

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Masalah

Struktur keuangan perusahaan mempengaruhi manajer, direktur dan pemegang saham dengan kepentingan operasional dalam bisnis khususnya tingkat hutang yang tinggi dapat untuk membuat keputusan memaksimalkan laba. Hal tersebut tidak terlepas dari peran serta pemodal, baik individu maupun institusional. Peran serta pemodal semakin meningkat seiring dengan keinginan mereka untuk memperoleh dividen maupun *capital gain*. Semakin dividen yang diberikan kepada pemegang saham meningkat, maka tingkat kemakmuran pemegang saham akan semakin tinggi. Pendapat ini sangat bertentangan dengan penentuan kebijakan pendanaan dan dividen menurut Barclay dkk (1998) berkaitan dengan masalah *free cash flow* perusahaan. Dimana dengan arus kas bebas yang besar akan mengarah pada perilaku manajer yang salah dan keputusan yang buruk yang bukan demi kepentingan pemegang saham biasa perusahaan. Dengan kata lain manajer bukannya mengolah arus kas tetapi manajer hanya mementingkan kepentingan pemegang saham yaitu menjadikan pembayaran dividen tunai yang lebih tinggi.<sup>1</sup> Arus kas bebas didefinisikan sebagai bagian arus kas perusahaan yang tidak bisa diinvestasikan secara menguntungkan didalam perusahaan. Karena manajer sering tergoda menggunakan arus kas bebas untuk memperbesar ukuran perusahaan tanpa memperhatikan ekspansi tersebut menguntungkan atau tidak. Perusahaan yang pertumbuhannya tinggi dengan

mempunyai kesempatan yang besar memungkinkan untuk membayar dividen yang rendah karena mereka mempunyai kesempatan yang *profitable* dalam mendanai investasinya secara internal sehingga perusahaan tidak terdoda untuk membayar bagian yang lebih besar labanya kepada pihak luar. Sebaliknya perusahaan yang pertumbuhannya rendah berusaha menarik dana dari luar untuk mendanai investasinya dengan mengorbankan sebagian besar labanya dalam bentuk dividen atau bunga. Pernyataan ini menurut Barclay dan Smith (1998) konsisten dengan prediksi *contracting theory* yang mengisyaratkan kepada pihak luar agar perusahaan lebih mudah untuk memperoleh sumber pendanaan baru dengan memberikan suatu godaan pembayaran dividen yang tinggi agar pihak lain tertarik untuk menginvestasikan dananya pada perusahaan yang bersangkutan. Teori *contracting* secara prinsip menggunakan asumsi utama bahwa pemilihan kebijakan perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan sangat dipengaruhi keputusan pendanaan. Sedangkan keputusan pendanaan berkaitan dengan pemilihan sumber dana, baik yang berasal dari dalam ( internal ) maupun dari luar (eksternal) perusahaan. Sumber dana internal berasal dari dana yang terkumpul dari laba yang ditahan yang berasal dari hasil kegiatan perusahaan dan sumber dana eksternal berasal dari pemilik yang merupakan komponen modal sendiri dan dana yang berasal dari para kreditur yang merupakan modal pinjaman atau hutang.

Dalam perspektif *efficiency contracting* secara khusus manajer akan memilih metode akuntansi yang akan meminimalkan biaya agensi ( *agency cost* ), dengan demikian manajer dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Masalah agensi berakar pada konflik

---

<sup>1</sup>Michael C Jensen, " Free cash flow concept", *American Economic Review* 76 ( Mei 1986 ):323-329

kepentingan dan manajemen struktur modal meliputi konflik antara pemegang saham dan pemegang obligasi. Bertindak atas kepentingan pemegang saham bisa menyebabkan manajemen menginvestasikan dalam proyek yang sangat berisiko. Untuk mengurangi konflik kepentingan ini diperlukan *monitoring cost*. Perusahaan akan memilih biaya monitoring yang berasal dari pihak internal, karena jika menggunakan pihak internal tidak perlu mengeluarkan biaya monitoring yang tinggi. Dengan adanya *dividend puzzle* yang mendasarkan pada asumsi biaya agensi (Easterbrook, 1984), menyatakan bahwa investor atau pemegang saham akan lebih menyukai pembayaran dividen yang meningkat diikuti dengan hutang yang meningkat pula, daripada perusahaan hanya meningkatkan pembayaran dividen tunai. Perusahaan menyediakan mekanisme pembayaran dividen untuk mengetahui prospek perusahaan di masa yang akan datang atas dananya. Dan semakin banyak dividen yang ingin dibayarkan oleh suatu perusahaan, semakin besar kemungkinan berkurangnya laba ditahan (pertambahan modal internal). Jadi menyebabkan perusahaan harus mencari dana eksternal (pinjaman atau saham) untuk melakukan investasi baru yang disesuaikan dengan kebijakan perusahaan, tingkat bunga dan return yang akan diperoleh.

Penelitian yang khusus menginvestigasi hubungan kesempatan pertumbuhan perusahaan dengan kebijakan dividen melalui pendekatan biaya agensi telah dilakukan oleh Hartono (1999a).

Hasil penelitian ini menunjang hasil bahwa perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen kas dan meningkatkan hutang secara simultan maka:

1. Kebijakan dividen tersebut adalah bukan merupakan satu mekanisme pemegang saham, tetapi keputusan berdasarkan akuntansinya manajer dengan laba sebagai faktor utamanya.
2. Kebijakan dividen mempengaruhi kebijakan pendanaan, tetapi tidak untuk sebaliknya.
3. Kenaikan pembayaran dividen menurunkan kesejahteraan pemegang saham, tetapi kenaikan hutang berikutnya meningkatkan kesejahteraan pemegang saham dengan satu pengaruh positif yang bersih pada kesejahteraan pemegang saham.
4. Kebijakan dividen adalah independen dari kebijakan investasi.

Permasalahan yang spesifik adalah pembayaran dividen tunai meningkat diikuti dengan kenaikan hutang untuk berinvestasi. Pendanaan proyek internal menggunakan laba yang ditahan dan proyek eksternal menggunakan penambahan modal baru. Miller dan Rock (1985) menyatakan bahwa pembayaran dividen dan kenaikan hutang merupakan "*uneconomic and pointless*". Easterbrook (1984), meskipun terdapat perdebatan bahwa kebijakan ini mengurangi biaya agensi modal dan meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

Pendapat Easterbrook's dibangun atas pengawasan manajer terhadap biaya agensi. Biaya ini sangat mahal dan pemegang saham tidak dapat mengambil kembali keuntungan yang penuh dari biaya pengawasan ini. Batas yang digunakan manajer tidak menggunakan hutang sampai dengan biaya agensi hutang sama dengan keuntungan yang diperoleh. Mereka menerima keuntungan hanya dari proporsi penanaman modal, dan keuntungan diperoleh dari kegiatan lain seperti keuntungan

dari obligasi. Mekanisme kenaikan kemakmuran pemegang saham, menyebabkan pemegang saham obligasi membagi biaya monitoring. Pemegang saham dapat mengajukan modal kepada manajer, dengan demikian terdapat dorongan untuk mengurangi biaya agensi. Permintaan pemegang saham atas pembayaran dividen, akan meningkatkan kepercayaan manajer terhadap modal pasar. Easterbrook's berpendapat bahwa dividen harus tetap ada dalam suatu perusahaan karena dividen termasuk dalam kebijakan pendanaan perusahaan.

Dalam hal ini penulis hanya menggunakan tiga variabel dalam perhitungan asosiasi kemakmuran pemegang saham terhadap kenaikan hutang dan kenaikan dividen. Variabel ini diambil dari penelitian Jogiyanto terhadap biaya agensi hubungannya dengan pembayaran dividen. Dalam penelitiannya, Jogiyanto menggunakan lima variabel yaitu variabel hutang, variabel dividen, variabel kesempatan investasi, variabel yang mempengaruhi pendanaan, dan variabel kemakmuran pemegang saham. Hasil dari penelitian yang dilakukan Jogiyanto sangat mendukung dari hipotesis kemakmuran pemegang saham. Hal ini disebabkan bahwa suatu kemakmuran pemegang saham ditentukan oleh banyak faktor yaitu perubahan dividen, hutang perusahaan, kemampuan perusahaan dalam mempengaruhi pendanaan dan pertumbuhan perusahaan. Sedangkan kebijakan dividen itu sendiri ditentukan oleh faktor atau variabel akuntansi, dan kebijakan keuangan ditentukan oleh aktiva tetap, kemampuan pendanaan perusahaan serta kebijakan dividen itu sendiri.

Motivasi penulis untuk melakukan riset dengan topik seperti ini didasari alasan sebagai berikut ini. Pertama, masih banyak terdapat pertentangan antara

kebijakan dividen perusahaan dengan penambahan modal atau hutang dari pihak eksternal. Kedua, penulis menjelaskan tentang kebingungan dividen dalam menilai prospek perusahaan masa depan dan ketiga adalah penulis mencoba menjelaskan bahwa perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen tunai diikuti dengan meningkatnya hutang berdampak terhadap kemakmuran pemegang saham. Dari pertimbangan-pertimbangan diatas, penulis merasa tertarik untuk melakukan penelitian untuk menguji pengaruh kenaikan pembayaran dividen dengan kenaikan hutang dapat meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Penelitian ini diberi judul **“Asosiasi kemakmuran pemegang saham terhadap kenaikan hutang dan kenaikan dividen, Studi Empiris di Bursa Efek Jakarta”**.

## **1.2 Perumusan Masalah**

Berdasarkan latar belakang masalah yang diuraikan diatas, masalah pokok dalam penelitian ini ialah adakah hubungan antara kemakmuran pemegang saham terhadap kenaikan hutang dan dividen yang merupakan kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan ?

Menurut hipotesis Easterbrook's, bahwa pemegang saham dalam perusahaan lebih menyukai kenaikan pembayaran dividen tunai yang diikuti dengan kenaikan hutang untuk pendanaan investasi daripada perusahaan hanya meningkatkan pembayaran dividen tunai tanpa diikuti kenaikan hutang. Selain itu Easterbrook berpendapat bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh dalam kebijakan pendanaan perusahaan. Born & Rimbey (1993) mempunyai argumen yang berbeda

dengan Easterbrook, bahwa kebijakan pendanaanlah yang mempunyai pengaruh dalam kebijakan dividen.

### 1.3 Teori Pendukung

#### 1.3.1 Pengertian dan Teori Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen (*dividend policy*) adalah suatu keputusan untuk menentukan berapa besar bagian dari pendapatan perusahaan yang akan dibagikan ke pemegang saham dan yang akan diinvestasikan kembali (*reinvestment*) atau ditahan (*retained*) didalam perusahaan.

Kebijakan deviden penting karena 2 alasan, yaitu

1. Pembayaran deviden akan mempengaruhi harga saham.
2. Pendapatan yang ditahan (*retained earning*) biasanya merupakan sumber tambahan modal sendiri (*equity capital*) yang terbesar dan terpenting untuk pertumbuhan perusahaan.

Kedua alasan tersebut merupakan dua sisi kepentingan perusahaan yang agak kontroversial. Disalah satu pihak perusahaan menginginkan membagi sebagian labanya dalam bentuk dividen yang tinggi sehingga dapat memakmurkan pemegang saham dan menarik investor lain untuk menanamkan modalnya kedalam perusahaan tetapi disalah satu pihak perusahaan ingin menahan labanya yang akan digunakan untuk meningkatkan investasi perusahaan. Agar kedua kepentingan itu dapat terpenuhi secara optimal, manajemen perusahaan seharusnya memutuskan secara hati-hati dan teliti kebijakan dividen yang harus dipilih. Ada beberapa teori yang

dapat digunakan sebagai landasan dalam menentukan kebijakan dividen yang paling tepat untuk perusahaan.

Teori kebijakan dividen sebagai berikut:

1. Teori ketidakrelevanan dividen ( Miller & Modigliani, 1961 )

Teori ini menyebutkan bahwa dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham perusahaan atau nilai suatu perusahaan

2. Teori Bird in the Hand ( Gordon-Lintner, 1963 )

Dalam teori ini investor lebih mengharapkan pendapatan dari dividen daripada kenaikan nilai modal ( *capital gain* ). Dikarenakan pendapatan dividen lebih pasti daripada pendapatan dari kenaikan nilai modal.

3. Teori Tax Differential ( Litzenberger & Ramaswary, 1979 )

Nilai suatu perusahaan akan dimaksimumkan dengan membayar dividen yang nilainya rendah dan dividen lebih tinggi tingkat pajaknya daripada *capital gain*.

### **1.3.2 Kebijakan Pendanaan**

Kebijakan pendanaan dapat diartikan sebagai usaha yang dilakukan oleh perusahaan untuk mendapatkan sumber modal dalam mengoperasikan kegiatan perusahaan baik dari dalam maupun luar perusahaan. Dalam hal ini pendanaan mempunyai keterikatan dengan struktur modal.



Terdapat dua teori struktur modal, yaitu:

1. Pecking Order Theory

Filosofi pendanaan atas dasar kerangka *pecking order hypothesis*, perusahaan berusaha untuk menerbitkan sekuritas berdasarkan suatu urutan atau *hierarchy* yang paling menguntungkan pada suatu waktu tertentu dan tidak mendasarkan pada struktur modal yang ditargetkan (Kamath, 1997).

2. Balance Theory

Filosofi pendanaan atas dasar *balance theory*, perusahaan mendasarkan keputusan pendanaan pada suatu struktur modal yang ditargetkan atau struktur modal yang optimal. Oleh karena itu perusahaan melakukan upaya-upaya secara sadar untuk mempertahankan struktur modal yang optimal untuk memaksimalkan nilai perusahaan (Kamath, 1997).

**1.3.3 Teori Contracting**

Keuntungan perusahaan membayar dividen rendah karena perusahaan mempunyai lebih dana internal untuk pendanaan operasi mereka. Selain itu perusahaan yang bertumbuh, kenaikan dividen dapat dijadikan kabar buruk, karena dividen yang meningkat diduga dengan mengurangi perencanaan investasi atau menghabiskan aset yang ada dan membayar dividen dengan simpanan untuk kepentingan pengeluaran perusahaan ( Kalay, 1982 ).

#### 1.4 Perumusan hipotesis

- H1 : Kemakmuran pemegang saham berkorelasi positif terhadap kenaikan hutang diikuti dengan kenaikan dividen secara bersamaan.
- H2 : Kemakmuran pemegang saham berkorelasi positif terhadap kenaikan hutang saja.
- H3 : Kemakmuran pemegang saham berkorelasi positif terhadap kenaikan dividen saja.

#### 1.5 Tujuan penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mendapatkan bukti empiris bahwa kemakmuran pemegang saham mempunyai pengaruh terhadap kenaikan hutang dan kenaikan dividen.

#### 1.6 Manfaat penelitian

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah:

1. Pada bidang akademik, temuan penelitian dapat digunakan untuk mengembangkan riset dibidang akuntansi keuangan dan pasar modal mengenai hubungan kemakmuran pemegang saham dengan kenaikan hutang dan kenaikan dividen. Berbeda dengan penelitian sebelumnya yang hanya melakukan penelitian dan pengujian terhadap asosiasi kesempatan investasi dengan kebijakan pendanaan dan dividen tanpa memperhatikan kemakmuran pemegang saham. Kontribusi penting dalam penelitian ini adalah penulis

ingin memperoleh bukti empiris apakah kenaikan hutang diikuti dengan kenaikan dividen akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham.

2. Pada bidang emiten, merupakan masukan yang berharga berkaitan dengan kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen yang mereka lakukan. Apakah terdapat hubungan antara kemakmuran pemegang saham dengan adanya kenaikan hutang dan dividen, kenaikan dividen dan interaksi antara kenaikan hutang dan kenaikan dividen.
3. Pada bidang investor, hasil penelitian ini dapat dijadikan petunjuk atau informasi yang bermanfaat untuk melakukan penelitian atas prospek sebuah perusahaan dimasa yang akan datang, jika perusahaan tersebut diberi modal untuk kegiatan usahanya. Dengan informasi ini investor dapat menganalisis kembali apakah dana yang diberikan perusahaan akan meningkatkan kegiatan operasi perusahaan dan prospek pengembalian hutang modal usaha ditambah dengan tingkat bunga.

## 1.7 Metodologi Penelitian

### 1.7.1 Metode Penelitian

Penelitian ini merupakan sebuah penelitian yang menggunakan pengujian atas data *polled* yang dapat meningkatkan daya uji empiris (*the power of empirical test*) dibandingkan dengan pengujian secara *cross-sectional*. Keunggulan menggunakan data *polled* adalah dapat mengurangi pengaruh perbedaan metode akuntansi yang diterapkan perusahaan yang menjadi sampel penelitian karena perbedaan metode akuntansi mempunyai pengaruh pada laporan keuangan dalam waktu yang pendek

saja. Selain itu pengujian berdasarkan data polled lebih relevan dibandingkan dengan cross sectional dan time series, karena menggunakan beberapa perusahaan dan beberapa periode dalam pengujiannya.

### 1.7.2 Data dan Sampel

Data hutang dan dividen yang meningkat secara bersamaan, hutang yang meningkat dan data dividen yang meningkat saja mulai tahun 1995 sampai dengan 1999 yang diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory yang diperoleh dari pojok BEJ pada FE Universitas Islam Indonesia.

### 1.7.3 Sumber data

Data yang menjadi penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory yang diperoleh dari pojok BEJ FE Universitas Islam Indonesia.

### 1.7.4 Metode Analisa

Model yang digunakan untuk menghitung kemakmuran pemegang saham atas kenaikan hutang yang diikuti dengan kenaikan dividen dan interaksi antara kenaikan hutang dengan kenaikan dividen adalah

1. Cara perhitungan Kemakmuran Pemegang Saham dengan interaksi antara kenaikan hutang dan kenaikan dividen secara bersamaan adalah

$$KPS = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{ Hutang} + \beta_2 \Delta \text{ DIVPR} + \beta_3 \text{ HD}$$

Dalam persamaan ini:

KPS = Kemakmuran Pemegang Saham

$\Delta$  Hutang = Selisih hutang pada waktu t dikurangi hutang pada waktu t-1

$\Delta$  DIVPR = Selisih dividen payout pada waktu t dikurangi dividen pada waktu t-1

HD = Perkalian antara  $\Delta$  hutang dan  $\Delta$  dividen

$\beta_0$  = Intercept

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$  = Koefisien / konstanta

2. Menghitung Kemakmuran Pemegang Saham yang diukur dengan perubahan return pemegang saham biasa dan dihitung sebagai berikut:

$$\Delta KPS = [(P_t \times S_t) + (DPS_t \times S_t) - P_{t-1} \times S_{t-1}]$$

Dalam persamaan ini:

$\Delta$  KPS = Perkiraan Kemakmuran Pemegang Saham

$P_t$  = Penutupan harga saham pada waktu ke-t

$P_{t-1}$  = Penutupan harga saham pada waktu ke t-1

$S_t$  = Jumlah saham yang beredar pada waktu ke-t

$S_{t-1}$  = Jumlah saham yang beredar pada waktu ke t-1

$DPS_t$  = Pembayaran dividen tiap lembar saham pada waktu ke-t

3. Dividend Payout ( DP )

Digunakan untuk menghitung dividen yang dibayarkan dibagi dengan pendapatan perlembar saham untuk pemegang saham.

$$DP = \frac{DPS_t}{EPS_t}$$

Dalam persamaan ini:

DP = Dividen Payout

$DPS_t$  = Dividen per lembar saham pada waktu ke-t

$EPS_t$  = Pendapatan per lembar saham pada waktu ke-t

4. Nilai buku hutang dibagi modal, digunakan variabel ini untuk mengurangi bias dalam perhitungan hutang yang diformulasikan sebagai berikut:

$$NBH/ M = \frac{\Sigma NBH}{\Sigma NBM}$$

Dalam persamaan ini:

$NBH/ M$  = Nilai buku hutang dibagi dengan nilai buku modal

NBH = Nilai buku hutang

NBM = Nilai buku modal

5. Perhitungan regresi sederhana untuk kenaikan hutang saja atau kenaikan dividen saja, yang diformulasikan sebagai berikut:

$$a. \text{KPS} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{Hutang}$$

(±) (+)

Dalam persamaan ini:

KPS = Kemakmuran Pemegang saham

$\Delta$  Hutang = Selisih hutang ke-t dengan hutang t-1

$\beta_0$  = Intercept

$\beta_1$  = Konstanta

$$b. \text{KPS} = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{Dividen}$$

(±) (+)

Dalam persamaan ini:

KPS = Kemakmuran Pemegang saham

$\Delta$  Dividen = Selisih dividen ke-t dengan dividen t-1

$\beta_0$  = Intercept

$\beta_1$  = Konstanta

## **1.8 Sistematika Penulisan**

Adapun sistematika dalam penulisan penelitian ini adalah sebagai berikut:

### **Bab I : Pendahuluan**

Dalam bab ini akan menguraikan latar belakang masalah, perumusan masalah, teori pendukung, perumusan hipotesis, tujuan penelitian, manfaat penelitian, metodologi penelitian, sistematika penulisan.

### **Bab II : Landasan Teori**

Bab ini akan menjelaskan tentang tinjauan penelitian sebelumnya, teori-teori pendukung hutang, teori contracting dalam hubungannya pada kebijakan pendanaan, kebijakan dividen, dan struktur modal.

### **Bab III: Metodologi Penelitian**

Dalam bab ini menjelaskan variabel penelitian, pemilihan sampel dan data, subyek penelitian dan teknik analisa data.

### **Bab IV: Analisis data**

Bab ini menguraikan analisa regresi linier sederhana dan berganda dari kriteria-kriteria yang sudah ditetapkan oleh penulis.

### **Bab V : Kesimpulan dan Implikasi**

Bab ini akan menguraikan kesimpulan yang didapat dari hasil penelitian, implikasi-implikasi untuk penelitian yang akan datang dan keterbatasan penelitian.