

BAB II

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

A. Kebijakan Dividen

Kompensasi pemegang saham atas investasi yang dilakukannya dapat berupa dividen maupun *capital gain*. Dividen merupakan pembagian keuntungan yang diterima oleh pemegang saham berdasarkan jumlah saham yang dimilikinya. Hanafi (2015) menyebutkan ada dua tipe dividen, yaitu dividen kas (*cash dividend*) dan dividen saham (*stock dividend*). Penelitian ini akan lebih berfokus pada dividen kas. Dividen itu sendiri ditentukan berdasarkan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Besarnya jumlah pembayaran dividen kepada pemegang saham dan jumlah laba yang akan ditahan untuk reinvestasi tergantung dari kebijakan dividen yang akan ditetapkan dalam RUPS tersebut.

Dividen tidak bisa diabaikan oleh perusahaan karena dividen menyangkut kepentingan pemegang saham sehubungan dengan dana yang ditanamkan. Demikian juga

dengan penahanan laba yang digunakan untuk membiayai peluang investasi demi kelangsungan dan perkembangan perusahaan di masa depan. Oleh karena itu, perumusan kebijakan dividen memerlukan pertimbangan yang matang dari manajemen.

B. Teori-Teori Yang Menjelaskan Tentang Kebijakan Dividen

Ketidaksempurnaan pasar membuat kebijakan dividen menjadi relevan. Kemudian muncul dua pandangan dimana di satu sisi perusahaan perlu membayar dividen yang tinggi, sedangkan di sisi lain perusahaan perlu membayar dividen yang rendah. Selain itu, ada isu yang berkaitan dengan kebijakan dividen. Berikut ini penjelasannya:

1. Dividen Dibayar Tinggi

Berikut ini beberapa teori yang mendukung pembayaran dividen yang tinggi :

a. *Bird In The Hand Theory*

Hanafi (2015) berargumen bahwa dividen yang tinggi akan mengurangi adanya ketidakpastian. Ketidakpastian

dividen akan lebih rendah dibandingkan dengan ketidakpastian *capital gain*. Hal tersebut disebabkan oleh jumlah dan waktu penerimaannya, dimana jumlah dividen dapat dikendalikan oleh perusahaan dan akan diterima saat itu juga sementara jumlah *capital gain* hanya dapat dikendalikan oleh pasar melalui mekanisme penentuan harga saham dan diterima di masa mendatang. Oleh sebab itu, lebih baik menerima dividen dibandingkan *capital gain*.

b. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Hanafi (2015) berargumen bahwa konflik dapat terjadi diantara pihak-pihak yang berkaitan di perusahaan. Salah satunya adalah konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham. Pemegang saham mempekerjakan manajer untuk menjalankan perusahaan agar tujuannya dalam memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dapat tercapai. Namun manajer tersebut dapat memiliki agenda sendiri yang tidak selalu konsisten dengan tujuan pemegang saham. Sebagai contoh, setelah perusahaan berinvestasi pada proyek dengan *net present value* (NPV) positif dan masih

memiliki kelebihan kas (*free cash flow*), maka akan lebih baik jika kas tersebut dibagikan ke pemegang saham agar dapat dimanfaatkan sesuai dengan keinginan masing-masing pemegang saham. Namun kemungkinan manajer tidak ingin membagi kas tersebut agar kendali kas tetap berada di pihaknya. Oleh karena itu, pembayaran dividen yang tinggi merupakan hal yang diinginkan oleh pemegang saham, karena dapat mengurangi potensi konflik antara manajer dan pemegang saham.

2. Dividen Dibayar Rendah

Berikut ini beberapa teori yang mendukung pembayaran dividen yang rendah:

a. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Hanafi (2015) berargumen bahwa ada konflik keagenan antara pemegang hutang dan pemegang saham. Pembayaran dividen yang tinggi dianggap sebagai transfer kekayaan dari pemegang hutang kepada pemegang saham. Pemegang hutang tidak menyukai hal tersebut, sehingga pemegang hutang dapat memberikan persyaratan bagi perusahaan

seperti pembayaran dividen dapat dilakukan jika pendapatan, aliran kas, atau modal kerja melewati batas tertentu. Disamping itu, pemegang hutang lebih menyukai kas yang banyak dimiliki oleh perusahaan karena risiko gagal bayar perusahaan jika terjadi kebangkrutan dapat diminimalisir. Dengan demikian, pemegang hutang lebih menyukai pembayaran dividen yang rendah.

b. Teori Preferensi Pajak

Pajak atas dividen akan dibayarkan ketika dividen diterima pemegang saham, sedangkan pajak atas *capital gain* akan dibayarkan setelah pemegang saham menjual sahamnya. Dengan kata lain, pajak efektif atas *capital gain* dapat ditunda sampai pemegang saham tersebut menjual sahamnya dan menerima *capital gain*. Berdasarkan argumen tersebut, seharusnya dividen dibayar rendah agar menghemat pajak (Hanafi, 2015).

c. *Pecking Order Theory*

Menurut Hanafi (2015) *pecking order theory* menjelaskan bahwa keputusan pendanaan perusahaan berdasarkan hierarki

dimana pendanaan internal lebih disukai dibandingkan dengan pendanaan eksternal. Apabila perusahaan membutuhkan sumber pendanaan untuk mendanai perusahaan, perusahaan akan mengutamakan menggunakan sumber pendanaan internal. Dana internal tersebut diperoleh dari keuntungan yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan. Namun apabila pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dahulu. Perusahaan akan memulai dengan hutang, kemudian dengan surat berharga campuran (*hybrid*) seperti obligasi konvertibel, dan kemudian menerbitkan saham sebagai pilihan terakhir. Berdasarkan penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa penggunaan dana internal lebih efisien dibandingkan penggunaan dana eksternal, sehingga keuntungan yang diperoleh perusahaan dapat dialokasikan ke laba ditahan untuk kepentingan ekspansi perusahaan dibandingkan untuk membayar dividen yang tinggi.

d. *Smoothed Residual Dividend Policy*

Teori dividen residual menjelaskan bahwa manajer akan menetapkan penganggaran modal optimal dengan mendanai semua peluang investasi yang memiliki *net present value* positif, setelah itu perusahaan akan membayarkan dividen jika ada sisa dari penggunaan dana internal (Hanafi, 2015). Kebijakan dividen residual ini akan menyebabkan fluktuasi pembayaran dividen yang tinggi. Apabila peluang investasi dengan *net present value* positif tinggi, maka pembayaran dividen akan rendah. Sebaliknya, apabila peluang investasi dengan *net present value* positif rendah, maka pembayaran dividen akan tinggi. Pembayaran dividen yang tidak stabil tersebut akan memberikan informasi yang buruk bagi investor sehingga dapat menurunkan harga saham. Oleh sebab itu dapat digabungkan antara kebijakan dividen residual dan pembayaran dividen yang stabil dengan menerapkan kebijakan *smoothed residual dividend*.

Kebijakan *smoothed residual dividend* dapat diterapkan dengan beberapa langkah. Pertama, perusahaan

memperkirakan pendapatan dan peluang investasi dalam jangka waktu panjang (misalnya, lima sampai sepuluh tahun mendatang). Kedua, perusahaan menghitung rata-rata sisa kas yang dapat dibagikan sebagai dividen dalam jangka waktu tersebut. Ketiga, perusahaan menetapkan target rasio pembayaran dividen dalam jangka waktu tersebut. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kebijakan *smoothed residual dividend* digunakan untuk memperkirakan target rasio pembayaran dividen jangka panjang, bukan hanya tahun tertentu.

Perusahaan dengan pendapatan stabil akan mudah menerapkan kebijakan *smoothed residual dividend*. Sementara perusahaan dengan pendapatan yang tidak stabil akan sulit menerapkan kebijakan *smoothed residual dividend*. Kondisi tersebut dapat diatasi dengan cara menetapkan dividen dasar (*base*) yang rendah sebagai dividen reguler dan kemudian dapat membayarkan dividen ekstra jika perusahaan mendapatkan keuntungan ekstra (*low dividend reguler plus extras*). Dengan demikian, investor

tidak akan menerima signal yang salah ketika pembayaran dividen tidak stabil.

3. Isu yang Berkaitan dengan Dividen

Berikut ini beberapa isu yang berkaitan dengan dividen:

a. Isi Informasi Dividen (*Information Content of Dividend*) atau Teori Signal (*Signaling Theory*)

Ada kecenderungan harga saham akan naik jika ada pengumuman peningkatan dividen dan harga saham akan turun jika ada pengumuman penurunan dividen. Hal ini dibantah oleh teori signal atau isi informasi dari dividen yang menjelaskan bahwa pengumuman peningkatan (penurunan) dividen tidak menyebabkan peningkatan (penurunan) harga saham, akan tetapi disebabkan oleh prospek perusahaan. Dengan kata lain peningkatan (penurunan) prospek perusahaan akan menyebabkan peningkatan (penurunan) dividen yang kemudian akan menyebabkan peningkatan (penurunan) harga saham.

Menurut teori signaling, dividen dipakai sebagai signal oleh perusahaan. Jika perusahaan merasa bahwa prospek

dimasa mendatang baik (pendapatan meningkat dan diperkirakan dividen yang meningkat dapat dibayarkan), maka perusahaan akan meningkatkan dividen. Pasar akan merespon positif pengumuman kenaikan dividen tersebut. Namun jika perusahaan merasa prospek di masa mendatang menurun, perusahaan akan menurunkan pembayaran dividennya. Pasar akan merespon negatif pengumuman tersebut. Berdasarkan teori tersebut, dividen mempunyai kandungan informasi, yaitu prospek perusahaan di masa mendatang (Hanafi, 2015).

b. Efek Klien (*Clientele Effect*)

Kebijakan dividen tertentu akan menarik segmen tertentu atau "*clientele*" yang terdiri dari para investor yang menyukai kebijakan dividen tersebut. Tugas manajer keuangan selanjutnya adalah melayani segmen tersebut. Perusahaan sebaiknya tidak sering mengubah kebijakan dividen yang akan mengacaukan efek klien tersebut, yang diikuti dengan perubahan harga saham (Hanafi, 2015).

C. Model Kebijakan Dividen Dinamis Dan Pengembangan

Hipotesis

Model dinamis memiliki keunggulan dibandingkan dengan model statis. Model dinamis memperhitungkan waktu, sedangkan model statis tidak memperhitungkan waktu. Misalnya saat pemerintah menetapkan kebijakan fiskal dan moneter, dampak dari kebijakan tersebut tidak instan tetapi memerlukan waktu (Widarjono, 2017). Perhitungan waktu tersebut dalam model dinamis dilakukan dengan cara memasukkan variabel kelambanan (*lag*). Dampak variabel kelambanan tersebut memungkinkan perusahaan tidak berada pada tingkat dividen yang ditargetkan/optimal. Tingkat dividen yang ditargetkan/optimal ditentukan dengan diprediksi, kemudian perusahaan akan melakukan penyesuaian rasio pembayaran dividen yang diobservasi menuju rasio pembayaran dividen pada tingkat yang ditargetkan/optimal tersebut. Nilai kecepatan penyesuaian rasio pembayaran dividen pada tingkat yang ditargetkan/optimal tersebut bervariasi tergantung waktu dan

berbagai faktor yang mempengaruhi. Ada beberapa kemungkinan nilai/koeffisien kecepatan penyesuaian (δ) rasio pembayaran dividen pada tingkat yang ditargetkan/optimal (Widarjono, 2017), yaitu sebagai berikut :

- a. Apabila $\delta=0$, maka perusahaan tidak melakukan penyesuaian rasio pembayaran dividen pada tingkat yang ditargetkan/optimal. Ini terjadi karena rasio pembayaran dividen yang diobservasi (DPR_{it}) sama dengan rasio pembayaran dividen pada periode sebelumnya (DPR_{it-1}).
- b. Apabila $0<\delta<100\%$, maka penyesuaian rasio pembayaran dividen menuju tingkat yang ditargetkan/optimal tidaklah sempurna. Oleh sebab itu, model penelitian ini disebut model penyesuaian parsial dan dapat dikatakan lamban (*smooth*).
- c. Apabila $\delta=100\%$, maka rasio pembayaran dividen yang diobservasi (DPR_{it}) sama dengan rasio pembayaran dividen pada tingkat yang ditargetkan/optimal (DPR_{it}^*). Dengan kata lain, rasio pembayaran dividen yang

diobservasi (DPR_{it}) menyesuaikan secara langsung dengan rasio pembayaran dividen pada tingkat yang ditargetkan/optimal (DPR_{it}^*) pada saat yang bersamaan.

Model dinamis dalam penelitian ini memasukkan variabel kelambanan kebijakan dividen (DPR_{it-1}) dan tujuh faktor karakteristik perusahaan sebagai variabel bebas. Hubungan antar variabel dan pengembangan hipotesis dalam penelitian ini dapat dijelaskan sebagai berikut :

1. Pengaruh Variabel Kelambanan (*Lag*) Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Dividen

Lintner (1956) melakukan penelitian dengan mengembangkan sebuah model statistik untuk mempertimbangkan proses *smoothing* dalam pembayaran dividen. Signifikansi variabel kelambanan kebijakan dividen merupakan indikasi pertama stabilitas dividen, karena manajemen harus mempertimbangkan tren pembayaran dividen tahun sebelumnya untuk mengikuti kebijakan dividen yang stabil (Adaoglu, 2000). Selanjutnya nilai positif menunjukkan bahwa perusahaan melakukan penyesuaian

rasio pembayaran dividen pada tingkat yang ditargetkan/optimal karena hasil nilai optimal (1 atau 100%) dikurangi nilai koefisien regresi variabel kelambanan kebijakan dividen yang positif akan menghasilkan nilai penyesuaian $0 < \delta < 100\%$ (Widarjono, 2017). Dengan demikian, variabel kelambanan kebijakan dividen diharapkan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen tahun ini (Lintner, 1956; Dewenter dan Warther, 1998; Ben Naceur, dkk, 2006; Ahmed dan Javid, 2008; Al-Najjar, 2009; Kamat dan Kamat, 2009, 2013; Tran dan Nguyen, 2014; Al-Najjar dan Kilincarslan, 2017; Gohar dan Alam, 2018; serta Zagonel, dkk, 2018).

Berdasarkan beberapa penelitian dapat diketahui bahwa perusahaan melakukan penyesuaian pada dividen yang ditargetkan (memiliki *speed of adjustment/SOA*) dan memiliki rasio target pembayaran (*target payout ratio/TPR*) jangka panjang dengan mempertimbangkan profitabilitasnya. Garis besar hasil beberapa penelitian tersebut dapat dilihat pada Tabel 2.1.

Tabel 2.1
Ringkasan Beberapa Penelitian

No	Peneliti	Pasar	Periode	SOA (%)	TPR (%)
1	Lintner (1956)	Amerika Serikat	1947 s.d 1953	30	50
2	Dewenter dan Warther (1998)	Amerika Serikat Jepang : a. Perusahaan keiretsu b. Perusahaan <i>hybrid</i> c. Perusahaan independen	1983 s.d 1992	5,5 9,4 11,7 8,2 2,1	
3	Adaoglu (2000)	Turki	1985 s.d 1997	100	51,7
4	Ben Naceur, dkk (2006)	Tunisia : a. Semua Sampel b. Tanpa perusahaan yang tidak membayar dividen c. Tanpa perusahaan regulasi	1996 s.d 2002	96,59 86,68 75,40	14,12 40,01 31,99
5	Ahmed dan Javid (2008)	Pakistan : a. Model Lintner (1956) b. Model Fama dan Babiak (1968) c. Model Ahmed dan Javid (2008)	2001 s.d 2006	41,90-77,33 42,50-63,26 42,50-63,26	18-55 25-38,49 25-38,50
6	Al-Najjar (2009)	Yordania	1999 s.d 2003	42,9	47,8
7	Kamat dan Kamat (2009)	India : a. Periode pra-reformasi (1975-1992) b. Periode pasca reformasi (1995-2007)	1971 s.d 2007	34 63	16 11

Lanjutan tabel 2.1.

8	Kamat dan Kamat (2013)	India : a. Periode pra-reformasi (1975-1992) b. Periode pasca reformasi (1995-2010)	1971 s.d 2010	34 63	16 11
9	Tran dan Nguyen (2014)	Vietnam : a. Model Lintner (1956) b. Model Fama dan Babiak (1968)	2006 s.d 2011	12,3 12,9	88,6 87
10	Al-Najjar dan Kilincarslan (2017)	Turki : a. Dividen minimum ditentukan (2003-2008) - Semua perusahaan - Perusahaan yang membayar dividen b. Dividen minimum tidak ditentukan (2009-2012) - Semua perusahaan - Perusahaan yang membayar dividen	2003 s.d 2012	58 59 52,1 52,9	23,3 25,5 21,3 22,5

Berdasarkan uraian diatas yang menyatakan bahwa variabel kelambanan dividen berpengaruh positif sehingga diperoleh koefisien kecepatan penyesuaian (*speed of adjustment/SOA/δ*) menuju tingkat kebijakan dividen yang ditargetkan/optimal dan mendukung hasil penelitian Lintner (1956), Dewenter dan Warther (1998), Ben Naceur,dkk (2006), Ahmed dan Javid (2008), Al-Najjar (2009), Kamat dan Kamat (2009, 2013), Tran dan Nguyen, (2014), Al-

Najjar dan Kilincarslan (2017), Gohar dan Alam (2018), serta Zagonel,dkk (2018), maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H1: Variabel kelambanan kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

2. Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas / *profitability* (PRFT) dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang memiliki kas yang berlebih dan profitabilitas yang tinggi sering menjadi target dalam akuisisi (Hanafi, 2015). Guna mengurangi kas dan profitabilitas yang tinggi tersebut, perusahaan dapat melakukan pembayaran dividen agar terhindar dari akuisisi sekaligus untuk membuat senang para pemegang saham. Al-Najjar (2009) dan Jabbouri (2016) menyatakan bahwa profitabilitas merupakan faktor penting dalam menentukan kebijakan dividen. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan lebih mampu membayarkan dividen. Kamat dan Kamat (2009, 2013), Kamat (2016) serta Labhane dan Mahakud (2016) menyepakati pendapat

tersebut dengan hasil penelitiannya yang menyatakan bahwa perusahaan besar akan memperoleh profitabilitas yang lebih besar dan membagikan dividen yang lebih tinggi. Ben Naceur, dkk (2006) menambahkan bahwa dengan kebijakan investasi yang optimal akan mendorong perolehan profitabilitas yang tinggi, sehingga mampu menghasilkan arus kas bebas yang lebih besar dan pada akhirnya membayar dividen yang tinggi. Kuwari (2009) menemukan bahwa perlindungan hukum pemegang saham di bursa saham *Gulf Cooperation Council* (yaitu Kuwait, Arab Saudi, Oman, Qatar, dan Bahrain) rendah, sama seperti di negara berkembang lain. Oleh sebab itu saat profitabilitas meningkat akan mendorong pemegang saham menginginkan pembayaran dividen yang tinggi juga. Al-Najjar dan Kilincarslan (2017) menemukan bahwa semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka perusahaan akan membayarkan dividen yang tinggi sebagai signal kinerja keuangan yang lebih baik. Kondisi tersebut didukung oleh teori signaling. Ketika profitabilitas meningkat perusahaan

akan menyampaikan kinerja keuangan yang baik dengan membayarkan dividen tinggi, sedangkan ketika profitabilitas menurun perusahaan akan menyampaikan penurunan kinerja keuangan dengan membayarkan dividen rendah. Dengan demikian, profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen (Ben Naceur, dkk ,2006; Al-Najjar, 2009; Kuwari, 2009; Kamat dan Kamat, 2009,2013; Jabbouri, 2016; Labhane dan Mahakud, 2016; Kamat, 2016; Al-Najjar dan Kilincarslan, 2017).

Hasil penelitian yang berbeda ditemukan oleh Sangeetha (2018). Ia menemukan bahwa perusahaan di India mempertahankan lebih banyak profitabilitasnya untuk ekspansi perusahaan sehingga memiliki rasio pembayaran dividen rendah. Hasil tersebut didukung oleh teori *pecking order* yang menyatakan bahwa pendanaan internal lebih disukai dibandingkan pendanaan eksternal, sehingga perusahaan akan mempertahankan profitabilitasnya untuk ekspansi perusahaan dan membagikan dividen yang rendah.

Dengan demikian, profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (Sangeetha, 2018).

Berdasarkan uraian diatas yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan mendukung hasil penelitian Ben Naceur, dkk (2006), Al-Najjar (2009), Kuwari (2009), Rehman dan Takumi (2012), Kamat dan Kamat (2009, 2013), Asadi dan Oladi (2015), Jabbouri (2016), Kamat (2016), Labhane dan Mahakud (2016), serta Al-Najjar dan Kilincarslan (2017), maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H2: Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

3. Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen

Ukuran perusahaan / *size* (SIZE) dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap kebijakan dividen. Perusahaan besar memiliki akses yang lebih mudah ke pasar modal dibandingkan dengan perusahaan kecil (Al-Najjar dan Kilincarslan, 2017; Jabbouri, 2016). Kemudahan akses ke

pasar modal tersebut disebabkan oleh kematangan dari perusahaan besar (Al-Najjar, 2009) dan kepemilikan saham institusional yang lebih tinggi (Labhane dan Mahakud, 2016). Kemudahan akses ke pasar modal tersebut sangat berarti untuk fleksibilitas dan kemampuan dalam memperoleh dana eksternal, sehingga perusahaan besar dapat mengalokasikan dana internalnya untuk membayarkan dividen yang lebih tinggi kepada para pemegang saham. Perusahaan besar akan menghadapi biaya agensi yang tinggi akibat dispersi kepemilikan, peningkatan kompleksitas, dan ketidakmampuan pemegang saham mengawasi aktivitas perusahaan secara ketat. Oleh sebab itu perusahaan besar membayar dividen yang tinggi untuk mengurangi biaya agensi (Kuwari, 2009). Perusahaan besar juga lebih terdiversifikasi sehingga risiko kegagalan lebih rendah dibandingkan perusahaan kecil. Ukuran perusahaan berbanding terbalik dengan probabilitas kebangkrutan (Kamat dan Kamat, 2009, 2013 serta Kamat, 2016). Selain itu, perusahaan besar lebih diawasi oleh para analis, sehingga

diharapkan membayarkan dividen tinggi untuk memberikan informasi yang baik tentang prospek perusahaan (Kamat dan Kamat, 2009, 2013 serta Kamat, 2016). Dengan demikian ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen (Al-Najjar, 2009; Kuwari, 2009; Kamat dan Kamat, 2009, 2013; Asadi dan Oladi, 2015; Jabbouri, 2016; Kamat, 2016; Al-Najjar dan Kilincarslan, 2017).

Hasil yang berbeda ditemukan pada beberapa penelitian. Sangeetha (2018) menemukan bahwa perusahaan besar di India cenderung memiliki peluang reinvestasi yang lebih besar dan memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih rendah. Sementara Ben Naceur, dkk (2006) menemukan bahwa perusahaan besar di Tunisia tidak memanfaatkan kemudahan akses ke pasar modal untuk mendapatkan dana eksternal. Perusahaan besar di Tunisia meminimalkan penggunaan dana eksternal yang relatif lebih mahal dibandingkan penggunaan dana internal. Dengan demikian, perusahaan besar akan memiliki rasio pembayaran dividen yang rendah. Di lain sisi perusahaan kecil di Tunisia dengan

kepemilikan modal terkonsentrasi dan hak minoritas tidak dilindungi dengan baik, maka perusahaan kecil sebaiknya memiliki rasio pembayaran dividen yang tinggi agar para investor tertarik membeli saham perusahaan kecil tersebut. Dengan demikian, perusahaan kecil akan memiliki rasio pembayaran dividen yang tinggi. Ukuran perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (Ben Naceur, dkk, 2006; Ahmed dan Javid, 2008; Sangeetha, 2018).

Berdasarkan uraian diatas yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan mendukung hasil penelitian Al-Najjar (2009), Kuwari (2009), Kamat dan Kamat (2009, 2013), Asadi dan Oladi (2015), Jabbouri (2016), Kamat (2016), Labhane dan Mahakud (2016), Al-Najjar dan Kilincarslan (2017), maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H3: Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

4. Pengaruh Rasio Investasi terhadap Kebijakan Dividen

Rasio investasi / *investment ratio* (INVR) dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap kebijakan dividen. Asadi dan Oladi (2015) menunjukkan perusahaan di Teheran saat rasio investasi tinggi juga mampu meningkatkan rasio pembayaran dividen. Hal tersebut menunjukkan perusahaan di Teheran cenderung tidak mengalami kebangkrutan. Dengan demikian, rasio investasi memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen (Asadi dan Oladi, 2015).

Berdasarkan teori *pecking order* apabila perusahaan memiliki rasio investasi yang tinggi, maka perusahaan akan mengutamakan penggunaan sumber dana internal dibandingkan sumber dana eksternal. Hal tersebut mendorong perusahaan cenderung menahan profitabilitasnya untuk reinvestasi, sehingga memiliki rasio pembayaran dividen yang rendah. Sebaliknya, saat rasio investasi rendah maka dana internal dapat digunakan untuk meningkatkan rasio pembayaran dividen. Ben Naceur, dkk (2006) menambahkan bahwa dividen menjadi kendaraan yang mahal

untuk ditiru dalam hal penyampaian informasi perusahaan ke pasar modal. Dividen kemudian dijadikan sinyal profitabilitas perusahaan di masa depan untuk menangani adanya asimetri informasi antara pemegang saham dalam (*insider*) dan pemegang saham luar (*outsider*). Perusahaan yang memiliki rasio investasi tinggi akan lebih memilih menggunakan profitabilitasnya untuk berinvestasi. Seiring dengan penggunaan profitabilitasnya maka perusahaan akan memiliki rasio pembayaran dividen yang rendah (Labhane dan Mahakud, 2016). Dengan demikian, rasio investasi memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (Ahmed dan Javid, 2008; Rehman dan Takumi, 2012; Kamat dan Kamat, 2009, 2013; Kamat, 2016; Labhane dan Mahakud, 2016; Al-Najjar dan Kilincarslan, 2017).

Berdasarkan uraian diatas yang menyatakan bahwa rasio investasi berpengaruh positif dan mendukung hasil penelitian Asadi dan Oladi (2015), maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut :

H4: Rasio investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

5. Pengaruh Struktur Aset terhadap Kebijakan Dividen

Struktur aset / *tangibility of assets* (TNGA) dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap kebijakan dividen. Kamat dan Kamat (2009, 2013) menyatakan bahwa perusahaan dengan aset berwujud banyak akan memiliki kemampuan lebih dalam berhutang, sehingga dana internal dapat dialokasikan untuk membayar dividen yang tinggi. Sedangkan perusahaan dengan aset berwujud sedikit akan memiliki kemampuan rendah dalam berhutang, sehingga akan mengikuti kebijakan residual dimana dana internalnya diutamakan untuk pembiayaan operasional perusahaan dan membayar dividen yang rendah. Struktur aset memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen (Kamat dan Kamat, 2009, 2013).

Hasil yang berbeda ditemukan pada beberapa penelitian. Al-Najjar (2009) menemukan bahwa semakin banyak aset berwujud yang dijamin untuk berhutang akan membuat

semakin sedikit aset jangka pendek yang akan digunakan sebagai jaminan pinjaman jangka pendek. Hal tersebut membuat perusahaan beralih dari bergantung pada pendanaan eksternal ke pendanaan internal dan pada akhirnya akan mengurangi kemampuan perusahaan dalam melakukan pembayaran dividen. Sejalan dengan temuan Gohar dan Alam (2018) yang menyatakan bahwa perusahaan yang banyak berinvestasi dalam aset berwujud untuk tujuan ekspansi akan mengurangi kemampuan perusahaan dalam membayar dividen. Dengan demikian, struktur aset memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (Al-Najjar, 2009; Gohar dan Alam, 2018).

Berdasarkan uraian diatas yang menyatakan bahwa struktur aset berpengaruh positif dan mendukung hasil penelitian Kamat dan Kamat (2009, 2013), maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H5: Struktur aset berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

6. Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Leverage (LEV) dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang membayar dividen tinggi mempunyai pembiayaan hutang yang lebih banyak dibandingkan dengan perusahaan yang membayar dividen rendah (Pruitt dan Gitman dalam Rehman dan Takumi, 2012). Selain itu, hutang yang tinggi dapat berfungsi sebagai pemberi sinyal (Kamat dan Kamat, 2013). Ross dalam Kamat dan Kamat (2013) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki hutang tinggi akan memberikan sinyal kualitas yang tinggi. Tingginya tingkat hutang perusahaan berfungsi sebagai sinyal kredibel arus kas masa depan yang tinggi, sehingga perusahaan akan mampu memenuhi kewajiban tersebut. Dengan demikian, semakin tinggi hutang akan semakin kredibel suatu perusahaan sehingga diharapkan mampu membayarkan dividen yang tinggi. Hal tersebut sejalan dengan temuan Sangeetha (2018) yang menyatakan bahwa kebutuhan hutang yang tinggi memotivasi perusahaan untuk menjamin akses pendanaan

eksternal dengan membangun reputasi yang baik terhadap pemegang saham melalui pembayaran dividen yang tinggi. Selain itu, perusahaan di India memiliki rasio hutang yang tinggi agar mendapatkan keuntungan dari perisai pajak hutang dengan mengorbankan kreditor. *Leverage* memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen (Rehman dan Takumi, 2012; Sangeetha, 2018).

Hasil yang berbeda ditemukan pada beberapa penelitian. Perusahaan yang memiliki tingkat hutang rendah akan memiliki kemampuan membayarkan dividen yang tinggi, sedangkan perusahaan yang memiliki tingkat hutang yang tinggi akan membayarkan dividen yang rendah untuk mengurangi ketergantungannya pada pendanaan eksternal (Al-Najjar, 2009; Jabbouri, 2016). Ben Naceur, dkk (2006) menambahkan bahwa hutang dapat berperan mendisiplinkan pembayaran dividen yang tinggi. Pembayaran dividen yang tinggi dapat dianggap sebagai tranfer kekayaan dari pemegang hutang ke pemegang saham. Oleh sebab itu, peningkatan hutang akan mendorong perusahaan

membayarkan dividen yang rendah. Sejalan dengan Al-Najjar dan Kilincarslan (2017) yang menyatakan bahwa hutang berperan mensubstitusi dividen dalam mengendalikan masalah keagenan. Dimana perusahaan di Turki yang memiliki banyak hutang cenderung tidak membayarkan dividen. Disamping itu, teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan akan memilih pembiayaan dari dana internal dibandingkan dengan penggunaan hutang. Jika dana internal rendah, maka perusahaan akan menyesuaikan dengan membayar dividen yang rendah dibandingkan dengan berhutang demi membagikan dividen yang tinggi. Perusahaan dengan rasio hutang yang rendah akan memiliki risiko kebangkrutan yang rendah juga, sehingga perusahaan mampu membayarkan dividen yang tinggi. Sedangkan apabila terjadi peningkatan rasio hutang akan meningkatkan beban dalam pelunasannya dan meningkatkan risiko kebangkrutan, sehingga mengurangi kemampuan membayar dividen (Kuwari, 2009; Labhane dan Mahakud, 2016; Gohar dan Alam, 2018). Perjanjian hutang juga melarang

pembayaran dividen yang lebih tinggi (Kamat dan Kamat, 2013). Oleh sebab itu, rasio hutang yang tinggi akan mendorong perusahaan melakukan pembayaran dividen yang rendah. Dengan demikian, *leverage* memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (Al-Najjar, 2009; Kuwari, 2009; Kamat dan Kamat, 2009, 2013; Asadi dan Oladi, 2015; Jabbouri, 2016; Kamat, 2016; Labhane dan Mahakud, 2016; Al-Najjar dan Kilincarslan, 2017; Gohar dan Alam, 2018).

Berdasarkan uraian diatas yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif dan mendukung hasil penelitian Al-Najjar (2009), Kuwari (2009); Kamat dan Kamat (2009, 2013), Asadi dan Oladi (2015), Jabbouri (2016), Kamat (2016), Labhane dan Mahakud (2016), Al-Najjar dan Kilincarslan (2017), Gohar dan Alam (2018), maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H6: *Leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

7. Pengaruh Risiko Operasional terhadap Kebijakan Dividen

Risiko operasional / *operating risk* (ORSK) menunjukkan pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan teori *pecking order*, perusahaan dengan risiko operasional tinggi akan memiliki volalitas pendapatan yang tinggi dan akan mengakumulasi kas pada saat pendapatan baik. Akumulasi pendapatan tersebut akan digunakan untuk berinvestasi di masa mendatang dibandingkan membayar dividen. Oleh sebab itu, perusahaan dengan risiko operasional tinggi akan memiliki volalitas pendapatan yang tinggi dan membagikan dividen yang rendah (Kamat dan Kamat, 2009, 2013). Al-Najjar (2009) menambahkan bahwa semakin tinggi risiko suatu perusahaan akan semakin tinggi pula kemungkinan perusahaan tersebut bangkrut. Kondisi tersebut berdampak pada semakin kecilnya kesempatan perusahaan untuk membayar dividen.

Berdasarkan uraian diatas yang menyatakan bahwa risiko operasional berpengaruh negatif dan mendukung hasil

penelitian Al-Najjar (2009), Kamat dan Kamat (2009, 2013), Asadi dan Oladi (2015), serta Kamat (2016), maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H7: Risiko operasional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

8. Pengaruh Pajak Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen

Pajak perusahaan / *corporate tax rate* (CTAX) dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap kebijakan dividen. Samuel dan Inyada (2010) menemukan pengaruh positif pajak perusahaan terhadap kebijakan dividen. Perusahaan akan membayarkan dividen yang rendah untuk meminimalkan pajak pribadi pemegang saham. Kondisi tersebut didukung oleh teori preferensi pajak, dimana pajak atas *capital gain* lebih rendah dibandingkan pajak atas dividen. Sementara perusahaan akan membayarkan dividen yang tinggi apabila pajak atas *capital gain* lebih tinggi daripada pajak atas dividen. Disamping itu, peningkatan pajak perusahaan memicu peningkatan pembayaran dividen

juga dapat disebabkan oleh tidak dominannya pajak perusahaan dalam mempengaruhi laba perusahaan. Kondisi tersebut memungkinkan perusahaan membayar dividen yang tinggi dari laba yang ditahan. Ditambah lagi perusahaan sampel dalam penelitian ini cenderung *mature*, sehingga mendorong pemegang saham untuk tetap mendapatkan dividen yang tinggi meskipun terjadi peningkatan pajak perusahaan. Kondisi tersebut didukung oleh teori efek klien, dimana pemegang saham perusahaan di Indonesia yang menjadi sampel dalam penelitian ini lebih menyukai pembayaran dividen yang tinggi sebagai *return* atas investasi yang telah dilakukannya.

Di lain sisi, pajak perusahaan menunjukkan pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi pajak perusahaan, maka akan semakin mengurangi laba bersih perusahaan. Semakin rendah laba bersih perusahaan akan mendorong perusahaan membayar dividen yang rendah. Dengan demikian, semakin tinggi pajak perusahaan semakin

rendah kebijakan dividen perusahaan tersebut (Kamat dan Kamat, 2009, 2013).

Berdasarkan uraian diatas yang menyatakan bahwa pajak perusahaan berpengaruh positif dan mendukung hasil penelitian Samuel dan Inyada (2010), maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H8: Pajak perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

9. Pengaruh Tingkat Bunga terhadap Kebijakan Dividen

Tingkat bunga / *interest rate* (INRT) dapat berpengaruh positif atau negatif terhadap kebijakan dividen. Ofori-Sasu, dkk (2017) menemukan pengaruh positif tingkat bunga terhadap kebijakan dividen. Peningkatan tingkat bunga akan mengharuskan pemegang saham untuk mendapatkan pembayaran dividen yang lebih tinggi sebagai *return* atas investasinya agar dapat mengkompensasi atau mengurangi efek peningkatan tingkat bunga tersebut. Selain itu, peningkatan tingkat bunga memicu peningkatan pembayaran dividen juga dapat disebabkan oleh pengurangan

ketergantungan perusahaan pada pendanaan eksternal melalui hutang dan beralih ke emisi saham baru (ekuitas), sehingga perusahaan memberikan *return* melalui pembayaran dividen yang tinggi kepada pemegang saham. Kondisi tersebut didukung oleh teori struktur modal, dimana pendanaan eksternal dapat bersumber dari hutang dan ekuitas. Ditambah lagi perusahaan sampel dalam penelitian ini cenderung *mature*, sehingga mendorong pemegang saham untuk tetap mendapatkan dividen yang tinggi meskipun terjadi peningkatan tingkat bunga. Kondisi tersebut didukung oleh teori efek klien, dimana pemegang saham perusahaan di Indonesia yang menjadi sampel dalam penelitian ini lebih menyukai pembayaran dividen yang tinggi sebagai *return* atas investasi yang telah dilakukannya.

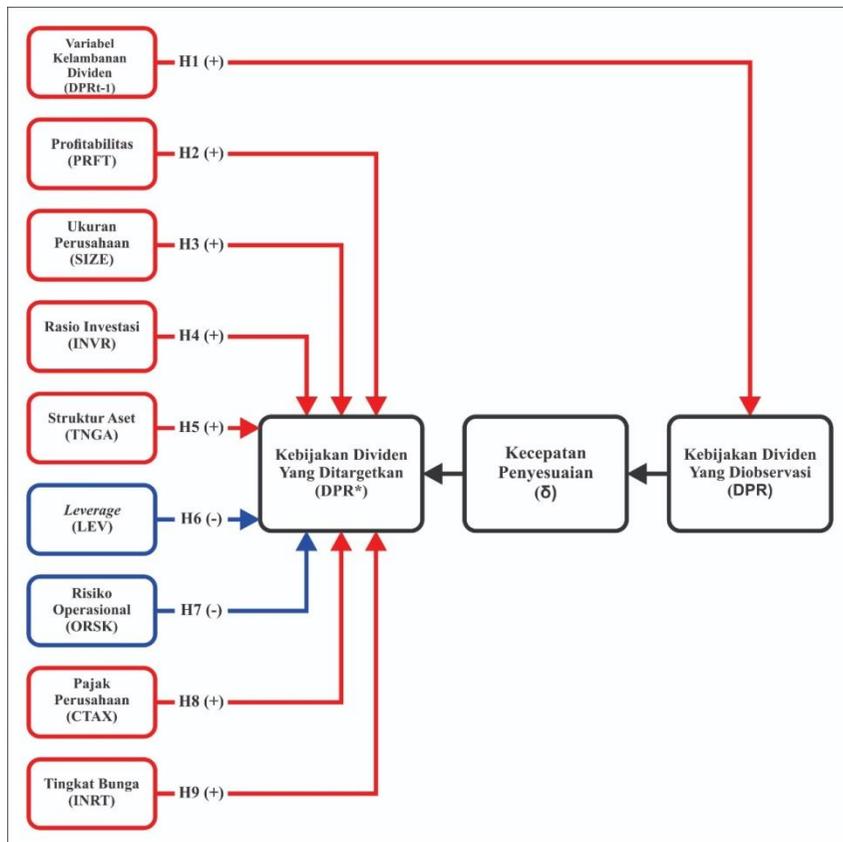
Di lain sisi, tingkat bunga menunjukkan pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (Kamat dan Kamat, 2009 serta Kamat, 2016). Hasil penelitian mereka menyatakan bahwa kendala kredit memiliki dampak yang lebih nyata pada sektor ril di ekonomi yang berorientasi bank. Dengan demikian,

perusahaan yang berorientasi bank akan mengurangi ketergantungan pada pinjaman apabila terjadi peningkatan tingkat bunga pinjaman. Dalam kondisi tersebut, perusahaan akan lebih bergantung pada penggunaan dana internal sehingga menurunkan kemampuan perusahaan membayar dividen. Dengan demikian, tingkat bunga memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan uraian di atas yang menyatakan bahwa tingkat bunga berpengaruh positif dan mendukung hasil penelitian Ofori-Sasu, dkk (2017), maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H9: Tingkat bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

D. Model Penelitian



Gambar 2.1
Model Penelitian