan Ardini (2016), menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Faktor selanjutnya yang akan diuji yaitu struktur kepemilikan institusional. Menurut Rhido (2014), struktur kepemilikan institusional merupakan jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak institusi. Adanya kepemilikan institusional akan mendorong tingkat pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen perusahaan. Selain itu, investor institusional juga dianggap sebagai pihak yang efektif yang dapat membatasi perilaku *opportunistic manager*, yaitu manajer melaporkan laba secara *opportunistic* untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya (Shepher dan Scott, 1975) dalam Pembayun dan Subarjo, (2018). Pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional sangat bergantung pada besarnya investasi yang dilakukan. Kepemilikan menggambarkan bagaimana dan siapa saja yang mengendalikan keseluruhan kepemilikan perusahaan dan pemegang aset bisnis pada suatu perusahaan. Semakin besar tingkat kepemilikan saham oleh pihak institusional, maka usaha pengawasan akan lebih intensif terhadap aktivitas suatu perusahaan sehingga mampu mengurangi masalah keagenan. Jika kepemilikan institusional yang tinggi, maka pemangku kepentingan akan mengatasi masalah keagenan dan mengendalikan masalah keagenan dengan mengendalikan keputusan pembagian dividen (Masdupi dan

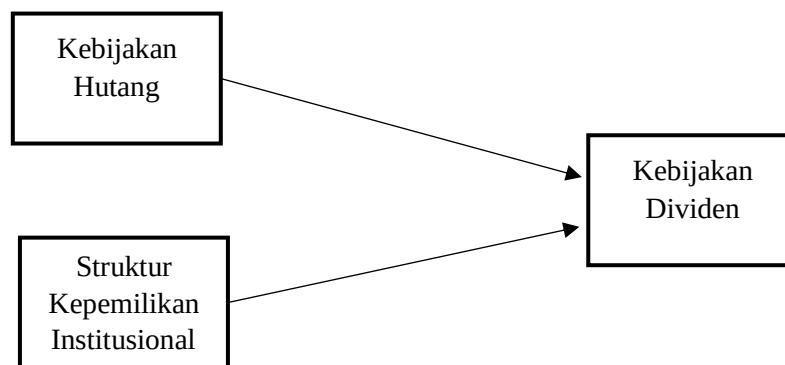
Ningsih, 2015). Maka dengan berkurangnya konflik keagenan ini menunjukkan semakin kuatnya pengawasan eksternal terhadap perusahaan, sehingga perusahaan akan cenderung membagikan dividen yang rendah. Novianti dan Amanah (2017), juga menyatakan bahwa perusahaan cenderung membagikan dividen yang rendah dikarenakan kemungkinan adanya masalah keagenan relatif kecil, sehingga semakin tinggi kepemilikan institusional, *dividend payout ratio* akan menurun. Begitu juga dengan pernyataan (Han, Lee dan Suk, 1999) dalam Masdupi dan Ningsih, (2015) bahwa dengan adanya pemilik institusional, perusahaan cenderung kurang menggunakan dividen sebagai alat untuk mengurangi biaya agensi. Sehingga peningkatan kepemilikan institusional akan mengurangi kebijakan dividen.

Terdapat beberapa penelitian sebelumnya yang membahas mengenai bagaimana pengaruh struktur kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian Aji dan Majidah (2018), menunjukkan bahwa kepemilikan institusional secara parsial berpengaruh signifikan tetapi ke arah negatif terhadap kebijakan dividen. Berbeda dengan hasil penelitian Andriani dan Ardini (2016), menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen, menurut Hanafi (2013:42), kebijakan dividen merupakan keputusan manajemen dalam menentukan porsi laba perusahaan yang akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau dalam bentuk laba ditahan Oleh karena itu, kebijakan pembayaran dividen mempunyai dampak yang sangat penting bagi investor

maupun perusahaan yang akan membayar dividen. Dalam penelitian ini penulis menggunakan *dividend payout ratio* untuk menghitung berapa besar dividen yang dibagikan oleh perusahaan.

Berdasarkan yang telah diuraikan di atas dan mengacu pada penelitian terdahulu, maka dapat disusun kerangka pemikiran teoritis sebagai berikut:



Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran

2.3 Hipotesis

Berdasarkan rumusan masalah, tujuan, tinjauan teori, penelitian terdahulu dan kerangka teoritis, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₁ : Kebijakan Hutang berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen

H₂ : Struktur Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif terhadap Kebijakan Dividen