

BAB II

KERANGKA TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

2.1 Kebijakan Dividen

Menurut Shleifer dan Vishny (1986) dalam Shah, Ullah dan Hasnain (2011) kebijakan dividen adalah keputusan keuangan yang mengatur banyaknya dividen yang harus dibayarkan kepada pemegang saham, kapan dan dalam bentuk apa dividen tersebut harus dibayarkan sehingga manajer harus mampu memutuskan berapa banyak keuntungan yang perusahaan harus distribusikan kepada pemegang saham dan berapa banyak yang harus diinvestasikan dalam bentuk akumulasi laba di perusahaan (Mirzaei, 2012). Menurut Arshad *et al.* (2013) kebijakan dividen adalah salah satu keputusan perusahaan yang dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan dikarenakan fungsi dividen digunakan untuk mengurangi masalah keagenan atas konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer dalam suatu perusahaan. Konflik tersebut terjadi dikarenakan pemegang saham cenderung menginginkan pembagian dividen sedangkan manajer lebih menginginkan laba ditahan (Jensen, 1986 dalam Arshad *et al.*, 2013) sehingga pemegang saham berperan penting dalam hal ini karena biasanya pemegang saham minoritas tidak memiliki kendali yang cukup untuk memantau kebijakan dividen dan dewan sedangkan pemegang saham mayoritas dapat membentuk kebijakan dividen perusahaan (Shleifer & Vishny, 1986 dalam Shah, Ullah & Hasnain, 2011).

Menurut Ullah, Fida dan Khan (2012) dalam Bako (2015) juga berpendapat yang sama bahwa kebijakan dividen adalah sarana kendali yang berpengaruh untuk mengurangi konflik kepentingan pemegang saham dan

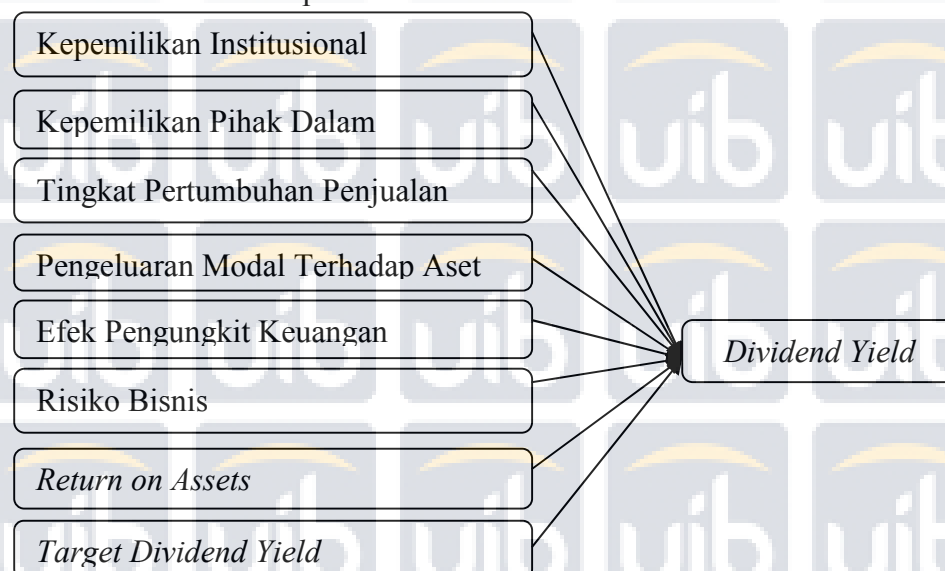
manajer karena pemegang saham tertarik untuk mendapatkan dividen tetapi manajer lebih memilih untuk mempertahankan laba dalam rangka untuk mempertahankan kendali yang lebih tinggi atas sumber daya. Kebijakan dividen

biasanya diukur dengan menggunakan rasio pembayaran dividen yang merupakan bagian dari total pendapatan yang didistribusikan sebagai dividen (Shukla, 2014).

2.2 Model Penelitian Terdahulu

Penelitian sebelumnya telah meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Han, Lee dan Suk (1999) melakukan penelitian mengenai pemegang saham institusi dan dividen. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah kepemilikan institusional, kepemilikan pihak dalam, tingkat pertumbuhan penjualan, pengeluaran modal terhadap aset, efek pengungkit keuangan, risiko bisnis, *return on assets* dan *target dividend yield*.

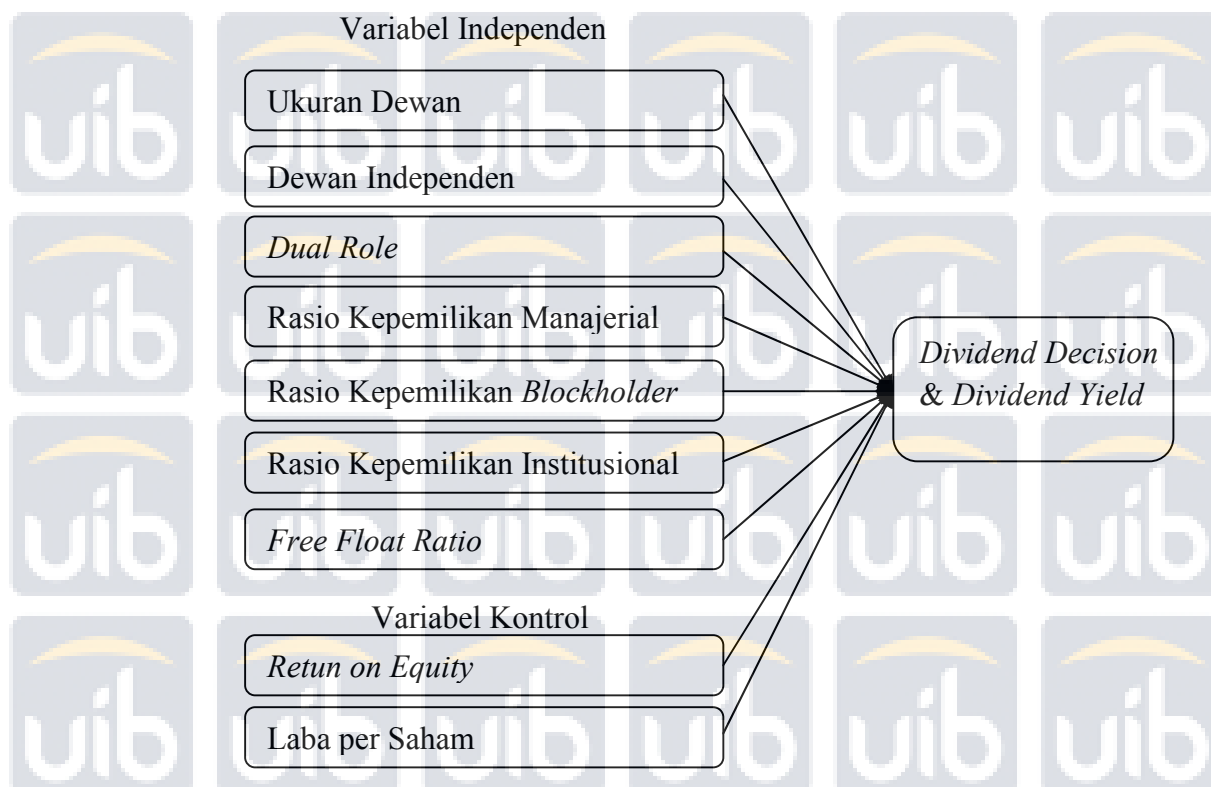
Variabel Independen



Gambar 2.1 Model penelitian faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen, sumber: Han *et al.*, 1999.

Sharon dan Frank (2005) meneliti tentang faktor yang memotivasi keputusan dividen perusahaan dengan menggunakan variabel independen *return on equity*, pertumbuhan penjualan, beta, *current ratio*, efek pengungkit keuangan, kepemilikan pihak dalam, kepemilikan institusional, pengeluaran modal dan lima tahun pertumbuhan EPS sedangkan Al-Malkawi (2007) melakukan penelitian mengenai penentu kebijakan dividen perusahaan. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah saham, kepemilikan pihak dalam, kepemilikan keluarga, kepemilikan negara, kepemilikan institusional, *multiple ownership*, asimetri informasi, rasio nilai buku terhadap nilai pasar, umur perusahaan, *square of age*, ukuran perusahaan, efek pengungkit keuangan, laba per saham, pajak sedangkan variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah efek industri. Dua tahun kemudian oleh Al-Kuwari (2009) menambahkan variabel arus kas bebas, tingkat pertumbuhan, risiko bisnis dan *return on equity*.

Abdelsalam, Masry dan Elsegini (2008) meneliti komposisi dewan, struktur kepemilikan dan kebijakan dividen. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah ukuran dewan, dewan independen, *dual role*, rasio kepemilikan manajerial, rasio kepemilikan *blockholder*, rasio kepemilikan institusional, *free float ratio* sedangkan variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah *return on equity* dan laba per saham.



Gambar 2.2 Model penelitian komposisi dewan, struktur kepemilikan dan kebijakan dividen, sumber: Abdelsalam *et al.*, 2008.

Penelitian mengenai struktur kepemilikan dan arus kas sebagai penentu kebijakan dividen perusahaan dilakukan oleh Afza dan Mirza (2010) di Pakistan. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah kepemilikan manajerial dan kepemilikan individual sedangkan variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah ukuran perusahaan, efek pengungkit keuangan dan laba per saham.

Wen dan Jia (2010) melakukan penelitian mengenai kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah kepemilikan CEO, insentif kompensasi CEO, kepemilikan institusional dan jumlah investor institusional sedangkan variabel kontrol yang digunakan adalah rasio nilai buku terhadap nilai

pasar, efek pengungkit keuangan, ukuran perusahaan dan volatilitas saham. Pada tahun yang sama, Ramli (2010) melakukan penelitian struktur kepemilikan dan kebijakan dividen dengan menggunakan variabel independen yang terdiri dari pemegang saham terbesar, pemegang saham kedua terbesar, pemegang saham kedua dengan kepemilikan 5% dan variabel kontrol seperti *return on asset*, ukuran perusahaan, peluang investasi, utang, risiko, efek tahun dan efek industri.

Penelitian yang dilakukan Sharif, Salehi dan Bahadori (2010) menguji struktur kepemilikan dan rasio pembayaran. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah konsentrasi kepemilikan, kepemilikan institusional, kepemilikan individual, kepemilikan yang dimiliki oleh pemegang saham lima terbesar dan variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah laba per saham, tingkat pertumbuhan penjualan dan ukuran perusahaan sedangkan Warrad, Abed, Khriasat, Al-Sheikh (2012) menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan pembayaran dividen. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah kepemilikan individual, kepemilikan pemerintah, kepemilikan asing, kepemilikan keluarga dan variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah ukuran perusahaan dan efek pengungkit keuangan.

Mehrani, Moradi dan Eskandar (2011), Arshad, Akram, Amjad dan Usman (2013), Sharma dan Wadhwa (2013), Thanatawee (2013), Shukla (2014), Thanatawee (2014) meneliti mengenai struktur kepemilikan dan kebijakan dividen dengan menggunakan variabel efek pengungkit keuangan. Penelitian tersebut menambah variabel seperti konsentrasi kepemilikan dan kepemilikan individual (Thanatawee, 2013; Thanatawee, 2014), kepemilikan institusional (Mehrani *et al.*,

2011; Sharma & Wadhwa, 2013; Thanatawee, 2013; Thanatawee, 2014; Shukla, 2014), kepemilikan asing (Thanatawee, 2013; Thanatawee, 2014; Shukla, 2014), *return on assets* (Arshad *et al.*, 2013; Thanatawee, 2013; Thanatawee, 2014), ukuran perusahaan (Mehrani *et al.*, 2011; Arshad *et al.*, 2013; Thanatawee, 2013; Thanatawee, 2014), arus kas bebas (Mehrani *et al.*, 2011; Sharma & Wadhwa, 2013; Thanatawee, 2013; Thanatawee, 2014), rasio nilai buku terhadap nilai pasar (Mehrani *et al.*, 2011; Thanatawee, 2013; Thanatawee, 2014), *return on equity* (Arshad *et al.*, 2013; Shukla, 2014), kepemilikan institusional asing (Sharma & Wadhwa, 2013; Thanatawee, 2013), kepemilikan manajerial (Mehrani *et al.*, 2011, Shukla, 2014), kepemilikan pemerintah (Thanatawee, 2014), ukuran dewan, *CEO dual role*, pertumbuhan perusahaan (Arshad *et al.*, 2013), rasio laba bersih (Sharma & Wadhwa, 2013), kepemilikan institusional domestik, kepemilikan individual domestik, kepemilikan individual asing, rasio laba ditahan terhadap ekuitas, umur perusahaan (Thanatawee, 2013), konsentrasi kepemilikan institusional (Mehrani *et al.*, 2011), siklus hidup perusahaan (Thanatawee, 2014) sedangkan Bako (2015), Miko dan Kamardin (2015) menggunakan variabel kepemilikan manajerial dan konsentrasi kepemilikan, kepemilikan asing dan laba per saham (Bako, 2015), kepemilikan institusional dan arus kas bebas (Miko & Kamardin, 2015).

Penelitian yang dilakukan Shah *et al.* (2011), Ullah Fida dan Khan (2012), Al-Gharaibeh, Zurigat dan Al-harashsheh (2013) menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen dengan menggunakan variabel kepemilikan manajerial dan efek pengungkit keuangan. Penelitian tersebut menambah variabel seperti kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, arus kas

bebas (Ullah *et al.*, 2012; Al-Gharaibeh *et al.*, 2013), kepemilikan asing, volatilitas produktif dan nilai pasar perusahaan (Ullah *et al.*, 2012), peluang pertumbuhan di masa depan (Al-Gharaibeh *et al.*, 2013), ukuran dewan dan *return on equity* (Shah *et al.*, 2011).

Subramaniam dan Devi (2011), Kargar, Birjandi dan Nejad (2014), Aydin dan Cavdar (2015), Ahmad, Jibril, Salihi, Habibu Ahmad (2015), Uwalomwa, Olamide, Francis (2015) meneliti pengaruh tata kelola perusahaan terhadap kebijakan dividen dengan menggunakan variabel kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan. Penelitian tersebut menambah variabel seperti ukuran dewan (Subramaniam & Devi, 2011; Ahmad *et al.*, 2015; Uwalomwa *et al.*, 2015), dualitas CEO (Subramaniam & Devi, 2011; Kargar *et al.*, 2014; Ahmad *et al.*, 2015; Uwalomwa *et al.*, 2015), efek pengungkit keuangan (Subramaniam & Devi, 2011; Kargar *et al.*, 2014; Ahmad *et al.*, 2015), rasio nilai buku terhadap nilai pasar, kepemilikan keluarga, kepemilikan pemerintah, *return on assets* (Subramaniam & Devi, 2011), kepemilikan institusional, kepemilikan dewan luar, tingkat pertumbuhan penjualan, umur perusahaan (Kargar *et al.*, 2014), konsentrasi kepemilikan, kepemilikan asing, penilaian tata kelola perusahaan dan *return on equity* (Aydin & Cavdar, 2015), komposisi komite audit (Ahmad *et al.*, 2015), dewan independen (Uwalomwa *et al.*, 2015).

Al-Shubiri, Al-Taleb, Al-Zoued (2012), Mirzaei (2012), Huda dan Abdullah (2013) meneliti mengenai hubungan struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen dengan menggunakan variabel kepemilikan institusional.

Penelitian tersebut menambah variabel seperti kepemilikan manajerial (Mirzaei, 2012; Huda & Abdullah, 2013), konsentrasi kepemilikan dan pertumbuhan laba

(Al-Shubiri *et al.*, 2012; Mirzaei, 2012), kepemilikan bersama dan kepemilikan asing (Mirzaei, 2012), ukuran perusahaan dan efek pengungkit keuangan (Al-Shubiri *et al.*, 2012; Huda & Abdullah, 2013), *return on equity* (Huda & Abdullah, 2013), arus kas bebas (Al-Shubiri *et al.*, 2012).

Gill dan Obradovich (2012) meneliti tata kelola perusahaan, kepemilikan institusional dan keputusan pembayaran dividen. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah dualitas CEO, ukuran dewan, kepemilikan institusional dan variabel kontrol yang digunakan adalah ukuran perusahaan, *return on assets*, efek pengungkit keuangan, pertumbuhan perusahaan, internasionalisasi perusahaan, *industry dummy*.

Rafique (2012), Al-Malkawi, Twairesh, Harery (2013) dan Adu-Boanyah, Ayentimi, Frank (2013) meneliti faktor yang mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen dengan menggunakan variabel ukuran perusahaan. Penelitian tersebut menambah variabel seperti pertumbuhan penjualan, profitabilitas (Rafique, 2012; Adu-Boanyah *et al.*, 2013), efek pengungkit keuangan dan *return on equity* (Rafique, 2012; Al-Malkawi *et al.*, 2013), pajak perusahaan (Rafique, 2012), arus kas bebas, laba per saham dan rasio likuiditas (Adu-Boanyah *et al.*, 2013), kepemilikan pemerintah, kepemilikan institusional, kepemilikan keluarga, risiko, aset berwujud, umur perusahaan dan rasio nilai buku terhadap nilai pasar (Al-Malkawi *et al.*, 2013).

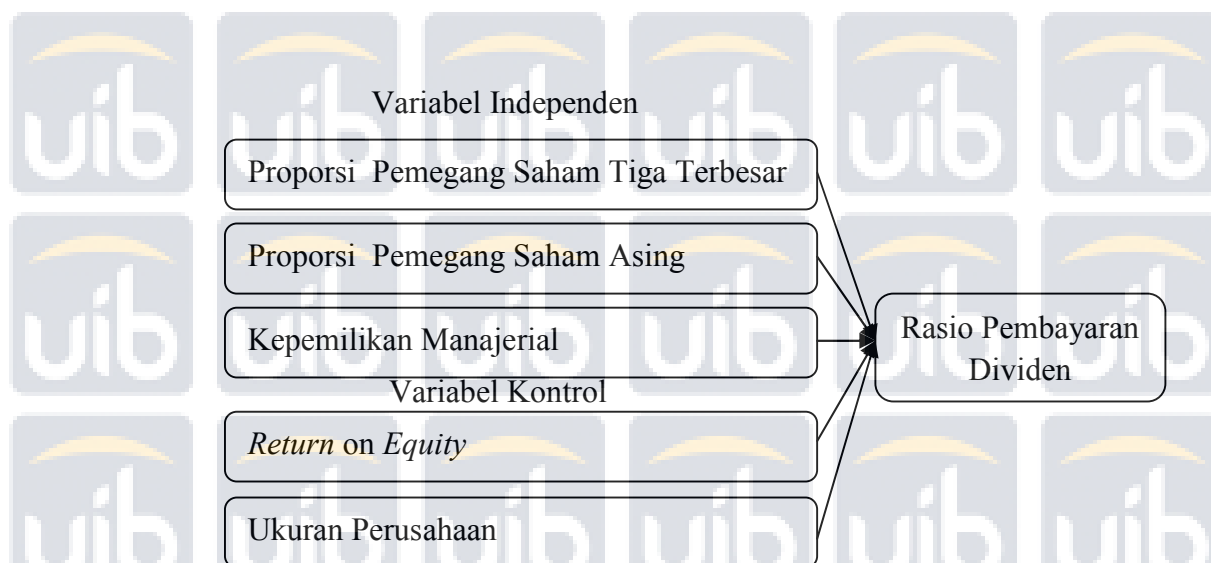
Taleb (2012) meneliti pengukuran dampak tingkatan biaya agensi perusahaan terhadap kebijakan dividen dan efek pengungkit keuangan. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah arus kas bebas, efek

pengungkit keuangan, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, ukuran perusahaan, risiko dan siklus hidup perusahaan.

Penelitian mengenai kebijakan dividen dan struktur kepemilikan dilakukan oleh Al-Nawaiseh (2013). Variabel independen yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah efek pengungkit keuangan, *return on assets*, ukuran perusahaan, kepemilikan keluarga, *multiple ownership*, kepemilikan institusional, kepemilikan pemegang saham, kepemilikan manajerial dan kepemilikan asing.

Penelitian yang dilakukan oleh Mansourinia, Emamgholipour, Rekabdarkolaei dan Hozoori (2013) mengenai pengaruh ukuran dewan, dewan independen dan dualitas CEO terhadap kebijakan dividen perusahaan. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah ukuran dewan, dualitas CEO, dewan independen dan variabel kontrol yang digunakan adalah ukuran perusahaan, *return on assets*, efek pengungkit keuangan, pertumbuhan perusahaan.

Aydin (2015) melakukan penelitian mengenai dapatkah struktur kepemilikan menjelaskan kebijakan dividen. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah proporsi pemegang saham tiga terbesar, proporsi pemegang saham asing, kepemilikan manajerial dan variabel kontrol yang digunakan adalah *return on equity* dan ukuran perusahaan seperti dalam sajian gambar di bawah ini.



Gambar 2.3 Model penelitian dampak struktur kepemilikan menjelaskan kebijakan dividen, sumber: Aydin, 2015.

2.3 Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan terhadap Kebijakan Dividen

Menurut Thanatawee (2014) kepemilikan konsentrasi adalah persentase kepemilikan dari pemegang saham yang memiliki persentase tertinggi.

Perusahaan dengan persentase pemegang saham yang kurang cenderung tidak mendistribusikan keuntungan. Pemegang saham yang besar memiliki kekuatan yang cukup untuk memaksa perusahaan mendistribusikan arus kas surplus untuk mengurangi biaya agensi. Berdasarkan biaya agensi ketika kepemilikan pemegang saham lebih tersebar, keuntungan kas yang diharapkan dari saham oleh pemegang saham meningkat dan tidak ada keharusan untuk mendistribusikan keuntungan lebih di perusahaan. Hal ini dikarenakan dengan banyaknya kepemilikan konsentrasi dapat meningkatkan tatanan keuangan atau menyeimbangkan keuntungan antara manajer dan pemegang saham serta dapat dijadikan sebagai pergantian untuk pengawasan (Mirzaei, 2012).

Ramli (2010), Sharif *et al.* (2010) Aydin (2015) dan Thanatawee (2014) menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan memiliki hubungan signifikan positif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan penelitian Mirzaei (2012), Thanatawee (2013) sedangkan Aydin dan Cavdar (2015) menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan memiliki hubungan signifikan negatif terhadap kebijakan dividen.

2.4 Pengaruh Kepemilikan Asing terhadap Kebijakan Dividen

Menurut Aydin (2015) kepemilikan asing adalah persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemegang saham asing. Kepemilikan asing memiliki dampak terhadap rasio pembayaran dividen yang mengakibatkan semakin tinggi pemegang saham asing di perusahaan semakin tinggi rasio pembayaran dividen. Hal ini dikarenakan kesenjangan informasi antara pemegang saham asing dan manajer perusahaan yang menyebabkan sulitnya pemegang saham asing dalam memantau kegiatan keuangan perusahaan yang diinvestasikan. Oleh karena itu, adanya penuntutan pemegang saham asing kepada manajer untuk membayar dividen yang lebih besar dapat mencegah kesempatan manajer dari investasi dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan.

Aydin (2015) dan Thanatawee (2014) menyatakan bahwa kepemilikan asing memiliki hubungan signifikan positif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan penelitian Mirzaei (2012), Ullah *et al.* (2012), Warrad *et al.* (2012), Aydin dan Cavdar (2015) sedangkan Shukla (2014) menyatakan bahwa kepemilikan asing memiliki hubungan signifikan negatif terhadap kebijakan dividen.

Al-Nawaiseh (2013) dan Bako (2015) tidak menemukan adanya hubungan signifikan antara kepemilikan asing dan kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Thanatawee (2013).

2.5 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen

Menurut Thanatawee (2014) kepemilikan institusional adalah persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional. Investor institusi adalah investor besar seperti bank, perusahaan investasi, perusahaan asuransi dan lembaga keuangan lainnya yang memiliki sejumlah besar uang yang mampu menginvestasikan uang di perusahaan yang berbeda. Oleh karena itu kepemilikan institusional sangat berpengaruh dalam melakukan peran tata kelola perusahaan.

Tata kelola perusahaan secara khusus berhubungan dalam mengurangi biaya agensi. Investor institusional yang bersangkutan lebih memilih dividen karena dapat dijadikan sebagai perangkat pemantauan manajer perusahaan dalam mengurangi peluang perilaku manajer (Ullah *et al.*, 2012).

Han *et al.* (1999), Sharon dan Frank (2005), Abdelsalam *et al.* (2008), Sharif *et al.* (2010), Mirzaei (2012), Ullah *et al.* (2012), Al-Gharaibeh *et al.* (2013), Al-Nawaiseh (2013), Sharma dan Wadhwa (2013), Thanatawee (2013), Shukla (2014) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh hubungan signifikan positif terhadap kebijakan dividen sedangkan Wen dan Jia (2010), Huda dan Abdullah (2013), Thanatawee (2014) menyatakan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh hubungan signifikan negatif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan Mehrani *et al.* (2011), Al-Shubiri *et al.* (2012), Gill dan Obradovich (2012).

Al-Malkawi (2007), Al-Malkawi *et al.* (2013) dan Kargar *et al.* (2014) tidak menemukan adanya hubungan signifikan antara kepemilikan institusional dan kebijakan dividen.

2.6 Pengaruh Kepemilikan Pemerintah terhadap Kebijakan Dividen

Menurut Thanatawee (2014) kepemilikan pemerintah adalah persentase saham yang dimiliki oleh pemerintah. Menurut Al-Malkawi *et al.* (2013) kepemilikan pemerintah sebagai pemegang saham terbesar perusahaan dapat mempengaruhi kebijakan dividen. Perusahaan yang dikendalikan oleh negara, yang dalam hal ini pemerintah bertindak atas nama pemilik utama yang tidak langsung dalam pengendalian sehingga masalah keagenan disatu sisi mungkin timbul antara manajer dan perwakilan pemerintah karena mereka tidak bekerja untuk kepentingan manajer dan di sisi lain antara kepemilikan negara dan manajer lainnya. Pembayaran dividen dapat mengurangi aliran kas yang tersedia untuk manajer dan karenanya dapat membantu meringankan masalah agensi. Oleh karena itu sesuai dengan teori biaya agensi, perusahaan yang dikendalikan oleh negara diharapkan untuk membayar dividen lebih.

Al-Malkawi (2007), Warrad *et al.* (2012) dan Thanatawee (2014) menyatakan bahwa kepemilikan pemerintah memiliki pengaruh hubungan signifikan positif terhadap kebijakan dividen. Subramaniam dan Devi (2011) dan Al-Malkawi *et al.* (2013) tidak menemukan adanya hubungan signifikan antara kepemilikan pemerintah dan kebijakan dividen.

2.7 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan manajerial adalah proporsi saham yang dimiliki oleh direksi dan pejabat eksekutif (Afza & Mirza, 2010). Biaya agensi dapat dikurangi jika orang dalam (manajer, direktur dan pejabat eksekutif lainnya) meningkatkan kepemilikan mereka dalam perusahaan karena hal ini dapat membantu menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976 dalam Afza & Mirza, 2010).

Menurut Aydin dan Cavdar (2015) hubungan antara kepemilikan manajerial dan pembayaran dividen merupakan kebijakan penting karena mengurangi konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Hal ini dikarenakan dapat membantu menyelesaikan kesenjangan informasi antara manajer dan investor. Peningkatan kepemilikan manajerial akan mengurangi pembayaran dividen dikarenakan manajer ingin mempertahankan keuntungan dalam berinvestasi di proyek yang menguntungkan dengan kesempatan pertumbuhan di masa depan bagi perusahaan.

Mirzaei (2012), Al Gharaibeh *et al.* (2013), Huda dan Abdullah (2013), Shukla (2014), Umalomwa *et al.* (2015) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh hubungan signifikan positif sedangkan Afza dan Mirza (2010) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki hubungan signifikan negatif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Shah *et al.* (2011), Ullah *et al.* (2012), Al-Nawaiseh (2013), Aydin (2015), Aydin dan Cavdar (2015), Miko dan Kamardin (2015).

Mehrani *et al.* (2011), Kargar *et al.* (2014), Bako (2015) tidak menemukan adanya hubungan signifikan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen.

2.8 Pengaruh Kepemilikan Individual terhadap Kebijakan Dividen

Menurut Thanatawee (2014) kepemilikan individual adalah persentase saham yang dimiliki oleh investor individu. Afza dan Mirza (2010) berpendapat bahwa kepemilikan individual yang semakin tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan akan semakin rendah dikarenakan tingginya kepemilikan individu cenderung akan menghindari pembayaran pajak yang tinggi sehingga dividen yang dibayarkan semakin rendah.

Afza dan Mirza (2010) dan Sharif *et al.* (2010) menyatakan bahwa kepemilikan individual memiliki pengaruh hubungan signifikan negatif terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian tersebut konsisten dengan Thanatawee (2013) dan Thanatawee (2014) sedangkan Warrad *et al.* (2012) tidak menemukan adanya hubungan yang signifikan antara kepemilikan individual dan kebijakan dividen.

2.9 Variabel Kontrol

2.9.1 Profitabilitas

Pengukuran profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return on equity*. Menurut Aydin (2015) *return on equity* cenderung mengurangi rasio pembayaran dividen. Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa signifikan negatif antara pembayaran dividen dan *return on equity*. Hal ini dikarenakan jika sebuah perusahaan mendistribusikan dividen akan mengurangi

laba ditahan yang akan mempengaruhi pembiayaan internal. Oleh karena itu, perusahaan mungkin tidak ingin membagikan dividen meskipun tingkat profitabilitas mereka meningkat.

2.9.2 Ukuran Perusahaan

Aydin (2015) menjelaskan bahwa perusahaan besar dapat mendistribusikan dividen yang lebih dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil. Hal ini dikarenakan akses dana yang diperlukan bukan masalah besar bagi perusahaan besar. Jensen dan Meckling (1976) dalam Aydin (2015) berpendapat bahwa perusahaan besar membayar dividen yang lebih untuk mengurangi biaya agensi dan meminimalkan permasalahan kesenjangan informasi antara manajer, pemilik internal dan pemegang saham eksternal. Perusahaan besar umumnya memiliki penyebaran kepemilikan yang lebih tinggi daripada perusahaan yang lebih kecil. Penyebaran kepemilikan ini dapat mengurangi kesempatan pemegang saham untuk memantau investasi dan kegiatan manajerial perusahaan. Pembayaran dividen yang lebih tinggi umumnya dianggap sebagai solusi dalam masalah ini dikarenakan dapat mengurangi sumber daya keuangan di bawah kendali manajemen dan meningkatkan kebutuhan pembiayaan eksternal. Akibatnya kreditur mulai memantau manajer perusahaan. Hasil daripada penelitian tersebut menunjukkan bahwa signifikan positif antara pembayaran dividen dan perusahaan besar dalam mendistribusikan dividen yang lebih dibandingkan perusahaan kecil.

2.9.3 Arus Kas Bebas

Jensen (1986) dalam Al-Gharaibeh *et al.* (2013) menjelaskan bahwa jika perusahaan memiliki kelebihan uang tunai maka kelebihan uang tunai tersebut sebaiknya digunakan untuk membayar dividen untuk mengurangi pengelolaan dana tersendiri oleh manajerial dan dengan demikian dapat menghindari biaya agensi dari arus kas bebas. Hasil daripada penelitian tersebut menunjukkan bahwa signifikan positif antara arus kas bebas dan rasio pembayaran dividen.

2.9.4 Rasio Nilai Buku terhadap Nilai Pasar

Fama dan French (2001) dalam Thanatawee (2014) menjelaskan bahwa rasio nilai buku terhadap nilai pasar dapat digunakan sebagai wakil untuk menghitung peluang pertumbuhan. Perusahaan dengan investasi yang lebih tinggi cenderung memiliki arus kas bebas yang kurang dan membayar dividen yang lebih rendah. Hasil daripada penelitian tersebut menunjukkan bahwa signifikan negatif antara rasio nilai buku terhadap nilai pasar dan rasio pembayaran dividen.

2.9.5 Efek Pengungkit Keuangan

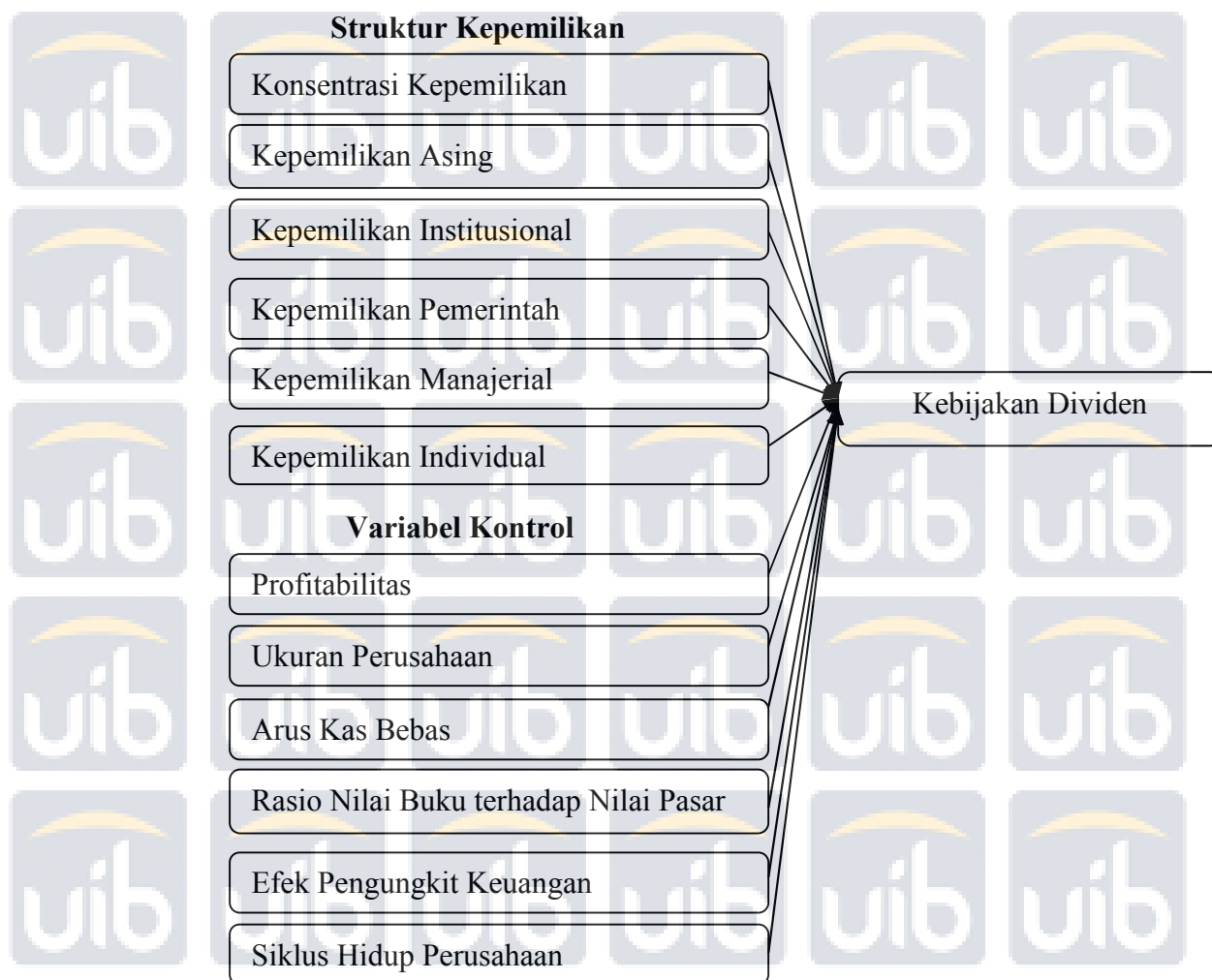
Menurut Thanatawee (2014) perusahaan yang memiliki utang yang lebih harus lebih membatasi keuangannya sehingga kemampuan dalam membayar dividen lebih rendah. Hasil daripada penelitian tersebut menunjukkan bahwa signifikan negatif antara efek pengungkit keuangan dan rasio pembayaran dividen.

2.9.6 Siklus Hidup Perusahaan

Menurut DeAngelo, DeAngelo dan Stulz (2006) dalam Thanatawee (2014) perusahaan dengan laba ditahan pada total aset yang tinggi cenderung lebih sempurna dan memiliki arus kas bebas yang lebih tinggi. Arus kas bebas berarti berapa banyak uang tunai perusahaan untuk kegiatan yang sedang berlangsung dan pertumbuhan setelah membayar tagihan. Perusahaan yang memiliki arus kas bebas yang lebih tinggi cenderung membayar dividen yang tinggi (Taleb, 2012). Hasil daripada penelitian tersebut menunjukkan bahwa signifikan positif antara siklus hidup perusahaan dan rasio pembayaran dividen.

2.10 Model Penelitian

Model penelitian yang diusulkan dalam penelitian ini merupakan gabungan dari penelitian Aydin (2015) dan Yordying Thanatawee (2014). Variabel dependen yang ditetapkan dalam model penelitian ini adalah rasio pembayaran dividen. Variabel independen yang ditetapkan dalam model penelitian ini adalah konsentrasi kepemilikan, kepemilikan asing, kepemilikan institusional, kepemilikan pemerintah, kepemilikan manajerial dan kepemilikan individual. Variabel kontrol yang ditetapkan dalam model penelitian ini adalah profitabilitas, ukuran perusahaan, arus kas bebas, rasio nilai buku terhadap nilai pasar, efek pengungkit keuangan dan siklus hidup perusahaan. Model penelitian tersebut dapat dilihat pada gambar di bawah ini.



Gambar 2.4 Model penelitian pengaruh struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen.

2.11 Perumusan Hipotesis

Dari model penelitian di atas maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₁: Konsentrasi Kepemilikan berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen.

H₂: Kepemilikan asing berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen.

H₃: Kepemilikan institusional berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen.

H₄: Kepemilikan pemerintah berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen.

H₅: Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen.

H₆: Kepemilikan individual berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen.

