

## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA

#### 2.1. Landasan Teori

##### 2.1.1. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi dimasa yang akan datang. Rasio pembayaran dividen (*Dividen Payout Ratio*) menentukan jumlah laba dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba ditahan sebagai sumber pendanaan. Rasio ini menunjukkan presentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham perusahaan berupa dividen kas. Apabila laba perusahaan yang ditahan dalam jumlah besar, berarti laba yang akan dibayarkan sebagai dividen menjadi lebih kecil. Dengan demikian aspek penting dari kebijakan dividen adalah menentukan alokasi laba yang sesuai diantara pembayaran laba sebagai dividen dengan laba yang ditahan perusahaan, Harjito dan Martono (2012 : 270).

Penentuan besarnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham menjadi sangat penting dan merupakan tugas manajer keuangan untuk mengambil kebijakan dividen yang optimal. Artinya manajer keuangan harus mampu menentukan kebijakan yang akan menyeimbangkan dividen

saat ini dan tingkat pertumbuhan dividen dimasa yang akan datang, agar nilai perusahaan dapat ditingkatkan, Sutrisno ( 2000 : 270).

Menurut Megginson (1997) dalam Arifin (2005 : 104 - 107) terdapat pola kebijakan dividen, berikut ringkasannya :

1. Negara-negara yang ketergantungannya pada pasar modal cukup besar cenderung membayar dividen lebih tinggi dibandingkan dengan negara yang lebih tergantung pada bank atau negara yang peran pemerintahannya dalam perekonomian sangat dominan.
2. Perusahaan pada industri yang *mature* lebih tinggi dividen payout rasionya dibandingkan dengan perusahaan industri yang masih relatif muda dan sedang tumbuh.
3. Perusahaan yang tinggi tingkat pertumbuhannya cenderung kecil dividen payoutnya. Setelah perusahaan memasuki tahap dewasa dividen payout akan meningkat.
4. Hampir semua perusahaan menjaga *dividen per share* yang konstan untuk periode yang cukup lama. Manajer tidak akan menaikkan DPS sampai mereka yakin laba yang akan datang dapat untuk mempertahankan level DPS yang baru.
5. Ketika perusahaan mengumumkan dividen pertamanya atau ada kenaikan dividen maka harga sahamnya akan meningkat satu sampai tiga persen. Namun ketika perusahaan mengurangi atau menghilangkan dividen maka penurunan harga saham bisa mencapai lima puluh persen.

6. Perubahan dividen memberikan informasi ke investor, yang dalam pasar modal modern merupakan pihak yang kurang mengetahui informasi perusahaan tentang kondisi perusahaan.
7. Pajak mempengaruhi *dividen payout ratio*. Kenaikan tarif pajak pendapatan atas dividen logikanya tentu akan mengurangi permintaan akan dividen.
8. Struktur kepemilikan mempengaruhi dividen. Perusahaan perseroan tertutup seringkali tidak membayarkan dividen sama sekali sedangkan perseroan terbuka hampir setiap tahun membagikan sebagian labanya sebagai dividen.

#### **2.1.2. Faktor – Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen**

Faktor yang mempengaruhi dalam keputusan kebijakan dividen menurut Prawironegoro (2006 : 216) antara lain:

##### **1. Usulan Tim Manajemen**

Tim manajemen sebagai pihak yang sangat mempengaruhi kondisi perusahaan, kondisi bisnis dan kondisi perekonomian masa mendatang mengadakan usulan tentang berapa besarnya dividen yang harus dibagi (*dividen payout ratio* atau DPR) dari laba bersih yang dihasilkannya. Usulan tersebut pada umumnya disertai data masa lalu, masa kini dan informasi masa mendatang, dan disajikan secara ilmiah sehingga sulit bagi pemilik untuk menolaknya.

## 2. Hukum

Hukum Perseroan Terbatas (*Corporation*) pada umumnya mengatur pembagian laba bersih agar pemegang saham minoritas tidak dirugikan. Pemegang saham minoritas sangat mengharapkan dividen sebagai hasil investasi kapitalnya.

## 3. Kondisi Likuiditas Perusahaan

Perusahaan yang likuid tidak banyak masalah dalam pembayaran dividen. Tetapi perusahaan yang tidak likuid, tidak akan mampu membayar dividen, oleh sebab itu lahir utang dividen dalam laporan posisi keuangannya, atau dividen tunai diganti dengan dividen saham. Investor memperoleh lembar saham baru sebagai ganti dividen tunai, hal itu berarti "paksaan" untuk menginvestasikan kembali hak dividennya.

## 4. Pengembangan Usaha

Jika perusahaan ingin mengembangkan usaha maka laba bersih yang dibagi (*dividen payout ratio*) harus kecil karena perluasan usaha yang baik adalah perluasan usaha yang dibiayai dengan laba ditahan, bukan dibiayai dengan hutang.

## 5. Pembayaran Kembali Utang Jangka Panjang

Jika perusahaan memiliki utang jangka panjang besar dan jumlah angsurannya besar, maka laba bersih yang dibagi (*dividen payout ratio*) harus kecil, sehingga laba ditahan besar dan bisa digunakan untuk membayar angsuran utang jangka panjang.

Menurut Harjito dan Martono (2012 : 273) faktor-faktor yang mempengaruhi dalam pembayaran dividen antara lain :

### 1. Kebutuhan Dana bagi Perusahaan

Semakin besar kebutuhan dana perusahaan berarti semakin kecil kemampuan untuk membayar dividen. Penghasilan perusahaan akan digunakan terlebih dahulu untuk memenuhi dananya baru sisanya untuk pembayaran dividen.

### 2. Likuiditas Perusahaan

Likuiditas perusahaan merupakan salah satu pertimbangan utama dalam kebijakan dividen. Karena dividen merupakan arus kas keluar, maka semakin besar jumlah kas yang tersedia dan likuiditas perusahaan, semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Apabila manajemen ingin memelihara likuiditas dalam mengantisipasi adanya ketidakpastian dan agar mempunyai fleksibilitas keuangan, kemungkinan perusahaan tidak akan membayar dividen dalam jumlah yang besar.

### 3. Kemampuan untuk Meminjam

Posisi likuiditas bukanlah satu - satunya cara untuk menunjukkan fleksibilitas dan perlindungan terhadap ketidakpastian. Apabila perusahaan mempunyai kemampuan yang tinggi untuk mendapatkan pinjaman, hal ini merupakan fleksibilitas keuangan yang tinggi sehingga kemampuan untuk membayar dividen juga tinggi. Jika perusahaan memerlukan pendanaan melalui hutang, manajemen tidak

perlu mengkhawatirkan pengaruh dividen kas terhadap likuiditas perusahaan.

#### 4. Pembatasan - pembatasan dalam Perjanjian Hutang

Ketentuan perlindungan dalam suatu perjanjian hutang sering mencantumkan pembatasan terhadap pembayaran dividen. Pembatasan ini digunakan oleh para kreditur untuk menjaga kemampuan perusahaan tersebut membayar hutangnya. Biasanya, pembatasan ini dinyatakan dalam persentase maksimum dari laba kumulatif. Apabila pembatasan ini dilakukan, maka manajemen perusahaan dapat menyambut baik pembatasan dividen yang dikenakan para kreditur, karena dengan demikian manajemen tidak harus mempertanggungjawabkan penahanan laba kepada para pemegang saham. Manajemen hanya perlu mentaati pembatasan tersebut.

#### 5. Pengendalian Perusahaan

Apabila suatu perusahaan membayar dividen yang sangat besar, maka perusahaan mungkin menaikkan modal di waktu yang akan datang melalui penjualan sahamnya untuk membiayai kesempatan investasi yang menguntungkan.

### **2.1.3. Teori Kebijakan Dividen**

Brigham dan Houston (2006: 70 - 72) menyatakan terdapat tiga teori dari preferensi investor terhadap kebijakan dividen :

### 1. Teori Irelevansi Dividen (*Dividend Irrelevance Theory*)

Teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya.

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

Bahwa sesungguhnya investor jauh lebih menghargai pendapatan yang diharapkan dari dividen daripada pendapatan yang diharapkan dari capital gain

### 3. Teori Preferensi Pajak

Litzenberg menyatakan bahwa investor lebih menyukai laba ditahan dibandingkan dividen sebab preferensi pajak yang ditetapkan atas capital gain. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan harus mempertahankan pembayaran dividen pada level rendah jika mereka ingin memaksimalkan harga saham.

Brigham dan Houston (2006 : 75 - 78) juga menambahkan dua isu teoritis lainnya tentang kebijakan dividen:

#### 1. Hipotesis Kandungan Informasi atau Pengisyarat (*Information Signaling Content*)

Teori ini berdasarkan asumsi bahwa manajer mempunyai informasi yang lebih baik mengenai prospek masa depan daripada pemegang saham. Teori ini yang menyatakan bahwa investor menganggap perubahan dividen sebagai isyarat dari prakiraan manajemen atas laba.

## 2. Pengaruh Pelanggan (*Clientele Effect*)

Teori ini menyatakan bahwa individual dan institutional yang membutuhkan *current income* akan berinvestasi di perusahaan yang memiliki pembayaran dividen tinggi. Pengaruh *clientele* menyatakan kecenderungan suatu perusahaan untuk menarik sekelompok investor yang menyukai kebijakan dividennya.

Menurut Sutrisno (2000 : 330) ada beberapa teori dividen yang dikemukakan oleh para ahli antara lain *Residual Dividend of Theory*, *Walter's Dividend Model* dan *Modigliani and Miller's Model* :

### 1. Teori Residu Dividen atau *Residual Dividend of Theory*

Laba yang diperoleh oleh perusahaan dalam suatu periode sebenarnya adalah untuk kesejahteraan para pemegang saham. Namun biasanya sebagian dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen dan sebagian ditahan. Untuk menahan laba yang diperoleh oleh perusahaan biasanya karena ada kesempatan investasi yang menguntungkan. Apabila keuntungan atas kesempatan investasi tersebut sama atau lebih besar dari tingkat keuntungan yang disyaratkan, maka laba memang sebaiknya tidak dibagikan. Laba dibagikan kepada pemegang saham apabila ternyata keuntungan yang diperoleh dari reinvestasi lebih kecil dibanding dengan keuntungan yang disyaratkan. Dengan demikian *residual dividend of theory* adalah sisa laba yang tidak diinvestasikan kembali.

Dalam memenuhi kebutuhan dana untuk investasi, perusahaan akan berusaha mendapatkan dana dari hutang yang biasanya biaya



modalnya rendah dari laba ditahan. Apabila masih belum mencukupi akan mengeluarkan saham baru yang biasanya biaya modalnya lebih mahal. Untuk itu penggunaan laba ditahan dan emisi saham baru tergantung dari return dari reinvestasi.

## 2. Dividen Model Walter atau *Walter's Dividend Model*

Teori dividen model Walter ini berpendapat bahwa selama keuntungan yang diperoleh dari reinvestasi lebih tinggi dibanding dengan biayanya, maka reinvestasi tersebut cenderung akan meningkatkan harga saham atau nilai perusahaan.

## 3. Dividen model Modigliani dan Miller atau *Modigliani and Miller's Model*

Modigliani dan Miller (MM) berpendapat bahwa pada dasarnya pada kondisi keputusan investasi yang *given* pembayaran dividen tidak relevan untuk diperhitungkan, karena tidak akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Menurut MM kenaikan nilai perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan atau *earning power* dari aset perusahaan. Oleh karena itu nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi. Sementara keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagi dalam bentuk kas dividen atau ditahan sebagai laba ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Pendapat MM tersebut didukung oleh beberapa asumsi antara lain :

- a. Pasar modal sempurna dimana para investor berfikir rasional

- b. Tidak ada pajak baik perorangan maupun pajak penghasilan perusahaan
- c. Tidak ada biaya emisi dan tidak ada biaya transaksi
- d. Informasi tentang investasi tersedia untuk setiap individu

Pendapat MM ini ditekankan bahwa pengaruh pembayaran dividen terhadap kemakmuran pemegang saham akan diimbangi dengan jumlah yang sama dengan sumber dana yang lain, artinya bila perusahaan membayar dividen maka perusahaan harus mengganti dengan mengeluarkan saham baru sebagai pengganti sejumlah pembayaran dividen tersebut.

#### 2.1.4. Teori Agensi

Satu hal penting dalam manajemen keuangan, bahwa tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang diterjemahkan sebagai memaksimumkan harga saham. Tetapi dalam kenyataannya tidak jarang manajer memiliki tujuan lain yang mungkin bertentangan dengan tujuan utama tersebut. Karena manajer diangkat oleh pemegang saham maka idealnya mereka akan bertindak *on the best of interest of stockholder*, tetapi dalam praktek sering terjadi konflik. Konflik kepentingan antar agen disebut masalah agensi. Hubungan antar agen terjadi pada saat satu orang atau lebih disebut *principals* mengangkat satu atau lebih orang yang disebut *agent* untuk bertindak atas nama pemberi wewenang dan memberikan kekuasaan dalam pengambilan keputusan. Masalah agensi biasanya terjadi antara manajer dan pemegang saham atau antara pemegang saham dan *stakeholder*, Sartono (2001 : xxi).

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi kepemilikan dan fungsi pengelolaan akan rentan terhadap masalah agensi. Masalah agensi timbul karena dipicu oleh tindakan *opportunistic* para manajer yang hanya bertujuan untuk memakmurkan dirinya sendiri. Tindakan manajer ini bertentangan dengan kepentingan para pemegang saham yang menginginkan keuntungan maksimum.

Tidak jarang tindakan manajer bukannya memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melainkan memperbesar skala perusahaan dengan cara ekspansi atau membeli perusahaan lain. Motif utamanya adalah dengan semakin besarnya skala perusahaan maka pertama, meningkatkan keamanan posisi manajer dari ancaman pengambilalihan oleh perusahaan lain sehingga perusahaan lain akan kesulitan untuk melakukan *takeover*. Alasan kedua adalah untuk meningkatkan *power*, status dan gaji manajer. Sedangkan alasan lain adalah menciptakan kesempatan bagi *middle* dan *lower manager*, Sartono (2011 : xxi).

#### **2.1.5. Mekanisme Agensi**

Sartono (2001 : 12) menyatakan biaya - biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk memperkecil konflik agensi disebut dengan biaya agensi, mencakup biaya untuk membuat sistem informasi keuangan agar tidak terjadi penyelewengan, pemberian insentif kepada manajemen termasuk karyawan, pengangkatan anggota komisaris dari luar perusahaan agar netral, biaya pengawasan manajemen, pengeluaran untuk menata organisasi agar tidak terjadi penyimpangan dan *opportunities cost* yang

harus ditanggung karena adanya batasan baik dari pemegang saham maupun kreditur.

Sartono (2001 : 1) menyatakan bahwa usaha yang perlu dilakukan untuk mensejajarkan kepentingan pemegang saham, manajemen dan kreditur agar tidak terjadi konflik agensi atau guna meminimumkan agensi antara lain :

1. Pemberian kompensasi yang cukup baik berupa kompensasi minimum, kompensasi tambahan dan pemberian *stock option* yaitu hak untuk membeli saham perusahaan di masa datang dengan jumlah dan harga yang telah ditentukan dimuka. Pemberian *stock option* dapat menurunkan konflik agensi, karena semakin baik kinerja perusahaan, maka harga saham akan semakin tinggi, ini tidak saja akan meningkatkan kemakmuran pemegang saham tetapi juga meningkatkan nilai opsi bagi manajemen.
2. Intervensi langsung oleh pemegang saham. Akhir - akhir ini kepemilikan saham cenderung semakin terkonsentrasi di tangan investor institutional, yang hal ini memudahkan bagi investor untuk melakukan intervensi langsung. Karena investor institutional dapat dengan mudah menempatkan orang-orang di jajaran direksi.
3. Ancaman untuk dipecat. Banyak contoh direksi perusahaan harus berhenti karena kinerja yang jelek.
4. Ancaman untuk diambil alih. Perusahaan yang kinerjanya jelek, harga sahamnya akan jatuh dan konsekuensinya menjadi sasaran untuk diambil alih oleh perusahaan lain.

Dalam Arifin (2005 : 60) ada 2 cara untuk mengurangi kesempatan manajer melakukan tindakan yang merugikan investor, antara lain :

1. Mekanisme Kontrol dengan *Monitoring*

Ada beberapa mekanisme yang dapat dipakai untuk mengurangi masalah agensi dengan melakukan pengawasan (*monitoring*) :

a. Pembentukan Dewan Komisaris

Pembentukan dewan komisaris ialah salah satu mekanisme yang banyak dipakai untuk memonitor manajer. Pengawasan dewan komisaris terhadap manajemen umumnya tidak efektif. Ini terjadi karena proses pemilihan dewan komisaris yang kurang demokratis dimana kandidat dewan komisaris sering dipilih oleh manajemen sehingga setelah terpilih tidak berani memberi kritik terhadap manajemen. Namun jika dewan didominasi oleh anggota dari luar maka *monitoring* dewan komisaris terhadap manajer menjadi efektif.

b. Pasar *Corporate Control*

Mekanisme yang lebih efektif dibandingkan dengan pembentukan dewan komisaris ialah melalui pasar *corporate control*, yaitu *takeover* (pengambilalihan). Perusahaan yang menurun nilainya akibat adanya masalah agensi diambil alih oleh perusahaan lain merupakan mekanisme yang lebih bagus sehingga masalah agensi dapat dikurangi.

c. Pemasang Saham besar

Mekanisme yang juga banyak dipakai untuk mengawasi manajemen ialah melalui pemegang saham besar. Pemegang saham besar layak melakukan pengawasan yang lebih teliti yang tentu saja terkait dengan bertambah besarnya dana pengawasan yang disediakan, karena manfaat yang akan mereka peroleh juga besar.

d. Kepemilikan Terkonsentrasi

Mekanisme pengurangan biaya agensi yang agak mirip dengan mekanisme pemegang saham besar ialah mekanisme lewat kepemilikan yang lebih berkonsentrasi. Kepemilikan dikatakan lebih terkonsentrasi jika untuk mencapai kontrol dominasi atau mayoritas dibutuhkan penggabungan lebih sedikit investor. Dibandingkan dengan mekanisme pemegang saham besar, kepemilikan terkonsentrasi memiliki kekuatan kontrol yang lebih rendah karena mereka tetap harus melakukan koordinasi untuk menjalankan hak kontrolnya.

e. Pasar Manajer

Masalah agensi akan sangat berkurang dengan sendirinya karena manajer akan dicatat kinerjanya oleh pasar manajer baik yang ada dalam perusahaan sendiri maupun yang berasal dari luar perusahaan. Lapisan manajer atas akan digantikan oleh manajer lapisan dibawahnya jika kinerjanya kurang memuaskan. Persaingan di pasar manajemen akan memaksa manajer bertindak sebaik mungkin untuk kemajuan

perusahaan. Namun mekanisme pasar manajer tidak dapat sepenuhnya berjalan karena pasar manajer bukan merupakan pasar yang sempurna. Kelangkaan tenaga manajer dan sikap perlawanan dari pihak manajer agar posisinya tidak diganti ialah faktor-faktor yang menghambat diterapkannya mekanisme pasar manajer untuk kepentingan pengurangan masalah agensi.

## 2. Mekanisme Kontrol dengan *Bonding*

Masalah agensi dilihat dari sudut ketersediaan uang yang dapat digunakan manajer untuk melakukan kegiatan konsumtif. Dana tersebut ialah *free cash flow* yaitu kelebihan dana yang ada diperusahaan setelah semua proyek investasi yang menghasilkan *net present value* positif dilaksanakan. Jika biaya agensi ingin dikurangi, maka *free cash flow* harus dikurangi terlebih dahulu. Jadi manajer harus menunjukkan kepada pemegang saham bahwa dia telah melakukan upaya menahan diri (*bonding*) untuk tidak menciptakan peluang melakukan penyimpangan-penyimpangan dengan cara memperkecil dana *free cash flow*.

### a. *Bonding* dengan Meningkatkan Hutang

Semakin besar hutang maka semakin banyak dana kas yang harus dikeluarkan oleh perusahaan untuk membahas bunga dan angsuran, dengan demikian akan mengurangi jumlah dana kas yang disimpan perusahaan.

### b. *Bonding* dengan Meningkatkan Dividen

Semakin besar dividen yang ditetapkan oleh perusahaan maka perusahaan harus mengeluarkan dana kas yang semakin besar sehingga yang tersisa diperusahaan menjadi kecil.

#### **2.1.6. Insider Ownership**

Insider ownership adalah situasi dimana pihak manajerial memiliki perusahaan dengan kata lain pihak manajerial tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Insider ownership merupakan suatu bagian atau persentase saham yang dimiliki orang dalam atau manajemen perusahaan terhadap seluruh saham yang dikeluarkan oleh perusahaan, Rozeff (1982).

Menurut Jensen dan Meckling (1976) kepemilikan saham manajerial dapat membantu penyatuan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham. Bathala et al (1994) dalam Destriana (2011) menyimpulkan bahwa level insider ownership yang lebih tinggi dapat digunakan untuk mengurangi masalah agensi. Hal tersebut didasarkan pada logika bahwa peningkatan proporsi saham yang dimiliki pihak manajerial akan menurunkan kecenderungan untuk melakukan tindakan mengkonsumsi keuntungan secara berlebihan dengan demikian dapat menyatukan kepentingan antara pihak manajerial dengan pemegang saham termasuk didalamnya kebijakan dividen.

#### **2.1.7. Institutional Ownership**

Institutional ownership menggambarkan tingkat kepemilikan saham besar yang dimiliki oleh lembaga, seperti asuransi, koperasi, bank atau



institusi lain. Semakin besar porsi kepemilikan saham oleh institusi akan berdampak positif, karena dapat mendorong pihak manajerial untuk bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Menurut Kaplan dan Minton (1994) dalam Arifin (2005 : 63) perusahaan yang ada pemegang saham besarnya memiliki kecenderungan yang lebih besar untuk mengganti manajer ketika kinerja perusahaan memburuk, hal tersebut membuktikan bahwa institutional ownership efektif sebagai mekanisme untuk mengurangi masalah agensi.

Institusi dapat menguasai mayoritas saham karena mereka memiliki sumber daya yang lebih besar dibandingkan para pemegang saham lainnya. Institutional ownership dalam perusahaan bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan. Semakin besar institutional ownership maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan. Sehingga institutional ownership bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan oleh manajemen, Faisal (2005) dalam (Destriana, 2011). Fungsi institutional ownership memiliki peran yang sama dengan dewan direksi. Semakin besar institutional ownership dan dewan direksi mengindikasikan semakin besar insentif dan kapabilitas mereka untuk memonitor manajemen dari tindakan pemborosan.

### **2.1.8. Collateralizable Assets**

Collateralizable assets adalah besarnya aset yang digunakan sebagai jaminan pada kreditur. Collateralizable assets yang dimiliki perusahaan akan mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur. Menurut Mollah, et al. (2000) bahwa perusahaan yang mempunyai collateralizable assets yang tinggi memiliki masalah agensi yang kecil antara manajemen dengan pihak kreditur, sehingga dengan menurunnya masalah agensi dapat menurunkan biaya agensi. Collateralizable assets yang tinggi membuat kreditur lebih terjamin dan kreditur tidak perlu melakukan pembatasan yang ketat terhadap kebijakan dividen perusahaan sehingga perusahaan bisa membayarkan dividen lebih besar. Sebaliknya semakin rendah collateralizable assets yang dimiliki perusahaan akan meningkatkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur.

### **2.1.9. Risiko Pasar**

Risiko pasar ialah bagian dari risiko saham yang tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi. Risiko pasar tumbuh dari faktor - faktor yang secara sistematis akan mempengaruhi sebagian besar perusahaan : perang, inflasi, resesi dan tingkat suku bunga yang tinggi. Hal tersebut disebabkan karena kebanyakan saham akan dipengaruhi secara negatif oleh faktor - faktor ini, risiko pasar tidak dapat dihilangkan dengan diversifikasi, Brigham dan Houston (2006 : 216). Risiko pasar diukur dengan menggunakan koefisien beta. Koefisien beta menunjukkan kepekaan keuntungan suatu saham terhadap perubahan keuntungan rata-

rata saham di pasar (indeks pasar) sebagai variabel terikat dengan keuntungan historis dari pasar (indeks pasar) sebagai variabel bebas, Atmaja (2003 : 42).

Rozeff (1982) menyatakan bahwa perusahaan akan membayarkan dividen yang rendah ketika perusahaan menghadapi risiko pasar yang tinggi. Risiko pasar yang tinggi mencerminkan perusahaan membayar dividen dengan jumlah yang lebih rendah untuk menghindari biaya *external financing*.

#### **2.1.10. Siklus Hidup Perusahaan**

Dalam Arifin (2005 : 114) ketika sebuah perusahaan masih muda cenderung membagikan dividen dalam jumlah kecil namun ketika perusahaan sudah mencapai tahap dewasa dan tingkat pertumbuhan menurun maka dividen payoutnya akan meningkat.

Siklus kehidupan dimulai sejak tahapan pendirian dan bergerak menuju tahap pertumbuhan diikuti dengan tahap pendewasaan, dan tahap terakhir merupakan tahap penurunan. Masa waktu dari tahapan - tahapan tersebut bervariasi berdasarkan jenis industri dan perbedaan dari masing-masing perusahaan. Fase - fase dibedakan juga berdasarkan karakteristik yang terkait dengan profitabilitas dari keuntungan dan kebutuhan pendanaan perusahaan.

Tahap pendirian adalah tahap pertama dalam siklus kehidupan perusahaan. Perusahaan dalam tahap ini biasanya akan merugi, perkembangan produk, dan berjuang untuk mengamankan posisi di pasar. Fase selanjutnya adalah fase pertumbuhan cepat, pada fase ini perusahaan

mulai menghasilkan keuntungan. Fase ini juga ditandai dengan ekspansi yang cepat dan meningkatnya kebutuhan dan ketergantungan pada pendanaan dari luar untuk mempertahankan pertumbuhan yang cepat.

Tahap ketiga adalah kedewasaan, dalam fase ini pertumbuhan dan ekspansi melambat dan kebutuhan untuk sumber-sumber dari luar dan subsidi modal. Perusahaan dalam tahap ini menghasilkan keuntungan dan arus kas yang cukup untuk berinvestasi pada semua proyek yang tersedia. Tahap terakhir adalah penurunan. Selama dalam fase ini perusahaan tetap menguntungkan tetapi penjualan menurun. Perusahaan memiliki lebih banyak uang dari yang ia butuhkan dalam proyek-proyek perusahaan yang tersedia, Higgins (2007) dalam Waruwu dan Muhammad (2014).

#### **2.1.11. Jakarta Islamic Index (JII)**

Dalam Darmadji dan Hendy (2001 : 96 – 97) JII merupakan indeks yang mengakomodasi syariat investasi Islam atau indeks yang berdasarkan syariat Islam. Dengan kata lain, dalam indeks ini dimasukkan saham-saham yang memenuhi kriteria investasi dalam syariat Islam. Saham-saham yang masuk dalam indeks syariah adalah emiten yang kegiatan usahanya tidak bertentangan dengan syariat, seperti :

1. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
2. Usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi) termasuk perbankan dan asuransi konvensional
3. Usaha yang memproduksi, mendistribusi serta memperdagangkan makanan dan minuman yang tergolong haram.

4. Usaha yang memproduksi, mendistribusi dan/atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.

Adapun tahapan atau seleksi untuk saham-saham yang masuk indeks syariah antara lain :

1. Memilih kumpulan saham dengan jenis usaha utama yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan sudah tercatat lebih dari 3 bulan (kecuali termasuk dalam 10 besar dalam hal kapitalisasi).
2. Memilih saham berdasarkan laporan keuangan tahunan atau tengah tahun terakhir yang memiliki rasio kewajiban terhadap aktiva maksimal sebesar 90 %.
3. Memilih 60 saham dari susunan saham diatas berdasarkan urutan rata - rata kapitalisasi pasar terbesar selama satu tahun terakhir.
4. Memilih 30 saham dengan urutan berdasarkan tingkat likuiditas rata-rata nilai perdagangan reguler selama satu tahun terakhir.

Pengkajian ulang akan dilakukan dalam waktu 6 bulan sekali dengan penentuan komponen indeks pada awal bulan Januari dan Juli setiap tahunnya. Sedangkan perubahan pada jenis usaha perusahaan akan dimonitoring secara terus menerus berdasarkan data - data publik yang tersedia.

## **2.2. Hipotesis penelitian**

Berdasarkan landasan teori dan penelitian terdahulu tentang analisis faktor – faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, maka dalam penelitian ini mengangkat beberapa faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, diantaranya pengaruh mekanisme agensi (insider ownership, institutional ownership, collateralizable asset), risiko pasar dan siklus hidup perusahaan.

### **2.2.1. Pengaruh Insider Ownership terhadap Kebijakan Dividen**

Menurut Jensen dan Meckling (1976) kepemilikan saham manajerial dapat membantu penyatuan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham. Bathala et al (1994) dalam Destriana (2011) menyimpulkan bahwa level insider ownership yang lebih tinggi dapat digunakan untuk mengurangi masalah agensi. Hal tersebut didasarkan pada logika bahwa peningkatan proporsi saham yang dimiliki manajer akan menurunkan kecenderungan manajer untuk melakukan tindakan mengkonsumsi keuntungan secara berlebihan dengan demikian dapat menyatukan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham termasuk didalamnya kebijakan dividen. Menurut hasil penelitian Sundaryani (2009) insider ownership berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut :

**H1 = Insider ownership berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.**

### **2.2.2. Pengaruh Institutional Ownership terhadap Kebijakan Dividen**

Institutional ownership menggambarkan tingkat kepemilikan saham besar yang dimiliki oleh lembaga, seperti asuransi, koperasi, bank atau institusi lain. Semakin besar porsi kepemilikan saham oleh institusi akan berdampak positif, karena dapat mendorong pihak manajerial untuk bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Menurut Kaplan dan Minton (1994) dalam Arifin (2005 : 63) perusahaan yang ada pemegang saham besarnya memiliki kecenderungan yang lebih besar untuk mengganti manajer ketika kinerja perusahaan memburuk, hal tersebut membuktikan bahwa institutional ownership efektif sebagai mekanisme untuk mengurangi masalah agensi.

Institusi tersebut dapat menguasai mayoritas saham karena mereka memiliki sumber dana yang lebih besar dibandingkan para pemegang saham lainnya. Institutional ownership akan menimbulkan pengawasan pada pihak manajer sehingga dapat menekan *oportunistic* manajer. Menurut penelitian Waruwu dan Muhammad (2014) institutional ownership berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut :

**H2 = Institutional ownership berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.**

### **2.2.3. Pengaruh Collateralizable Assets terhadap Kebijakan Dividen**

Collateralizable assets adalah besarnya aset yang digunakan sebagai jaminan pada kreditur. Collateralizable assets yang dimiliki perusahaan akan mengurangi konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur. Menurut Mollah, et al. (2000) bahwa perusahaan yang mempunyai collateralizable assets yang tinggi memiliki masalah agensi yang kecil antara manajemen dengan pihak kreditur, sehingga dengan menurunnya masalah agensi dapat menurunkan biaya agensi.

Collateralizable assets yang tinggi membuat kreditur lebih terjamin dan kreditur tidak perlu melakukan pembatasan yang ketat terhadap kebijakan dividen perusahaan sehingga perusahaan bisa membayarkan dividen lebih besar. Sebaliknya semakin rendah collateralizable assets yang dimiliki perusahaan akan meningkatkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur. Menurut penelitian Latiefasari (2011) collateralizable assets berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut :

**H3 : Collateralizable assets berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen**



#### **2.2.4. Pengaruh Risiko Pasar terhadap Kebijakan Dividen**

Risiko pasar berasal dari faktor-faktor yang secara sistematis mempengaruhi sebagian besar perusahaan seperti inflasi, resesi, dan tingkat suku bunga yang tinggi. Karena kebanyakan saham akan dipengaruhi secara negatif oleh faktor-faktor ini, maka risiko pasar tidak dapat dieliminasi oleh diversifikasi, Brigham dan Houston (2006 : 238). Beta merupakan pengukur risiko sistematis dari suatu sekuritas atau portofolio relatif terhadap risiko pasar, Jogiyanto (2008 : 357). Rozeff (1982) menyatakan bahwa perusahaan akan membayarkan dividen yang rendah ketika perusahaan menghadapi risiko pasar yang tinggi. Risiko pasar yang tinggi mencerminkan perusahaan membayar dividen dengan jumlah yang lebih rendah untuk menghindari biaya external financing. Menurut penelitian Prasteyo (2012) risiko pasar berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut :

**H4 : Risiko pasar berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen**

#### **2.2.5. Pengaruh Siklus Hidup Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen**

Perusahaan yang berada pada tahap pertumbuhan cenderung tidak membagikan dividen, karena pada tahap ini perusahaan lebih memilih untuk menahan laba dan membiayai pengembangan perusahaan. Sebaliknya perusahaan yang telah mencapai tahap matang cenderung membagikan dividen karena kesempatan untuk pertumbuhan rendah dan tingkat keuntungan sudah tinggi. Perusahaan berada dalam fase

pertumbuhan dengan peluang investasi yang tinggi cenderung untuk mempertahankan keuntungan daripada membayar dalam bentuk dividen. Menurut Djumahir (2009) dalam penelitiannya mengenai hubungan antara siklus kehidupan perusahaan dengan kebijakan dividen, menunjukkan bahwa variabel siklus kehidupan perusahaan memiliki pengaruh secara parsial terhadap kebijakan dividen dengan tanda positif. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis yang akan diuji adalah sebagai berikut :

**H5 : Siklus hidup perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.**

