

BAB II

KERANGKA TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

2.1 Definisi Kebijakan Pembayaran Dividen

Dividen adalah pendistribusian jumlah pendapatan kepada para pemegang saham perusahaan. Dividen dapat berupa saham ataupun tunai. Dividen yang berupa saham tidak terlalu kontroversial atau populer sehingga selingkali bermasalah terhadap dividen tunai dari keputusan kebijakan dividen (Khalid & Rehman, 2015).

Dividend payout atau pembayaran dividen merupakan parameter untuk mengukur suatu besaran dividen berdasarkan jumlah dividen yang dibayar kepada pemegang saham. Dalam hal ini, keputusan dividen berperan penting bagi pemegang saham mendapatkan alokasi dari arus kas, sedangkan laba ditahan (*retained earning*) adalah salah satu sumber pembiayaan dana yang penting terhadap pertumbuhan perusahaan (Horne & Wachowicz, 2005).

Keputusan perusahaan dalam mendistribusikan laba yang diperoleh kepada sang pemegang saham merupakan suatu kebijakan dividen yang dibagikan dalam bentuk dividen tunai atau menginvestasi kembali laba yang ditahan sebagai *retained earnings*. Salah satu bagian kebijakan dividen yang mempengaruhi keputusan pendanaan perusahaan yang penting yang menjadi hal yang harus dipertimbangkan secara rinci.

Para investor pada suatu perusahaan mengharapkan tingkat pengembalian investasi dividen. Investasi dividen diatur berdasarkan sebuah keputusan mengenai jumlah keuntungan masa lalu atau sekarang. Hasil keuntungan tersebut

dapat didistribusikan kepada pemegang saham dalam sebuah perusahaan yang merupakan kebijakan dividen.

Pihak manajemen suatu perusahaan mengurangi jumlah laba yang ditahan sehingga sumber kas pada perusahaan berkurang untuk membagi laba yang diperoleh sebagai dividen. Menurut Brigham dan Houston (2012), ketika melakukan investasi tersebut dapat menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dengan pertumbuhan yang akan datang untuk dapat memaksimalkan harga saham perusahaan.

Kebijakan dividen yang mampu membayar dividen secara besar akan mampu mengundang investor untuk membeli saham perusahaan (Al-Najjar, 2009). Keuntungan yang dapat dibagi oleh suatu perusahaan membuat masyarakat berasumsi bahwa perusahaan yang mampu mendistribusikan dividen adalah perusahaan yang menguntungkan. Pembayaran dividen adalah jumlah dividen yang harus dibayarkan kepada pemegang saham dibandingkan dengan jumlah total laba bersih perusahaan yang dapat mengukur besaran dividen yang akan dibagikan ke pemegang saham sebagai parameter.

Machfoedz (2007) menyatakan bahwa pembayaran hasil dari laba kepada pemegang saham perusahaan merupakan dividen. Bentuk-bentuk dividen adalah sebagai berikut:

1. Dividen kas merupakan dividen yang berupa tunai yang diberikan perusahaan kepada pemegang saham.
2. *Script* dividen berupa suatu surat yang diberikan perusahaan sebagai tanda kesediaan membayar sejumlah uang sebagai dividen kepada pemegang saham.

3. Dividen properti membayar dividen dengan tidak menggunakan uang tunai ataupun modal perusahaan melainkan barang-barang untuk membayar dividen kepada pemegang saham.

4. *Liquidating* dividen adalah pembayaran hasil laba sebagai dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham (*Cash Dividend*).

5. Dividen saham mengikuti bentuk saham yang dikeluarkan sendiri oleh perusahaan itu dalam dividen yang diberikan kepada pemegang saham.

Menurut investor, investasi yang ditanamkan kepada suatu perusahaan harus berupa timbal balik. Adanya keuntungan investasi yang diperoleh dapat berupa kepemilikan saham. Masyarakat ikut serta dalam sebuah kebijakan dividen yang memberi dampak penting bagi perusahaan. Arus kas keluar yang dapat mengurangi suatu kas pada perusahaan adalah dividen berdasarkan pihak manajemen.

Agency theory merupakan dua pihak ekonomi yaitu agen dan principal yang saling bertentangan. Suatu kontrak untuk melakukan jasa dengan atas nama prinsipal ataupun memberi wewenang terhadap agen. Jika dua pihak tersebut memiliki tujuan yang sama, maka agen akan melakukan sesuai dengan yang diperintahkan oleh prinsipal.

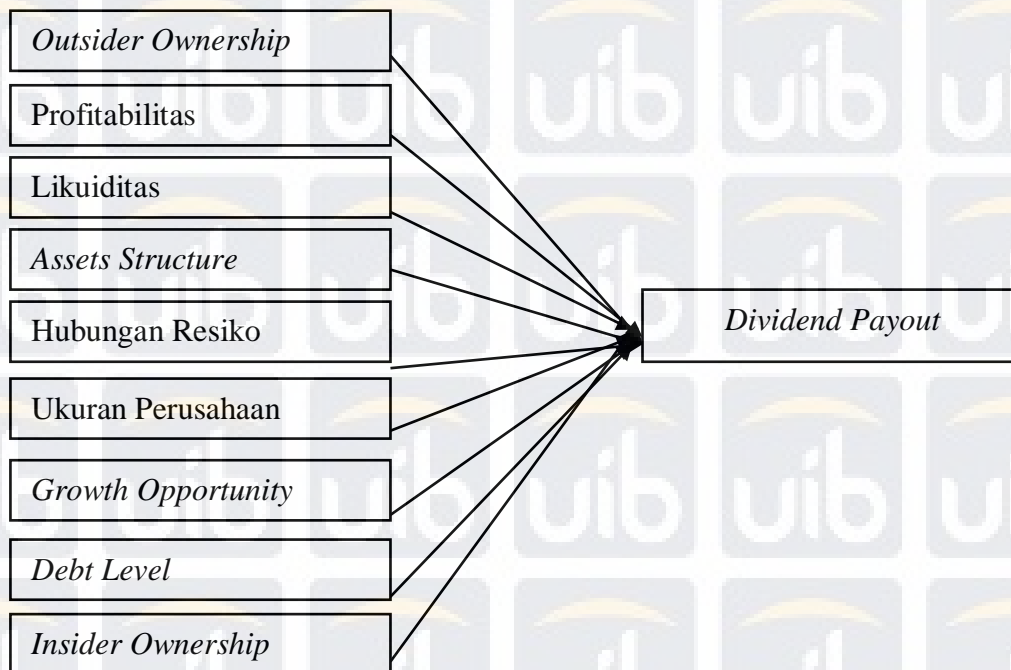
Pihak manajemen yang berdasarkan agen adalah pemilik, sedangkan principal merupakan perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menunjukkan bahwa prinsipal dapat meyakinkan agen dalam membuat keputusan yang tepat dibawah pengawasan prinsipal. Biaya keagenan (*agency cost*) merupakan kepentingan konflik antara manajer dengan para investor.

2.2 Model Penelitian Terdahulu

Penelitian sebelumnya telah dilakukan untuk meneliti faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen. Rozeff (1982) menambahkan tingkat pertumbuhan dalam pendapatan. Penelitian lain Rozeff (1982) menggunakan nilai beta perusahaan sebagai indikator risiko pasarnya. Mereka menemukan hubungan yang signifikan secara statistik dan negatif antara beta dan pembayaran dividen. Temuan mereka menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat risiko pasar yang lebih tinggi akan membayar dividen dengan harga lebih rendah.

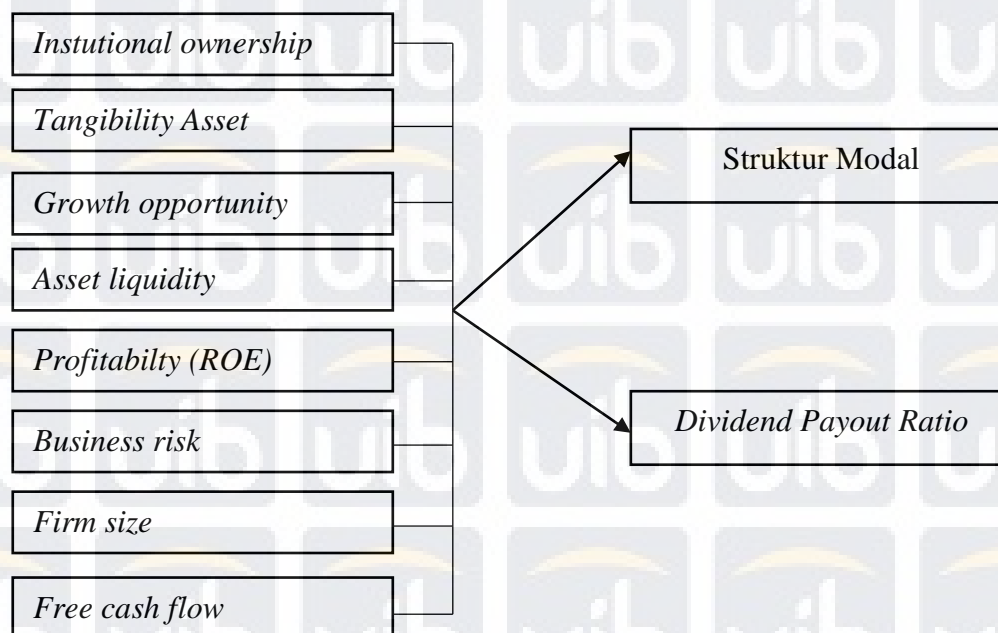
Menurut Myers dan Majluf (1984) pengaturan struktur modal melalui perusahaan akan digunakan berbagai solusi sumber dana. Pruitt dan Gitman (1991) menemukan bahwa risiko pendapatan tahun ke tahun juga menentukan kebijakan dividen perusahaan. Sebuah perusahaan yang memiliki pendapatan relatif stabil sering kali dapat memprediksi kira-kira berapa besar pendapatan masa depannya. Oleh karena itu, perusahaan semacam itu lebih cenderung membayar persentase pendapatan yang lebih tinggi daripada perusahaan dengan pendapatan berfluktuasi.

Shin (2000) meneliti tentang profitabilitas yang mempengaruhi *net trade cycle*, rasio lancar, dan pertumbuhan penjualan. Amidu dan Abor (2006) meneliti tentang bagaimana profitabilitas, risiko pendapatan tahun ke tahun, arus kas, pajak, kepemilikan institusional, pertumbuhan, dan market to book value. Al-Najjar dan Hussainey (2009) meneliti tentang bagaimana *outsider ownership*, profitabilitas, likuiditas, *assets structure*, hubungan risiko, ukuran perusahaan, *growth opportunity*, *debt level*, dan *insider ownership*.



Gambar 2.1 Pengaruh *outsider ownership*, profitabilitas, likuiditas, *assets structure*, hubungan resiko, ukuran perusahaan, *growth opportunity*, *debt level*, dan *insider ownership*. Sumber: Al-Najjar dan Hussainey (2009)

Muttaqin dan Windijarto (2010) mengemukakan bahwa *institutional ownership*, *tangible asset*, *growth opportunity*, *asset liquidity*, *profitability*, *business risk*, *firm size*, dan *free cash flow* terhadap struktur modal dan juga *dividend payout ratio*. Penelitian Ying *et al.* (2012) menemukan bahwa resiko dan *earning per share* berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Gaspar *et al.* (2012) meneliti tentang pembayaran dividen menambahkan asset lancar dan hutang. Penelitian Shamsabadi, Min, dan Chung (2016) menambahkan variabel *firm* dan *growth opportunity*.



Gambar 2.2 Pengaruh *institutional ownership*, *tangible asset*, *growth opportunity*, *asset liquidity*, *profitability*, *business risk*, *firm size*, dan *free cash flow* terhadap struktur modal dan *dividend payout ratio*. Sumber: Ninnasi dan Windijarto (2010)

Penelitian Li (2016) menjelaskan *stock returns*, *firm size*, *firm age*, *capital structure* dan *log turn-over* berpengaruh terhadap kebijakan pembayaran dividen.

Benjamin dan Mat Zain (2015) menambahkan *family ownership*, *debt* dan *growth* sebagai variabel yang berpengaruh terhadap pembayaran dividen. Jory *et al.* (2017) menambahkan *measuring the effects of institutional ownership stability on the firm's propensity*, *institutional ownership between dividend paying and non-dividend paying* dan *analyzing the volatility in the dividend payout ratios*.

Bostanci dan Kadioglu (2018) menjelaskan *size*, *profitability*, *liquidity*, *maturity*, *equity structure*, *debt*, *market value* dan *book value* berpengaruh pada pembayaran dividen. Mardani dan Indrawati (2018) melakukan penelitian apakah

Managerial Ownership, Institutional Ownership, Board Size dan The Independent Board berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Nurcaiqi dan Suryarini (2018) mengemukakan bahwa variabel *leverage, liquidity, profitability weakens the effect of leverage* dan *profitability strengthens the effect of liquidity* terhadap kebijakan kas dividen. Singla dan Samanta (2018) menambahkan pengaruh arus kas, *institutional holding, life cycle, taxation of corporate tax/ profit* terhadap pembayaran dividen.

2.3 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Pembayaran Dividen

2.3.1 Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen

Profitabilitas merupakan hal yang dianggap sebagai salah satu faktor utama yang menentukan kebijakan dividen suatu perusahaan. Bagian 379 dari perusahaan Nigeria secara khusus menyatakan bahwa dividen hanya dibayarkan dari menyatakan bahwa dividen hanya dibayarkan dari keuntungan perusahaan yang dapat didistribusikan.

Jika perusahaan memiliki keuntungan besar diharapkan dapat membayar dividen banyak daripada perusahaan lain yang memiliki keuntungan lebih rendah (Baker & Powell, 2000). Hubungan antara profitabilitas dan pembayaran dividen diharapkan positif.

Faktor profitabilitas dapat digunakan dari sebuah kinerja perusahaan sebagai suatu indikator utama. Pembagian dividen berpengaruh terhadap profitabilitas. Keuntungan yang didapati perusahaan-perusahaan lebih sering membayar dividen daripada perusahaan yang tidak mendapatkan keuntungan (Lintner, 1956).

Biaya transaksi perusahaan mempertahankan lebih banyak pendapatan dalam aktifitas perusahaan dengan maksud untuk menginvestasikan kembali. Para manajer percaya bahwa perusahaan dapat memperoleh tingkat pengembalian yang lebih tinggi dibandingkan dengan hasil yang diperoleh investor. Namun, agar perusahaan bisa mengirim sinyal kuat yang tidak mudah ditiru, mereka membayar dividen dan mendekati pasar untuk mengumpulkan dana tambahan bila diperlukan. Profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap dividen yang dibayarkan oleh perusahaan (Miller & Rock, 1985; Jensen & Zorn, 1992).

Profitabilitas memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap keputusan membayar dividen. Tingkat pendapatan permanen yang lebih tinggi memungkinkan perusahaan membayar dividen kepada pemegang saham dan perusahaan mungkin mulai menggunakan dividen untuk memberi sinyal peningkatan kapasitas pendapatan permanen. Di sisi lain, penurunan pendapatan tetap menyebabkan perusahaan turun untuk membayar dividen karena pendapatan mereka telah turun. Demikian pula, perusahaan yang mengalami kerugian cenderung tidak membayar dividen. Hasil ini konsisten dengan Deangelo *et al.* (1992).

Pendapatan yang dihasilkan cenderung digunakan untuk investasi kembali didalam pertumbuhan perusahaan daripada mendistribusikan ke pemegang saham. Perusahaan membuat pertumbuhan semakin tinggi membuat perusahaan membutuhkan dana yang semakin tinggi untuk diinvestasikan kembali. Maka, pemegang saham menggunakan pendapatan perusahaan untuk investasi daripada melakukan pembayaran dividen terhadap pemegang saham. Gugler (2003) mendapati bukti jelas bahwa sebagian perusahaan yang dimiliki oleh keluarga

lebih memilih untuk menahan hasil keuntungan laba mereka daripada mendistribusikannya.

Aivazian *et al.* (2003) menyelidiki kebijakan dividen di pasar berkembang. Mereka menemukan bahwa perusahaan pasar berkembang menunjukkan perilaku dividen yang serupa dengan perusahaan AS. Bahwa dividen dijelaskan oleh rasio profitabilitas, hutang dan *market-to-book* rasio.

Selain itu, perusahaan pasar berkembang tampaknya lebih terpengaruh oleh campuran aset, yang terkait dengan ketergantungan mereka yang lebih besar pada hutang bank.

Hasil penelitian mengungkapkan bahwa untuk kedua perusahaan AS dan perusahaan pasar berkembang, profitabilitas mempengaruhi pembayaran dividen.

Return on equity (ROE) yang tinggi menyebabkan tingginya pembayaran dividen.

Demikian pula, rasio hutang yang lebih tinggi sesuai dengan pembayaran dividen yang lebih rendah, menunjukkan bahwa kendala keuangan mempengaruhi kebijakan dividen. Selain itu, rasio *market-to-book* berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen.

Penelitian Al-malkawi (2008) yang menemukan bahwa perusahaan membayar dividen secara positif terkait dengan profitabilitas dan ukuran. Yang terakhir juga menemukan bahwa pertumbuhan merupakan salah satu faktor yang menentukan apakah perusahaan membayar dividen.

Brittian (1966) mengemukakan bahwa pentingnya arus kas daripada laba bersih menentukan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Arus kas dari pendapatan perusahaan dianggap sebagai ukuran yang relevan. Untuk menguji pengaruh arus kas terhadap kebijakan dividen perusahaan, variabel baru,

arus kas operasi operasi, digunakan sebagai proxy. Variabel ini diharapkan berhubungan positif dengan pembayaran dividen.

Rasio profitabilitas adalah determinan yang sangat kuat untuk rasio pembayaran dividen, didukung oleh Al-kuwari (2009) yang menggunakan studi ROE. Jensen dan Zorn (1992) mengatakan bahwa ada hubungan negatif antara pertumbuhan investasi dan dividen sedangkan profitabilitas memiliki hubungan positif dengan dividen menurut penelitian data cross-sectional mereka pada tahun 1982 dengan menggunakan 565 perusahaan dan 632 perusahaan pada tahun 1987. Aivazian *et al.* (2003) juga menambahkan bahwa probabilitas untuk membayar dividen untuk perusahaan naik seiring dengan profitabilitas dan juga dengan adanya peluang pertumbuhan di masa depan yang tinggi.

2.3.2 Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen

Likuiditas merupakan salah satu hal penting dalam menentukan kebijakan dividen. Hal ini karena likuiditas terkait dengan pembayaran tunai. Secara hukum, perusahaan diharapkan membayar dividen di saat mereka likuid. Suatu hubungan positif diharapkan antara posisi likuiditas perusahaan dan pembayaran dividen.

Likuiditas adalah faktor signifikan yang mempengaruhi distribusi dividen tunai. Perusahaan dengan ketersediaan uang yang lebih tinggi membagikan dividen daripada perusahaan lain dengan sedikit uang tunai di tangan. Hubungan positif ini didukung oleh teori signaling kebijakan dividen (Ho, 2003).

Pengaruh positif bahwa perusahaan menegaskan likuiditas pasar yang lebih tinggi membayar jumlah dividen. Lee (1995) berpendapat bahwa jumlah pemegang saham mungkin juga mewakili likuiditas dalam suatu saham. Argumen

ini menunjukkan korelasi positif dengan keputusan apakah akan membayar dividen dan hasilnya menunjukkan bahwa keputusan dividen cukup kuat terkait positif dengan likuiditas saham perusahaan. Hal ini menunjukkan bahwa likuiditas memiliki relevansi yang lebih besar untuk keputusan apakah akan membayar dividen daripada keputusan mengenai berapa jumlah pembayaran dividen.

Penelitian menunjukkan bahwa pada perusahaan yang menerbitkan saham likuiditas rendah akan mempunyai pembayaran dividen yang tinggi yang dikeluarkan untuk pemegang saham dan sebaliknya (Banerjee, Gatchev & Spindt, 2005). Posisi likuiditas atau arus kas juga merupakan penentu penting dalam pembayaran dividen. Posisi likuiditas yang tidak bagus berarti dividen yang kurang karena kekurangan uang tunai.

Alli *et al.* (1993) mengungkapkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar dividen tergantung kepada arus kas yang mencerminkan kemampuan perusahaan, daripada laba lancar, yang kurang dipengaruhi oleh praktik akuntansi.

Mereka mengklaim penghasilan saat ini yang tidak sesuai untuk membayar dividen dalam kemampuan perusahaan. Secara keseluruhan, posisi kas dan likuiditas perusahaan semakin besar secara keseluruhan, maka kemampuan perusahaan membayar dividen juga meningkat menjadi besar (Sartono, 2012).

Hipotesis yang sesuai dapat disimpulkan bahwa kebijakan pembayaran dividen mempunyai pengaruh signifikan positif.

2.3.3 Pengaruh Tangibilitas terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen

Tangibilitas dikatakan oleh para pendukung teori biaya agensi bahwa perusahaan dengan aset yang lebih nyata memiliki keuntungan pajak yang lebih besar tanpa mengandalkan hutang dan oleh karena itu mungkin lebih cenderung

menggunakan kebijakan dividen untuk mempengaruhi biaya asimetri dan agensi. Tangibilitas diharapkan memiliki hubungan positif dengan dividen *payout* (Bradley *et al.*, 1984).

Booth *et al.* (2001) menyatakan bahwa tangibilitas aset mungkin berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena perusahaan dengan tingkat tangibilitas yang tinggi dapat menggunakan aset sebagai jaminan atas hutang. Akibatnya, perusahaan-perusahaan ini cenderung tidak bergantung pada laba ditahan, menyiratkan bahwa perusahaan-perusahaan ini akan memiliki lebih banyak uang tunai yang dapat didistribusikan dalam dividen. Hal ini menunjukkan adanya hubungan positif antara aset lancar dan dividen.

Menurut Aivazian *et al.* (2003) perusahaan yang beroperasi di pasar negara berkembang dengan tingkat tangibilitas yang tinggi cenderung memiliki dividen lebih rendah. Ini karena perusahaan di pasar negara berkembang menghadapi kendala keuangan yang lebih besar ketika pembiayaan bank jangka pendek merupakan sumber utama hutang. Dengan demikian, perusahaan dengan tingkat tangibilitas yang tinggi akan memiliki aset jangka pendek yang lebih sedikit yang dapat dijadikan agunan untuk mendapatkan pembiayaan yang diperlukan.

Di Arab Saudi pinjaman dari bank umum memainkan peran penting dalam pembiayaan karena kurangnya pasar utang yang aktif. Dalam kasus ini, analisis oleh Aivazian *et al.* (2003) menunjukkan adanya hubungan negatif antara dividen dan tangibilitas. Rasio total aset dikurangi aset lancar dibagi dengan total aset yang digunakan sebagai proksi untuk tangibilitas.

2.3.4 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen

Gaver dan Gaver (1993), Chang dan Rhee (1990) serta Chen dan Dhiensiri (2009) mengemukakan bahwa semakin tinggi suatu peluang pertumbuhan pada perusahaan, semakin besar kebutuhan untuk membiayai ekspansi dan semakin besar kemungkinan perusahaan untuk mempertahankan pendapatan daripada membayarkan sebagai dividen. Sebuah hubungan negatif diharapkan antara peluang pertumbuhan dan pembayaran dividen.

Selain itu, hubungan negatif ini sejalan dengan temuan (Myers & Majluf, 1984). Mereka menyarankan agar perusahaan dengan peluang pertumbuhan tinggi cenderung memiliki rasio pembayaran rendah. Hubungan negatif ini didukung oleh teori agensi kebijakan dividen (Ho, 2003; Aivazian *et al.*, 2003).

Gwilym, Seaton, Suddason, dan Thomas (2004), rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi menyebabkan pertumbuhan pasar yang lebih tinggi dan juga pertumbuhan perusahaan yang lebih tinggi di masa depan, menunjukkan hubungan positif antara kebijakan dividen dan pertumbuhan.

Adesola dan Okwong (2015) memiliki hasil yang konsisten dengan penelitian bahwa ada bukti kuat yang menunjukkan bahwa laba per saham memiliki hubungan positif dan signifikan dengan pembayaran dividen dan tampaknya merupakan determinan yang kuat dalam pengambilan keputusan pembayaran dividen. Selain laba bersih per saham, pertumbuhan adalah satu-satunya faktor lain yang kami temukan berkorelasi positif dengan kebijakan dividen.

Perusahaan yang mampu memprediksi peluang pertumbuhan, menunjukkan bahwa dalam mempercepat mengembangkan bisnis perusahaan memiliki kesempatan. Menurut Myers (1977) penelitian yang dilakukan mendapatkan pilihan yang lebih banyak dalam berinvestasi dimasa depan terhadap perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi daripada rendahnya pertumbuhan. Yuniarti (2011) meneliti bahwa suatu nilai pada perusahaan dari total aktiva dalam pertumbuhan perusahaan membuktikan pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh negatif.

Penelitian Hermuningsih (2013) mengungkapkan bahwa pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai pada perusahaan. Penelitian ini sesuai dengan Pangulu (2014) menyatakan adanya pengaruh positif terhadap nilai pada pertumbuhan perusahaan. Peranan dalam mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen dalam pertumbuhan perusahaan, yaitu kebijakan hutang, kebijakan dividen dan yang lainnya (Harahap & Wardhani, 2011).

Tambahan modal yang diperlukan dalam perkembangan perusahaan jika mengalami peningkatan dalam pertumbuhannya. Tingkat pertumbuhan yang baik mendukung untuk perusahaan membuat manajemen perusahaan memutuskan keputusan yang akan dipertimbangkan.

Penelitian menurut Marfo-Yiadom dan Agyei (2011) mempelajari determinan kebijakan dividen bank di Ghana yang mencakup periode lima tahun 1999-2003. Hasilnya menunjukkan bahwa profitabilitas, hutang, perubahan dividen dan kapasitas agunan adalah faktor signifikan secara statistik yang secara positif mempengaruhi kebijakan dividen bank di Ghana. Hasil selanjutnya

menunjukkan bahwa pertumbuhan dan usia mempengaruhi kebijakan dividen bank secara negatif dan signifikan.

Alam dan Hossain (2012) memeriksa kebijakan dividen perusahaan Inggris yang terdaftar di London Stock Exchange. Studi ini menunjukkan bahwa *leverage*, profitabilitas, kapitalisasi pasar mempengaruhi tingkat dividen secara positif, sedangkan likuiditas dan pertumbuhan berdampak negatif terhadap dividend payout ratio. Sehubungan dengan perusahaan, likuiditas, *leverage*, profitabilitas dan kapitalisasi pasar di Bangladesh mempengaruhi tingkat dividen secara negatif, sementara pertumbuhan berpengaruh positif.

Menurut Chen dan Dhiensiri (2009) hubungan negatif antara peluang pertumbuhan dan pembayaran dividen yang meneliti bahwa semakin tinggi peluang pertumbuhan, semakin besar kebutuhan untuk pembiayaan ekspansi dan semakin besar peluang perusahaan mempertahankan pendapatan daripada membayarnya sebagai dividen.

2.3.5 Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen

Ukuran perusahaan memiliki kapasitas untuk mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Sebuah perusahaan besar dianggap matang dan memiliki akses mudah ke pasar modal daripada perusahaan kecil, oleh karena itu, diharapkan memiliki kapasitas untuk membayar lebih banyak dividen daripada perusahaan kecil (Chang & Rhee, 1990). Sebuah hubungan positif antara ukuran perusahaan dan pembayaran dividen diharapkan.

Perusahaan besar lebih matang dan karenanya lebih mudah diakses di pasar modal, dan harus lebih mampu membayar dividen kepada pemegang saham

mereka. Hal ini menunjukkan bahwa, perusahaan besar mampu mendistribusikan dividen lebih tinggi daripada perusahaan yang lebih kecil. Hubungan ini didukung oleh penjelasan biaya transaksi mengenai kebijakan dividen (Holder *et al.* 1998; Gul & Kaeley, 1999; Koch & Shenoy, 1999; Chang & Rhee, 1990; Ho, 2003).

Pengaruh ukuran terhadap kebijakan dividen sangat kuat untuk mengubah ukuran-ukuran. Misalnya, ketika logaritma natural dari total aset diganti dengan logaritma natural kapitalisasi pasar, proksi ukuran perusahaan tetap tidak signifikan. Hasil ini tidak serupa dengan yang dilaporkan oleh Aivazian *et al.* (2003) yang menemukan bahwa ukuran berhubungan positif dengan dividen, dan Ben Naceur *et al.* (2006), yang melaporkan adanya hubungan negatif antara ukuran perusahaan dan pembayaran dividennya.

Penelitian yang diteliti Grullon dan Michaely (2002) menghipotesiskan bahwa peluang pertumbuhan cenderung menurun seiring pertumbuhan pada perusahaan sehingga menurunkan kebutuhan pengeluaran modal, dan dengan demikian, arus kas tersedia untuk pembayaran dividen yang lebih tinggi. Kebijakan dividen pada perusahaan dapat berpengaruh positif kepada ukuran perusahaan.

Peluang perusahaan besar untuk masuk kedalam pasar modal lebih besar dibandingkan perusahaan yang masih kecil. Oleh karena itu, melakukan penggalan dana akan mudah bagi perusahaan yang besar dari pihak luar yang membuat perusahaan tidak bergantung terhadap dana internal. Perusahaan yang besar cenderung dipercayakan memiliki kemungkinan rendah dari kebangkrutan, selain itu perusahaan juga dapat membagikan dividen (Higgins, 1972; Al-Ajmi dan Hussain, 2011).

2.3.6 Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen

Leverage ini dianggap sebagai faktor kunci yang menentukan kebijakan dividen perusahaan. Teori biaya agensi memberikan penjelasan untuk hubungan antara *leverage* dan dividen berpendapat bahwa perusahaan dengan rasio *leverage* tinggi memiliki biaya transaksi yang tinggi dan berada dalam pembayaran. Posisi lemah untuk membayar dividen lebih tinggi untuk menghindari biaya pembiayaan eksternal. Al-kuwari (2009) dan Al-shubiri (2011) memberikan dukungan empiris terhadap penegasan di atas.

Kowalewski, Stetsyuk dan Talavera (2007) berpendapat bahwa perusahaan yang lebih berhutang lebih memilih untuk membayar dividen yang lebih rendah. Oleh karena itu diharapkan bahwa hubungan antara *leverage* dan kebijakan pembayaran dividen adalah negatif. Semakin tinggi return yang diharapkan maka semakin tinggi juga tingkat *leverage* dan resiko yang dihadapi. Dividen yang dibagikan kecil dikarenakan perusahaan lebih memfokuskan untuk pembayaran hutang.

Menurut Agrawal dan Narayanan (1994) menemukan bahwa rasio pembayaran untuk semua perusahaan ekuitas secara signifikan lebih besar daripada perusahaan *leverage*. *Leverage* dapat mempengaruhi kapasitas perusahaan untuk membayar dividen karena perusahaan yang membiayai kegiatan bisnis mereka melalui penyampaian melakukan sendiri biaya keuangan tetap yang termasuk bunga dan pokok yang dibayar. Sesuai batas waktu ditentukan, apabila perusahaan mengalami kegagalan dalam melakukan pembayaran ini maka akan menanggung resiko kebangkrutan. Jika *leverage* mengalami peningkatan akan mempengaruhi dividen yang dibayarkan menjadi lebih rendah.

Penelitian yang dilakukan oleh Gugler *et al.* (2003) dan Aivazian *et al.* (2003) melaporkan hubungan negatif antara pembayaran dividen dan *leverage*. Dengan demikian, hubungan negatif antara dividen dan *leverage* diantisipasi.

Rasio hutang (kewajiban dibagi dengan total aset, diukur dalam nilai buku) digunakan sebagai proxy untuk *leverage*.

Leverage tidak ditemukan sebagai salah satu faktor penentu pembayaran dividen dari penelitian sebelumnya melaporkan bahwa perusahaan yang memiliki *leverage* yang tinggi diharapkan memiliki pembayaran dividen yang rendah (Agrawal dan Narayanan, 1994; Aivazian *et al.*, 2003). Hasil kami dapat dijelaskan oleh fakta bahwa perusahaan Saudi pada umumnya bergerak rendah.

Menurut Rozeff (1982) perusahaan dengan rasio *leverage* yang tinggi memiliki rasio pembayaran dividen yang rendah. Alzomania dan Khadiri (2013) juga berpendapat bahwa perusahaan dengan rasio *leverage* yang tinggi memiliki biaya transaksi yang tinggi, dan berada dalam posisi yang lemah untuk membayar dividen yang lebih tinggi.

2.3.7 Pengaruh Dividen Volatiliitas terhadap Kebijakan Pembayaran

Dividen

Perubahan dalam dividen oleh perusahaan tidak semata-mata bergantung pada laba lancar tetapi juga pada pendapatan dan dividen sebelumnya yang dibayarkan selama periode tersebut (Pruitt & Gitman, 1991). Meskipun beberapa perusahaan mungkin menikmati kelancaran dividen karena sinyal negatifnya kepasar jika memutuskan untuk mengurangi dividen yang harus dibayarkan pada tahun berjalan, jumlah yang akan dinyatakan pada tahun berjalan masih memiliki pengaruh terhadap apa yang telah dibayar pada periode sebelumnya. Hubungan

negatif antara perubahan atau volatilitas pembayaran dividen dan pembayaran dividen diharapkan terjadi.

Menurut, French, Schwert dan Stambaugh (1987) mendukung bahwa ada bukti untuk menunjukkan hubungan positif antara volatilitas dan premi risiko yang menyebabkan efek negatif pada saham biasa. Bila volatilitas meningkat, premi risiko yang diharapkan di masa depan akan meningkat dan dengan demikian menurunkan harga saham saat ini. Ada hubungan negatif antara perkiraan resiko dan perubahan volatilitas. Farrugglo, Michalak dan Uhde (2010) juga menemukan bukti empiris bahwa pengumuman sekuritisasi risiko kredit membawa dampak negatif pada isu nilai pemegang saham.

Imbal hasil saham yang diharapkan lebih tinggi berasal dari volatilitas yang lebih tinggi dan tingkat bebas risiko yang lebih tinggi, sehingga harga pasar meningkat (Zhu, 2006). Hasilnya menunjukkan alasan harga pasar yang lebih tinggi dari risiko adalah volatilitas, di mana saat model volatilitas yang tepat diterapkan. Shin dan Stulz (2000) mengatakan bahwa peningkatan risiko yang tidak sistematis memiliki nilai negatif yang signifikan terhadap nilai perusahaan, namun penurunan risiko yang tidak sistematis memiliki nilai perusahaan yang tidak signifikan. Apalagi, tidak peduli seberapa tinggi atau rendahnya pengaruh perusahaan, tidak signifikan terhadap total risiko perusahaan.

2.3.8 Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen

Struktur kepemilikan merupakan salah satu penentu penting dalam proses pengambilan keputusan dividen didefinisikan oleh distribusi ekuitas dengan suara voting dan modal, namun juga identitas pemilik ekuitas. Hubungan

antara struktur kepemilikan dan kebijakan dividen di perusahaan Malaysia sangat kompleks menyatakan hal itu. Kumar (2012) hubungan positif antara struktur kepemilikan dan kebijakan pembayaran dividen di India berbeda juga sekelompok orang dengan tingkat kepemilikan saham yang berbeda.

Penelitian ini memberikan kontribusi terhadap investigasi yang sedang berlangsung tentang pengaruh individual dari struktur kepemilikan terhadap kebijakan pembayaran. Hubungan antara kepemilikan institusional dan kebijakan dividen telah banyak dieksplorasi di perusahaan AS dan Inggris (Jensen & Zorn, 1992; Rozeff, 1982). Namun, potensi hubungan antara kebijakan dividen dan kepemilikan institusional di negara lain diabaikan. Bhattacharyya dan Elston (2009) menegaskan bahwa mengingat kerangka institusional dan kepemilikan cenderung bervariasi antar negara, bidang penelitian ini sebagian besar terabaikan.

Menurut Minguez-Vera dan Martin-Ugedo (2007), tidak ada hubungan yang signifikan antara kepemilikan blockholders besar dan nilai perusahaan.

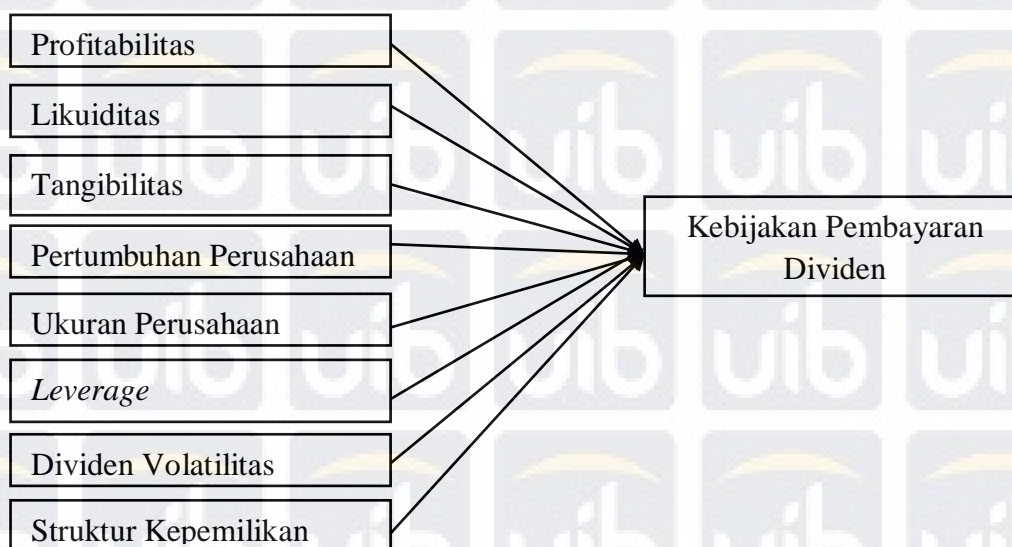
Selain itu, mereka juga menemukan bahwa tingkat kontrol berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Meskipun konsentrasi kepemilikan dapat memberlakukan efek yang berbeda terhadap nilai perusahaan, namun juga memungkinkan investor yang juga merupakan bagian dari pemegang saham untuk melihat kepentingan mereka secara langsung.

Seperti yang dikutip oleh King dan Santor (2008) karakteristik pemegang saham utama juga mencerminkan efektifitas struktur kepemilikan. Perusahaan diklasifikasikan berdasarkan apakah mereka dikendalikan oleh keluarga, entitas pemerintah, perusahaan non-keuangan (termasuk anak perusahaan yang diperdagangkan) atau lembaga keuangan.

Baert dan Vennet (2009) menemukan bahwa ada hubungan terbalik antara kepemilikan lembaga keuangan dan nilai pasar perusahaan. Analisis empiris peneliti tidak menunjukkan hubungan positif antara kepemilikan keluarga dan proksi untuk kinerja perusahaan (Chen, Cheung, Stouraitis dan Wong, 2005).

2.4 Model Penelitian

Model penelitian yang digunakan merupakan gabungan model penelitian yang digunakan adalah sebagai berikut:



Gambar 2.3 Pengaruh profitabilitas, likuiditas, tangitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, *leverage*, dividen volatilitas dan struktur kepemilikan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Sumber: Kajola dan Desu (2015)

2.5 Perumusan Hipotesis

Berdasarkan permasalahan yang telah dirumuskan dan kerangka teoritis yang diuraikan, maka dapat diajukan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H₁: Profitabilitas berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan pembayaran dividen.

H₂: Likuiditas berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan pembayaran dividen.

H₃: Tangibilitas berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan pembayaran dividen.

H₄: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan pembayaran dividen.

H₅: Ukuran Perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan pembayaran dividen.

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

H₇: Dividen volatilitas berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan pembayaran dividen.

H₈: Struktur kepemilikan berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan pembayaran dividen.