

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

a. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen pengganti dari investasi yang ditanamkan dan berapa banyak yang dipertahankan untuk investasi kembali didalam perusahaan (Brigham dan Houston, 2010:32). Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang akan ditahan dan selanjutnya mengurangi sumber dana internal. Sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana internal akan semakin besar.

Kebijakan dividen ini sangat penting bagi perusahaan, karena pembayaran dividen mungkin mempengaruhi nilai perusahaan dan laba ditahan yang biasanya merupakan sumber dana internal yang terbesar dan terpenting bagi pertumbuhan perusahaan. Terdapat beberapa teori yang dapat digunakan sebagai landasan dalam membuat kebijakan yang tepat bagi perusahaan.

a) Teori Kebijakan Dividen

Beberapa faktor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kesempatan investasi yang tersedia, ketersediaan dan biaya

modal alternatif, dan preferensi pemegang saham untuk menerima pendapatan saat ini atau menerimanya di masa datang. Dalam bagian ini akan ditunjukkan bagaimana faktor – faktor tersebut berinteraksi dan mempengaruhi nilai perusahaan.

1) *Dividend Irrelevance Theory*

Modigliani – Miller (MM) berpendapat bahwa di dalam kondisi bahwa keputusan investasi yang *given*, pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Lebih lanjut MM berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *earnings power asset* perusahaan. Dengan demikian nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi. Sementara itu keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk dividen atau akan ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. MM membuktikan pendapatnya secara matematis dengan berbagai asumsi:

- a) Pasar modal yang sempurna di masa semua investor bersikap rasional.
- b) Tidak ada pajak perseorangan dan pajak penghasilan perusahaan.
- c) Tidak ada biaya emisi atau *flotation cost* dan biaya transaksi
- d) Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya modal sendiri perusahaan.

e) Informasi tersedia untuk setiap individu terutama yang menyangkut tentang kesempatan investasi.

Hal yang penting dari pendapat Modigliani – Miller adalah bahwa pengaruh pembayaran dividen terhadap kemakmuran pemegang saham akan diimbangi dengan jumlah yang sama dengan cara pembelanjaan atau pemenuhan dana yang lain. Dalam kondisi keputusan investasi yang *given*, maka apabila perusahaan membagikan dividen kepada pemegang saham, perusahaan harus mengeluarkan saham baru sebagai pengganti sejumlah pembayaran dividen tersebut. Dengan demikian kenaikan pendapatan dari pembayaran dividen akan diimbangi dengan penurunan harga saham sebagai akibat penjualan saham baru. Dengan demikian apakah laba yang diperoleh dibagikan sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan tidak mempengaruhi kemakmuran pemegang saham.

MM menyimpulkan bahwa nilai perusahaan saat ini tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Keuntungan yang diperoleh atas kenaikan harga saham akibat pembayaran dividen akan diimbangi dengan penurunan harga saham karena adanya penjualan saham baru. Oleh karenanya pemegang saham dapat menerima kas dari perusahaan saat ini dalam bentuk pembayaran dividen atau menerima dalam bentuk *capital gain*. Kemakmuran

pemegang saham sekali lagi tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen saat ini maupun di masa datang. Pemegang saham merasa *indifferent* atas kebijakan dividen.

2) *Bird-in-the Hand Theory*

Salah satu asumsi dalam pendekatan Modigliani – Miller ini adalah bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor (k_e). Sementara itu Myron Gordon dan John Linter berpendapat bahwa k_e akan meningkat sebagai akibat penurunan pembayaran dividen. Investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada menunggu *capital gain* dikarenakan bahwa dari tingkat keuntungan yang disyaratkan investor, $k_e = (D_1/P_0) + g$ unsur dividen *yield* (D_1/P_0) lebih kecil risikonya jika dibandingkan dengan unsur pertumbuhan (g) yang diharapkan.

Sementara itu MM berpendapat dan telah dibuktikan secara matematis bahwa investor merasa sama menerima dividen saat ini atau menerima *capital gain* di masa datang, sehingga tingkat keuntungan yang disyaratkan (k_e) tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Pendapat Gordon – Lintner ini oleh Modigliani – Miller diberi nama *the – bird – in the – hand fallacy*. Gordon – Lintner beranggapan bahwa investor memandang satu burung di tangan lebih berharga daripada seribu burung di udara. Sementara

itu MM berpendapat bahwa tidak semua investor berkeinginan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka di perusahaan yang sama atau sejenis dengan memiliki risiko yang sama, oleh sebab itu tingkat risiko pendapatan mereka di masa datang bukannya ditentukan oleh kebijakan dividen, tetapi ditentukan oleh tingkat risiko investasi baru.

3) *Tax Differential Theory*

Ada tiga alasan yang berkaitan dengan pajak untuk beranggapan bahwa investor lebih menyukai pembagian dividen yang rendah daripada yang tinggi (Suwaldiman dan Aziz, 2007), yaitu:

- a) Keuntungan modal (*capital gain*) dikenakan tarif pajak lebih rendah daripada pendapatan dividen. Untuk itu, investor yang memiliki sebagian besar saham mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanam kembali laba ke dalam perusahaan. Pertumbuhan laba mungkin dianggap menghasilkan kenaikan harga saham, dan keuntungan modal yang pajaknya rendah akan menggantikan dividen yang pajaknya tinggi.
- b) Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai sahamnya terjual, sehingga ada efek nilai waktu.

- c) Jika selembat saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang.

Karena adanya keuntungan – keuntungan ini, para investor mungkin lebih senang perusahaan menahan sebagian besar laba perusahaan. Jika demikian para investor akan mau membayar lebih tinggi untuk perusahaan yang pembagian dividennya rendah daripada untuk perusahaan sejenis yang pembagian dividennya tinggi.

Dari ketiga pendekatan tersebut sementara dapat disimpulkan:

- a) Modigliani – Miller berpendapat bahwa kebijakan dividen tidak relevan berarti bahwa tidak ada kebijakan dividen yang optimal karena kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan ataupun biaya modal
- b) Gordon – Lintner mempunyai pendapat lain bahwa dividen lebih kecil risikonya dibanding dengan *capital gain*, sehingga Gordon – Lintner meyarankan perusahaan untuk menentukan *dividend payout ratio* atau bagian laba setelah pajak yang dibagikan dalam bentuk dividen yang tinggi dan menawarkan *dividend yield* yang tinggi untuk menimumkan biaya modal.
- c) Kelompok ketiga berpendapat bahwa karena dividen cenderung dikenakan pajak yang lebih tinggi daripada *capital*

gain, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan *dividend yield* yang tinggi. Kelompok terakhir ini menyarankan bahwa perusahaan lebih baik menentukan *dividend payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen sama sekali untuk meminimumkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan.

b) Isu Lain Dalam Kebijakan Dividen

1) Hipotesis Signal (*Signaling Hypothesis*)

Teori hipotesis signal (*signaling hypothesis*) menyatakan bahwa suatu kenaikan dividen yang lebih tinggi daripada yang diperkirakan merupakan "isyarat" bagi investor bahwa manajemen perusahaan memperkirakan peningkatan laba di masa mendatang.

2) *Clientele Effect*

Pengaruh *clientele effect* merupakan kecenderungan suatu perusahaan untuk menarik sekelompok investor yang menyukai kebijakan dividennya. *Clientele* / kelompok dari pemegang saham yang berbeda, menyukai kebijakan dividen yang berbeda pula.

c) Bentuk Kebijakan Dividen

1) Kebijakan Dividen Stabil (*Stable Dividend-Per-Share Policy*)

Kebijakan dividen stabil adalah besarnya dividen setiap tahun sama dengan harapan untuk memelihara kesan pemodal terhadap perusahaan.

2) Kebijakan *Dividend Payout Ratio* tetap (*Constant Dividend Payout Ratio Policy*)

Kebijakan *dividend payout ratio* tetap adalah jumlah dividen akan berubah sesuai dengan laba yang dihasilkan, dengan *dividend payout ratio* yang tetap.

3) Kebijakan Kompromi (*Compromise Policy*)

Kebijakan kompromi adalah kebijakan dividen antara stabil dengan kebijakan *dividend payout ratio* konstan ditambah dengan persentase tertentu pada tahun – tahun yang mampu menghasilkan laba bersih yang tinggi.

4) Kebijakan Dividen Residual (*Residual Dividend Policy*)

Kebijakan dividen residual merupakan Dividen hanya akan dibayar pada saat laba bersih besar.

d) Model Dividen Residu (*Residual Dividend Modal*)

Brigham dan Houston (2006) mengemukakan dalam model ini, kita berasumsi bahwa tidak terjadi pembelian kembali saham. Namun kedepannya, perusahaan semakin sering menggunakan model residu untuk menentukan “distribusi kepada para pemegang saham” dan kemudian membuat satu keputusan terpisah sebagai bentuk dari

distribusi tersebut. Lebih jauh, bagian yang semakin tinggi dari distribusi ini adalah dalam bentuk pembelian kembali saham. Hal ini mendorong perusahaan untuk menahan labanya karena perusahaan akan menambah basis ekuitas, meningkatkan saham biasa dikemudian hari untuk mendanai proyek – proyek investasi masa depan.

Ketika membuat sebuah kebijakan dividen, satu ukuran tidak akan dapat digunakan oleh semua orang. Beberapa perusahaan menghasilkan uang dalam jumlah besar tetapi memiliki peluang investasi yang terbatas hal ini terutama berlaku bagi perusahaan – perusahaan di dalam industri yang menguntungkan tetapi sudah mapan di mana hanya sedikit tersisa kesempatan untuk tumbuh. Perusahaan seperti itu umumnya mendistribusikan sebagian besar uangnya kepada para pemegang saham, sehingga akibatnya akan menarik pelanggan investasi yang menyukai jumlah dividen yang tinggi. Perusahaan yang lainnya menghasilkan sedikit atau tidak menghasilkan kas sama sekali tetapi memiliki banyak peluang investasi yang baik hal ini sering kali terjadi pada perusahaan – perusahaan baru di dalam sebuah industri yang sedang tumbuh dengan pesat. Perusahaan seperti itu biasanya hanya mendistribusikan sedikit atau tidak mendistribusikan kas sama sekali tetapi menikmati laba dan harga saham yang meningkat, sehingga akan menarik investor yang lebih menyukai keuntungan modal.

Untuk satu perusahaan tertentu, rasio pembayaran yang optimal adalah fungsi dari empat faktor :

- (1) Preferensi investor terhadap dividen *versus* keuntungan modal.
- (2) Peluang investasi perusahaan.
- (3) Sasaran struktur modalnya.
- (4) Ketersediaan dan biaya ekuitas eksternal.

Tiga unsur yang terakhir digabungkan menjadi model dividen residu (*residual dividend model*). Perusahaan menetapkan kebijakan dividen setelah semua investasi yang menguntungkan habis dibiayai. Dividen yang dibayarkan merupakan sisa (residual).

Cara menentukan:

- 1) Menetapkan penganggaran modal optimum. Semua usulan investasi dengan NPV positif diterima.
- 2) Menentukan jumlah saham yang diperlukan untuk membiayai investasi baru sambil menjaga struktur modal ideal (target).
- 3) Memanfaatkan laba ditahan untuk memenuhi kebutuhan modal semaksimal mungkin.
- 4) Membayar dividen jika ada sisa laba, setelah semua usulan investasi NPV positif diterima.

Model dimana dividen yang dibayarkan akan ditentukan sama dengan laba bersih dikurangi jumlah saldo laba ditahan yang dibutuhkan untuk mendanai anggaran modal perusahaan yang optimal.

Dividen yang dibayarkan di setiap tahun akan dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$\text{Dividen} = \text{laba bersih} - \frac{\text{Struktur Modal Target}}{\text{Total Anggaran Modal}}$$

b. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Adam Smith (1776) berpendapat bahwa dengan memaksimalkan kepentingan diri sendiri maka setiap orang akan memberikan manfaat kepada masyarakat. Individu memaksimalkan laba dan kepentingan pribadinya secara otomatis akan membuat alokasi sumber daya sebaik mungkin. Dalam perjalanan perkembangan dan transformasi etika kapitalis ini memunculkan paradigma *agency theory*, bagaimana individu atau kelompok yang terlibat dalam pengelolaan suatu organisasi berperilaku dalam mencapai sasaran (pemaksimalan nilai) bersinggungan dengan kepentingan yang memunculkan konflik organisasi (Kast and Rosenzweigh, 2002 dalam Damayanti, 2006).

Agency Theory adalah teori yang menjelaskan *agency relationship* dan masalah – masalah yang ditimbulkannya (Jensen dan Meckling, 1976). *Agency relationship* merupakan hubungan antara dua pihak, dimana pihak

pertama bertindak sebagai prinsipal/pemberi amanat dan pihak kedua disebut agen yang bertindak sebagai perantara yang mewakili prinsipal dalam melakukan transaksi dengan pihak ketiga. Pada *agency theory* yang disebut prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Pihak prinsipal memberi kewenangan kepada agen untuk melakukan transaksi atas nama prinsipal dan diharapkan dapat membuat keputusan terbaik bagi prinsipalnya (Hartono dan Atahau, 2007).

Dalam perusahaan yang telah *go public*, *agency relationship* dicerminkan oleh hubungan antara investor dan manajemen perusahaan, baik *board of directors* maupun *board of commissioners*. Persoalannya adalah diantara kedua pihak tersebut seringkali terjadi perbedaan kepentingan. Perbedaan tersebut mengakibatkan keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan kurang mengakomodasi kepentingan pihak pemegang saham. Hal inilah biasa dikenal dengan *agency problem* (masalah keagenan).

Masalah keagenan dapat muncul jika manajer suatu perusahaan memiliki kurang dari 100 persen saham biasa perusahaan tersebut. Jika perusahaan berbentuk perseorangan dan dikelola sendiri oleh pemiliknya, maka dapat diasumsikan bahwa manajer – pemilik tersebut akan mengambil setiap tindakan yang mungkin untuk memperbaiki kesejahteraannya, terutama diukur dalam bentuk peningkatan kekayaan

perorangan, dan fasilitas eksekutif seperti tunjangan, kantor yang mewah, fasilitas transportasi dan sebagainya (Suwaldiman dan Aziz, 2006). Akan tetapi, jika manajer – pemilik tersebut mengurangi hak kepemilikannya dengan membentuk perseroan dan menjual sebagian sahamnya kepada pihak lain (pihak luar), maka pertentangan kepentingan dapat segera muncul.

Ketika manajer memiliki 100 persen perusahaan, maka apabila dia memutuskan untuk mengeluarkan kas perusahaan untuk *excessive perquisites*, maka manajer tersebut akan menanggung seratus persen pengeluarannya. *Excessive perquisites* adalah konsumsi yang tidak ada hubungannya dengan bisnis inti perusahaan (Bhatala *et al.* 1994 dalam Hartono dan Atahau, 2007). Namun apabila dia menjual porsi kepemilikannya sebesar α dengan 0 persen $\alpha < 100$ persen, maka ketika manajer memutuskan mengeluarkan kas perusahaan, maka dia hanya menanggung sebesar 100 persen - α . Pengeluaran sebesar α ditanggung pihak *outsider ownership*. Tentu saja hal itu akan menjadi insentif bagi *insider ownership* untuk menggunakan kas perusahaan untuk *excessive perquisites*. Namun seorang *insider ownership* tidak dapat begitu saja menggunakan kas perusahaan untuk *excessive perquisites*, karena aliran kas yang tidak sehat akan menurunkan nilai perusahaan.

Pawlina dan Renneboog (2005) menjelaskan bahwa konflik ini terjadi dalam perusahaan dengan *free cash flows* yang besar karena manajer akan

melakukan investasi atas kelebihan kas yang diperoleh dari sumber dana internal ini untuk mengoptimalkan keuntungan pribadinya dengan tidak melakukan pembayaran dividen tunai kepada pemegang saham karena adanya informasi asimetris antara pemegang saham dan manajer, yaitu ketika salah satu pihak memiliki informasi yang tidak dimiliki oleh pihak lainnya. Informasi asimetris terdiri dari dua tipe yakni *adverse selection* dan *moral hazard*. Pada tipe *adverse selection* pihak yang merasa memiliki informasi lebih sedikit dibandingkan pihak lain tidak akan mau melakukan perjanjian, sedangkan pada tipe *moral hazard* terjadi kapanpun manajer melakukan tindakan tanpa sepengetahuan pemilik demi keuntungan pribadinya dan menurunkan kesejahteraan pemilik.

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan teori keagenan yang menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan pemegang saham seringkali bertentangan, sehingga dapat terjadi konflik diantara keduanya. Hal tersebut disebabkan manajer mengutamakan kepentingan pribadi, sebaliknya pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer tersebut, karena pengeluaran tersebut akan menambah kos perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen yang akan diterima. Pemegang saham menginginkan agar kos tersebut dibiayai oleh utang, tetapi manajer tidak menyukai dengan alasan bahwa utang mengandung risiko yang tinggi. Konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme

pengawasan (*monitoring*) yang dapat menyejajarkan kepentingan yang terkait tersebut. Namun dengan munculnya mekanisme pengawasan ini menyebabkan timbulnya suatu kos yang disebut *agency cost*.

Pengendalian atas masalah keagenan di dalam proses pengambilan keputusan adalah penting bilamana manajer pada saat melakukan dan melaksanakan suatu keputusan penting tersebut bukan merupakan pemegang klaim residual yang utama dan selanjutnya tidak menjadi bagian lain yang utama atas efek kesejahteraan dari keputusan mereka. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa hal ini merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan. Untuk mengatasi masalah keagenan ini dan untuk mengurangi *agency cost* yang muncul, diperlukan suatu mekanisme kontrol dan penyelarasan kepentingan antara manajer, *stockholders*, dan *stakeholders*.

a. Dividen sebagai Pengurang Konflik Keagenan

Rozeff (1982) dalam Hartono (2007), mengemukakan bahwa pembayaran dividen adalah salah satu cara untuk mengurangi *agency cost of equity* karena konflik antara manajemen dan pemegang saham akan berkurang. Dengan pembayaran dividen menunjukkan bahwa manajemen mengelola perusahaan dengan baik dan dapat menjadi *signal* yang positif bagi para pemegang saham untuk investasi dalam perusahaan. Rozeff (1982) dan Easterbrook (1984) dalam Hartono (2007) menjelaskan bahwa pembayaran dividen akan mengurangi

sumber – sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru dari pihak eksternal, sehingga mengurangi biaya keagenan.

Riding (1994) dalam Damayanti (2006) mengemukakan bahwa pembayaran dividen menunjukkan transfer kekayaan dari *debtholders* ke *shareholders*. Jensen (1986) menyatakan bahwa manajer dan pemegang saham selalu berbeda kepentingan yang dikenal dengan konflik keagenan. Lebih lanjut, Jensen menyatakan bahwa salah satu masalah antara manajer dan pemegang saham yaitu pemegang saham lebih menyukai pembayaran dividen daripada diinvestasikan lagi sementara sebaliknya bagi manajer.

Pecking order theory menyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai menggunakan dana yang bersumber dari internal perusahaan (Myers, 1984). Dengan adanya dana dari internal membuat perusahaan tidak memiliki beban untuk membayar dividen pada akhir periode. Menurut Myers dan Majluf (1984) dalam Fauzan (2002) bahwa penurunan pembayaran dividen akan menyebabkan perusahaan memiliki sumber dana internal untuk investasi. Namun demikian, ketika manajemen dilibatkan dalam bentuk kepemilikan *insider*, maka kepentingan pemegang saham lebih sesuai dengan kepentingan

manajer. Kesesuaian kepentingan ini terjadi karena manajer juga akan memperoleh kembali atas kepemilikannya dalam bentuk dividen, sehingga konflik dalam perusahaan dapat dikurangi.

Grossman dan Hart (1980) dalam Erni (2005), menunjukkan bahwa *dividend payout* mengurangi konflik – konflik keagenan dengan mengurangi jumlah dari *free cash flow* yang tersedia untuk para manajer, yang mana sering digunakan untuk aktivitas yang tidak dalam minat terbaik dari pemegang saham. Sejalan dengan itu, Jensen (1986) berpendapat bahwa suatu perusahaan dengan *free cash flows* yang substansi cenderung untuk mengadopsi proyek – proyek investasi dengan nilai sekarang netto yang negatif. Jika para manajer meningkatkan jumlah dari dividen, semua selain itu dianggap sama, itu mengurangi jumlah dari *free cash flows*, dengan demikian mengurangi masalah *free cash flow*.

Dengan demikian, *dividend payout* mungkin membantu mengendalikan permasalahan keagenan dengan cara menghilangkan kelebihan uang tunai (*free cash flow*) yang ada ditangan para manajer, karena apabila tidak dikurangi atau dihilangkan bisa mengakibatkan diinvestasikannya pada proyek – proyek yang tidak menguntungkan.

Lebih lanjut, Easterbrook (1984) dalam Erni (2005) berpendapat bahwa pembayaran dividen akan membantu mengurangi konflik keagenan dengan mengkondisikan perusahaan untuk lebih sering

dipantau oleh pasar modal, karena meningkatkan pembayaran dividen maka kemungkinan diterbitkannya saham biasa yang baru harus menjadi lebih sering. Kondisi ini, pada gilirannya akan mengarahkan pada suatu penyelidikan atas manajemen oleh investor institusional khususnya perbankan, komisi sekuritas dan para pemasok modal. Pentingnya pemantauan oleh institusi perbankan sebagai investor sudah dikenal pada literatur – literatur keuangan, dan mekanisme pengawasan ini menyebabkan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham melalui pengurangi biaya – biaya keagenan (Smith 1986, Jain dan Kini 1994 dalam dalam Erni 2005)

c. Biaya Keagenan (*Agency Cost*)

Menurut Madura (1997) dan Ross (2001) biaya keagenan adalah biaya yang dikeluarkan untuk menyelesaikan konflik yang muncul antara pemegang saham dan manajer. Biaya keagenan ini adalah biaya ekstra yang harus dikeluarkan perusahaan akibat masalah agen yang timbul. Biaya keagenan terdiri dari:

- 1) Biaya kontrak langsung, yang terdiri dari:
 - a) *Transaction costs* untuk membuat kontrak seperti biaya komisi penjualan dan administrasi penerbitan obligasi

- b) *Opportunity costs* yang hilang karena tidak dapat mengambil proyek dengan NPV positif akibat adanya *covenant* dikontrak perjanjian.
 - c) *Incentive costs* seperti skema bonus, pembayaran yang ditujukan agar manajemen bertindak sesuai tujuan pemilik.
- 2) Biaya yang ditanggung pemilik untuk mengawasi agen seperti biaya audit.
 - 3) Kerugian yang ditanggung pemilik (*residual loss*) sebagai akibat adanya penyimpangan tindakan yang lolos dari pengawasan.

a. Biaya Keagenan Utang (*Agency Cost of Debt*) dan Kebijakan Investasi

Argumen Jensen (1986), Grossman dan Hart (1992) dalam Darmayanti (2006) mengenai penggunaan utang dapat menekan konflik keagenan antara manajer dengan pemegang saham, dapat dijelaskan oleh hasil studi Mao (2003), Pawlina dan Ronneboog (2005), dan Chen, Guo dan Mande (2006), yang menunjukkan pengaruh simultan dan signifikan kebijakan utang terhadap keputusan investasi perusahaan dalam upaya mereduksi konflik keagenan.

Karena adanya penyebaran keputusan dan risiko, para manajer cenderung untuk menerima manfaat penuh tapi tidak menanggung risiko ataupun biaya, sehingga mereka membuat keputusan bukan atas dasar

pemaksimalan nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik. Untuk menekan atau mengurangi masalah keagenan tersebut, Jensen dan Meckling (1976) menyarankan penting adanya pendanaan melalui utang disamping melakukan pengawasan terhadap aktivitas dari manajemen. Pendanaan melalui utang untuk mengurangi masalah keagenan ini disebut dengan biaya keagenan penggunaan utang (*agency cost of debt*), yang didefinisikan sebagai laju perubahan dari perbedaan antara NPV perusahaan bila dibiayai oleh modal sendiri dengan NPV perusahaan bila dibiayai oleh utang (Mao, 2003).

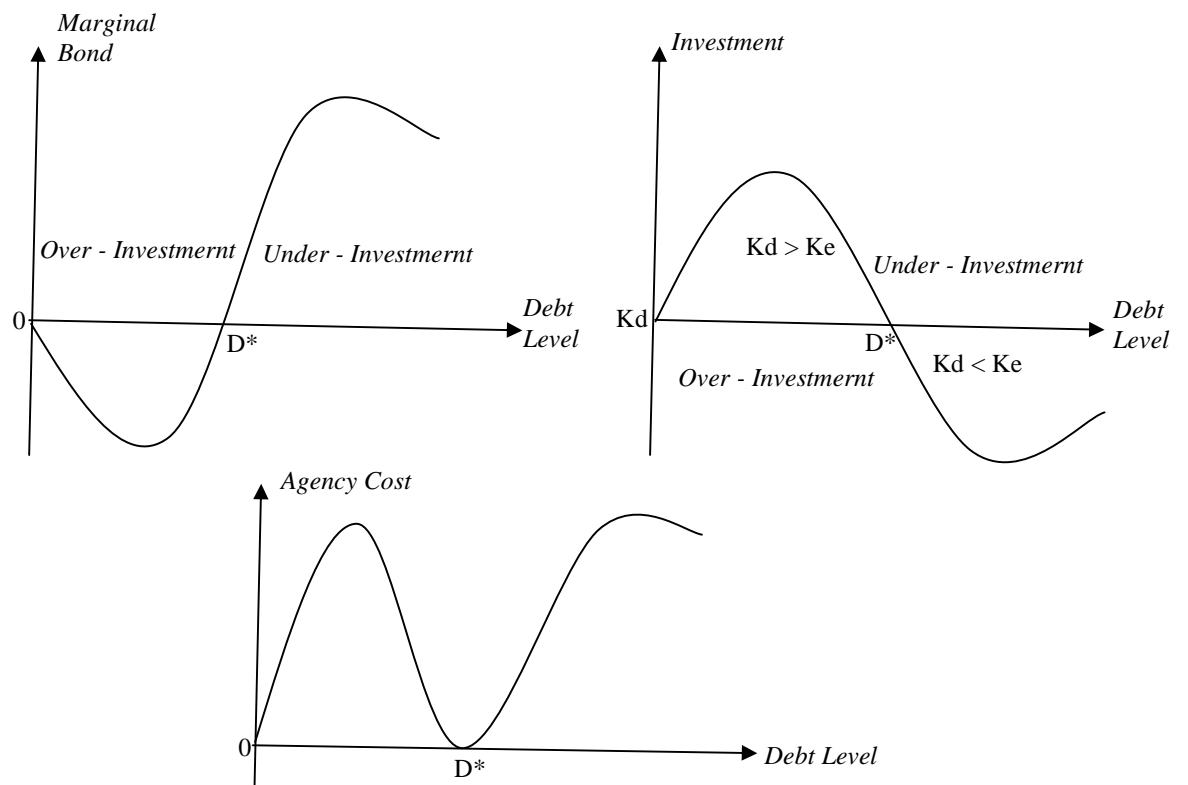
Biaya agensi utang yang menunjukkan perubahan biaya keagenan yang disebabkan oleh perubahan rasio utang dalam struktur modal. Dari fungsi biaya agensi utang ini, terlihat bahwa bila perusahaan yang menghadapi persoalan *free cash flow* dengan rasio utang rendah, bertambahnya utang yang menyebabkan perubahan skala investasi, maka biaya agensi utang akan meningkat ($k_d > k_e$). Akibatnya dapat menekan *over – investment* karena *free cash flow*. Hal ini disebabkan pengaruh perilaku dominansi insentif *risk shifting* pemegang saham yang menghindarkan risiko akibat perusahaan menambah utang. Oleh karena itu perusahaan tidak perlu khawatir dengan meningkatnya biaya agensi utang tersebut, karena *free cash flow* yang tersedia dapat dimanfaatkan untuk pelunasan utang. Dengan demikian manajer akan menggunakan utang sebagai sumber dana eksternal secara optimal.

Sebaliknya, bila perusahaan menghadapi persoalan *under – investment* pada proyek – proyek investasi dengan NPV positif ($k_d < k_e$), maka pengurangan utang yang menyebabkan dapat menekan aktivitas para manajer untuk meningkatkan investasi perusahaan pada proyek – proyek investasi dengan NPV positif. *Excess cash flow* sebagai sumber dana internal selain digunakan untuk membiayai proyek – proyek investasi, juga digunakan untuk pelunasan utang – utang perusahaan. Pada konteks biaya keagenan ini terlihat bahwa biaya agensi utang berkorelasi positif dan signifikan dengan rasio utang, dan insentif *risk – shifting* dari pemegang saham dapat menekan persoalan *under – investment* yang dihadapi perusahaan. Mao mendefinisikan *risk-shifting* sebagai kecenderungan para pemegang saham dan agen – agen dalam suatu perusahaan untuk mengambil lebih banyak proyek – proyek yang berisiko dibandingkan yang diharapkan atau diinginkan oleh para pemegang obligasi.

Lebih lanjut diungkapkan Mao (2003), bahwa kondisi seperti di atas potensi menimbulkan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan kreditur. Baker dan Wurgler (2002), Mao (2003) menunjukkan bukti empiris bahwa rasio *market to book* (M/B) sebagai proksi insentif *under – investment* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap rasio utang. Hal ini mengindikasikan terjadinya konflik kepentingan antara pemegang saham terhadap kreditur.

Fungsi marjinal *return* ini memperlihatkan pengaruh bahwa semakin besar volatilitas marjinal investasi (MVI) karena bertambahnya utang, semakin mendorong pemegang saham melakukan substitusi aktiva (*risk – shifting*) yang dapat menciptakan konflik kepentingan antara pemegang saham dengan pemegang obligasi atau para kreditur rasional. Ketika perusahaan yang menghadapi persoalan *under – investment* menambah utang untuk membiayai proyek investasinya, para pemegang saham menghendaki substitusi aktiva melalui pembayaran dividen yang tinggi agar kekayaan mereka meningkat, atau mendorong perusahaan menggunakan tambahan utang untuk melakukan *shares repurchase*, sehingga kondisi ini memberikan signal yang kredibel bagi *bondholders* atau kreditur untuk menaikkan tingkat pengembalian yang diharapkan atas dana mereka. Hal ini mengindikasikan *redistribusi* kekayaan dari pemegang saham kepada kreditur (Klein *et al*, 2002, Maxwell & Stephens, 2001). Lebih lanjut, Mao (2003) mengungkapkan *marginal bond* berbanding terbalik dengan volatilitas marjinal investasi (MVI), seperti ditunjukkan pada gambar 1 di bawah ini:

Pengaruh *Leverage* pada Keputusan Investasi dan Biaya Keagenan



(Sumber: Mao, Connie X (2003), *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol.38, p.405.)

Gambar 1 memperlihatkan ada pengaruh simultan keputusan investasi terhadap kebijakan utang perusahaan dalam upaya menekan konflik kepentingan antara manajer, pemegang saham dengan kreditur. Studi Klein *et al* (2002), Baker & Wurgler (2002), Mao (2003), Pawlina dan Renneboog (2005) serta Chen, Guo & Mande (2006) dalam Hartono (2009) juga mengungkapkan bahwa keputusan investasi perusahaan selain dipengaruhi oleh arus kas, biaya agensi utang, risiko bisnis,

peluang pertumbuhan, namun juga dipengaruhi oleh nilai pasar saham (M/B) perusahaan.

b. Biaya Kebangkrutan (*Bankruptcy Cost*)

Disamping biaya keagenan, keberadaan biaya kebangkrutan juga diyakini dapat memaksimalkan struktur pendanaan. Kraus dan Litzenberger (1973) dalam Hartono (2009) berpendapat bahwa ada *trade – off* antara manfaat pajak dari pendanaan utang dengan biaya kebangkrutan yang diharapkan. Rasio utang optimum dicapai ketika marjinal pajak pendapatan dari pendanaan utang sama dengan marjinal biaya kebangkrutan yang diharapkan. Kraus dan Litzenberger (1973) dalam Hartono (2009) menjelaskan meningkatnya pendanaan oleh utang akan meningkatkan peluang kebangkrutan dan biaya kebangkrutan.

Peningkatan utang juga akan meningkatkan risiko keuangan dan peluang kegagalan keuangan (Masulis, 1983 dalam Ismiyanti (2009). Senada dengan risiko keuangan ini, studi Panno (2003) menunjukkan bahwa risiko keuangan dan peluang kegagalan keuangan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap penerbitan ekuitas, yang berarti semakin meningkatnya risiko keuangan maka pendanaan dengan utang bukanlah menjadi prioritas perusahaan.

Studi Ju *et al* (2005) menunjukkan bahwa peluang kebangkrutan berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage* optimal, sedangkan biaya kebangkrutan berpengaruh negatif dan signifikan

terhadap *leverage*. Ini menegaskan bahwa keputusan pendanaan tergantung pada peluang kebangkrutan dan biaya kebangkrutan yang diharapkan. Lebih jauh lagi, Ju (2005) menunjukkan bahwa rasio utang yang optimal dapat dicapai ketika marjinal pajak penghasilan dari pendanaan utang sama dengan marjinal kerugian dari biaya kebangkrutan yang diharapkan. Implikasi dari pendapat Kraus & Litzenger (1973), dan Ju (2005) ini bahwa semakin tinggi biaya kebangkrutan akan semakin rendah tingkat *leverage*.

d. Investasi

Investasi adalah penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva yang dimiliki dan biasanya berjangka waktu lama dengan harapan mendapatkan keuntungan dimasa – masa yang akan datang. Keputusan penanaman modal tersebut dapat dilakukan oleh individu atau suatu entitas yang mempunyai kelebihan dana. Investasi dalam arti luas terdiri dari dua bagian utama (Sunariyah, 2000) yaitu :

- a) Investasi dalam bentuk aktiva riil (*real assets*) yaitu aktiva yang berwujud seperti emas, perak, intan, barang-barang seni dan lain – lain.
- b) Investasi dalam bentuk aktiva *financial*, yaitu aktiva yang berwujud surat – surat berharga atau sekuritas (*marketable securities* atau *financial assets*).

Dalam kaitannya dengan penanaman modal, maka bentuk investasi yang lazim dilakukan seorang investor adalah investasi dalam bentuk aktiva *financial* yang lebih kompleks seperti *warrants*, *option* dan *futures* maupun ekuitas internasional. Pemilikan aktiva *financial* dalam rangka investasi pada sebuah perusahaan dapat ditempuh dengan cara investasi langsung (*direct investing*) dan investasi tidak langsung (*indirect investing*) (Sunariyah, 2000).

a) Tipe – tipe Investasi Keuangan

Investasi ke dalam aktiva keuangan dapat berupa investasi langsung dan investasi tidak langsung.

1) Investasi Langsung

Investasi langsung dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan yang dapat diperjual – belikan di pasar uang (*money market*), pasar modal (*capital market*), atau pasar turunan (*derivative market*). Investasi langsung dapat dilakukan dengan membeli aktiva keuangan tidak dapat diperjual – belikan. Aktiva keuangan yang tidak dapat diperjual – belikan biasanya diperoleh melalui bank komersial.

Macam – macam investasi langsung sebagai berikut:

a) Investasi langsung yang tidak dapat diperjual – belikan

I. Tabungan.

II. Deposito.

b) Investasi langsung dapat diperjual – belikan

1. Investasi langsung di pasar uang

1) *T – bill.*

2) Deposito yang dapat dinegosiasi.

2. Investasi dipasar modal

a. Surat – surat berharga pendapatan tetap (*fixed – income securities*).

i. *T – bond.*

ii. *Federal agency securities.*

iii. *Municipal bond.*

iv. *Corporate bond.*

v. *Convertible bond.*

b. Saham – saham (*equity securities*)

i. Saham preferen (*preferred stock*).

ii. Saham biasa (*common stock*).

3. Investasi langsung di pasar turunan

a. Opsi

1) Waran (*warrant*).

2) Opsi put (*put option*).

3) Opsi call (*call option*).

b. *Futures contract*

2) Investasi Tidak Langsung

Investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli surat – surat berharga dari perusahaan investasi. Perusahaan investasi adalah perusahaan yang menyediakan jasa keuangan dengan cara menjual sahamnya ke publik dan menggunakan dana yang diperoleh untuk diinvestasikan ke dalam portofolionya.

Investasi tidak langsung lewat perusahaan investasi ini menarik bagi investor paling tidak karena dua alasan utama, yaitu sebagai berikut ini.

- a) Investor dengan modal kecil dapat menikmati keuntungan karena pembentukan portofolio.
- b) Membentuk portofolio membutuhkan pengetahuan dan pengalaman yang mendalam.

Ditinjau dari aktiva yang diinvestasikan, reksadana dapat diklasifikasikan menjadi beberapa macam sebagai berikut ini.

a. Reksadana pasar uang (*money market mutual fund*)

Reksadana ini membentuk portofolionya dengan aktiva – aktiva surat berharga utang jangka pendek yang jatuh temponya kurang dari satu tahun.

b. Reksadana pendapatan tetap (*fixed income mutual fund*)

Reksadana ini berisi dengan paling tidak 80% aktiva obligasi dan sisanya dapat berupa aktiva lain, misalnya saham. Tujuannya untuk membentuk portofolio yang lebih aman.

c. Reksadana saham atau reksadana ekuitas (*equity mutual fund*)

Reksadana ini berisi dengan paling tidak 80% aktiva saham dan sisanya dapat berupa aktiva lain, misalnya obligasi. Tujuannya menghasilkan return yang tinggi.

d. Reksadana campuran (*mixed mutual fund*)

Reksadana ini berisi dengan aktiva campuran dalam bentuk obligasi, saham dan aktiva lainnya.

e. Reksadana terproteksi (*protected mutual fund*)

Reksadana terproteksi memproteksi investor dari kerugian penurunan nilai investasinya.

Tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, demikian pula tujuan yang harus dicapai dalam investasi. Jika perusahaan melakukan investasi yang memberikan nilai sekarang yang lebih besar dari investasi, maka nilai perusahaan akan meningkat. Peningkatan nilai perusahaan dari investasi ini akan tercermin pada meningkatnya harga saham. Dengan kata lain investasi harus dinilai dalam hubungannya dengan kemampuan untuk

menghasilkan keuntungan yang sama atau lebih besar dari yang disyaratkan oleh pemilik modal. Pengertian nilai di sini adalah nilai intrinsik investasi yang tidak lain adalah sebesar nilai sekarang dari aliran kas yang diharapkan atas investasi.

b) Metode Penilaian Investasi

Terdapat metode penilaian investasi yang biasanya digunakan untuk mengevaluasi investasi yakni:

1) *Average Rate of Return*

Metode *average rate of return* hanya menentukan beberapa return rata – rata dari suatu investasi tanpa memperhatikan *timing* kapan *cash flows* tersebut diperoleh.

$$\text{Average Rate of Return} = \frac{\text{Rata – Rata Net Cash Flows}}{\text{Investasi}}$$

2) *Payback Period*

Metode *payback period* adalah suatu investasi menunjukkan beberapa lama investasi dapat tertutup kembali dari aliran kas bersihnya. Jadi menunjukkan jangka waktu yang diperlukan untuk memperoleh kembali investasi yang telah dikeluarkan.

$$\text{Payback Period} = \text{Investasi} - \text{Aliran kas masuk bersih setiap tahun}$$

3) *Discounted Payback*

Pada prinsip *discounted payback* sama dengan metode *payback* sebelumnya hanya saja untuk menentukan *payback*

period tidak menggunakan aliran kas bersih tetapi menggunakan aliran kas bersih yang di – *discounted* – kan atau di *present – value* – kan.

4) *Net Present Value* (NPV)

Net present value adalah selisih antara *present value* aliran kas bersih atau sering disebut juga dengan *proceed* dengan *present value* investasi.

$$NPV = \sum_{t=0}^n NCF_t / (1 + r)^t - A_0$$

NCF_t adalah aliran kas bersih yang diharapkan dari proyek tersebut pada periode t sedangkan r adalah *discount rate* yang tidak lain adalah biaya modal rata – rata tertimbang dan A_0 adalah investasi yang diasumsikan dikeluarkan pada awal tahun pertama atau tahun ke nol.

5) *Internal Rate of Return* (IRR)

Metode IRR adalah tingkat diskonto / *discount rate* yang menyamakan *present value* investasi. IRR atau sering diartikan sebagai tingkat kembali internal dicari dengan cara *trial and error* atau interpolasi.

$$IRR = \text{Discount Rate} + \frac{\text{Present Value Aliran Kas} - \text{Investasi}}{\text{Investasi}}$$

$$\text{IRR} = \text{Discount Rate} + \left[\frac{(\text{Present Value Aliran Kas} - \text{Present Value Aliran}_0)}{(\text{Present Value Aliran Kas} - \text{Present Value Aliran}_1)} \right] \text{ [selisih perubahan persent]}$$

6) *Modified Internal Rate of Return (MRR)*

Pada prinsipnya metode ini hanya menggunakan biaya modal / *discount rate* sebagai indikator *reinvestment rate* untuk aliran kas bersih masing – masing proyek. Dengan demikian hasil yang diperoleh akan lebih realistis karena didasarkan pada asumsi yang sama.

$$\text{MRR} = \sqrt[n]{\frac{\sum_{t=0}^{n-1} \text{AKB}_i (1+r)^t}{A_0}} - 1$$

Apabila ternyata *modified internal rate of return (MRR)* investasi lebih tinggi daripada biaya modalnya maka investasi tersebut layak untuk dilaksanakan.

7) *Profitability Index (PI)*

Merupakan pembagian atau rasio antara *present value* aliran kas bersih dengan *present value* investasi. Dengan demikian menggunakan data yang telah dihitung sebelumnya diperoleh bahwa:

$$\text{Profitability Index} = \frac{\text{PV Aliran Kas Bersih}}{\text{PV Investasi}}$$

Seorang investor membeli sejumlah saham saat ini dengan harapan memperoleh keuntungan dari kenaikan harga saham ataupun sejumlah dividen di masa yang akan datang sebagai imbalan atas waktu dan resiko yang terkait dengan investasi tersebut (Eduardus, 2001 dalam Fauzan, 2002).

Pembayaran dividen akan mempengaruhi besarnya dana yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk melakukan investasi. Pembayaran dividen yang tinggi akan mengakibatkan *retained earnings* yang terdapat di dalam perusahaan lebih rendah. Dengan demikian, perusahaan – perusahaan yang melakukan pembayaran dividen yang cukup besar dalam satu periode tertentu akan mengurangi dana yang tersedia untuk investasi dalam periode selanjutnya. Baskin (1989), Allen (1993) dan Adedeji (1998) dalam Fauzan (2002) menemukan bahwa dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap investasi di masa selanjutnya.

Keputusan pendanaan dapat dijadikan indikator oleh pasar untuk memprediksikan prospek perusahaan pada masa yang akan datang. Perusahaan dengan prospek yang baik akan mengatasi masalah kebutuhan dana dengan melakukan peminjaman untuk memanfaatkan kesempatan investasi. Namun, apabila prospek perusahaan kurang baik akan membuat kebutuhan dana berlangsung secara terus menerus, sehingga perusahaan akan mengatasi masalah kebutuhan dana dengan peluang investasi yang baru. Baskin (1989) dan Allen (1993) dalam Fauzan (2002) menemukan

bahwa *financial leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap investasi.

Keberhasilan tersebut sering menjadi tolok ukur investasi untuk pertumbuhan pada masa yang akan datang. Perusahaan dengan *sales growth* yang tinggi cenderung mempertahankan *earnings* untuk melakukan investasi kembali. Oleh karena itu terdapat pengaruh yang positif dan signifikan pertumbuhan penjualan terhadap investasi. Adedeji (1998) dalam Fauzan (2002) menemukan pengaruh negatif dan signifikan antara pertumbuhan penjualan dengan investasi. Baskin (1989) dalam Damayanti (2006) menemukan bahwa *profitability* memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap investasi di Amerika Serikat.

Variabel *Q ratio*, yang merupakan suatu pertimbangan investasi mana yang akan dipilih nantinya, dimasukkan karena variabel ini diperkirakan memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap investasi. Baskin (1989) dan Adedeji (1998) dalam Fauzan (2002) menemukan bahwa *Q ratio* memiliki pengaruh positif terhadap investasi. Perusahaan dengan *size* yang lebih kecil mempunyai kesempatan yang lebih besar dalam melakukan investasi (kemungkinan besar masih akan mengalami pertumbuhan) dibandingkan perusahaan dengan *size* yang besar. Baskin (1989), Allen (1993) dan Adedeji (1998) dalam Fauzan (2002) menemukan bahwa *size* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap investasi.

e. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan Manajerial (*managerial ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002). Kepemilikan manajerial ini diukur dengan proporsi saham yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun dan dinyatakan dalam presentase. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri (Mahadwartha dan Hartono, 2002). Argumentasi di atas menjustifikasi perlunya *managerial ownership*. Program *managerial ownership* termasuk ke dalam program kebijakan remunerasi untuk mengurangi masalah keagenan antara manajemen dan pemegang saham. Smith dan Watts (1992) dalam Mahadwartha (2002) menjelaskan bagaimana paket kompensasi *fixed* (gaji) dan *contingent* (bonus) terbukti dapat digunakan sebagai insentif untuk menyamakan kepentingan manajemen dan pemegang saham.

Kepemilikan manajerial dalam kaitannya dengan kebijakan utang dan dividen mempunyai peranan penting yaitu mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham atau sering disebut *bonding mechanism*. *Bonding mechanism* berusaha menyamakan kepentingan dari pemegang saham dengan kepentingan dari manajemen melalui program – program yang mengikat kekayaan pribadi

manajemen ke dalam kekayaan perusahaan. Kebijakan utang dan dividen akan mengurangi konflik antara pemegang saham dan agen (Jensen dan Meckling, 1976).

Tujuan *proprietary theory* (Teori Kepemilikan), entitas sebagai agen, perwakilan atau susunan melalui wirausahawan, individual atau pengoperasi pemegang saham. Sudut pandang kelompok pemilik sebagai pusat kepentingan terefleksi dengan cara memelihara catatan akuntansi dan membuat laporan keuangan. Tujuan utama teori kepemilikan adalah untuk menentukan dan menganalisa kekayaan bersih pemilik dengan persamaan akuntansi sebagai berikut :

$$\text{Aset} - \text{Hutang} = \text{Ekuitas Pemilik}$$

a) Kepemilikan Saham Manajerial (*Managerial Ownership*)

Menurut Jensen (1993) menyatakan bahwa kepemilikan saham manajerial dapat membantu pernyataan kepentingan antara pemegang saham manajerial maka semakin baik kinerja perusahaan. Struktur kepemilikan dapat dijelaskan dari dua sudut pandang yaitu pendekatan keagenan dan pendekatan asimetri (Huriaga dan Sanz, 2000). Menurut pendekatan keagenan, struktur kepemilikan perusahaan merupakan suatu alat untuk mengurangi konflik kepentingan diantara para pemegang klaim (*claim holders*) utama yang ada dalam perusahaan, sedangkan menurut pendekatan informasi asimetri menganggap struktur kepemilikan sebagai salah satu cara untuk mengurangi

ketidakseimbangan informasi antara insider dan outsider melalui pengungkapan informasi di pasar modal.

b) Kepemilikan Saham Institusional

Kepemilikan saham institusional umumnya bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan. Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar (lebih dari 5%) mengindikasikan kemampuannya untuk memonitor manajemen. Semakin besar kepemilikan saham institusional maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan. Dengan demikian proposi kepemilikan institusional bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan manajemen.

c) Kepemilikan Saham Mayoritas

Kepemilikan saham mayoritas adalah suatu perusahaan yang memiliki sebagian besar atau seluruh sahamnya yang besar atau seluruh sahamnya yang beredar milik perusahaan lain, sehingga mempunyai hak untuk mengendalikan manajemen dan operasi perusahaan lain dan juga mempunyai hak terhadap aktiva bersih milik anak perusahaan sebesar presentase pemilikan sahamnya.

Suatu perusahaan yang membeli dan memiliki saham – saham perusahaan lain diatas 50% dari jumlah saham yang beredar dapat dikatakan bahwa perusahaan tersebut dapat mengendalikan dan menguasai perusahaan lain yang sahamnya dimilikinya. Hal ini terjadi

karena pemilikan diatas 50% dari saham yang beredar dari sebuah perusahaan akan adanya pemilikan suara terbanyak dalam rapat pemegang saham sehingga secara otomatis kebijakan – kebijakan perusahaan yang sahamnya dikuasai tersebut dapat sepenuhnya ditentukan oleh perusahaan pembeli dan perusahaan pembeli memiliki pengendalian (*control*) terhadap perusahaan yang dibeli. Standar Akuntansi Keuangan dalam PSAK No. 22 paragraf 35 menyatakan bahwa “pengendalian (*control*) diasumsikan diperoleh apabila salah satu perusahaan yang bergabung memperoleh lebih dari 50% hak suara pada perusahaan lain, kecuali apabila dapat dibuktikan sebaliknya bahwa tidak terdapat pengendalian walaupun pemilikan lebih dari 50%”.

d) Kepemilikan Saham Minoritas

Kepemilikan saham minoritas yang sebagian besar atau seluruh sahamnya yang beredar dimiliki perusahaan lain sehingga manajemen dan operasinya dikuasai oleh perusahaan lain. Dengan kata lain dalam PSAK No. 4 paragraf 03 menyatakan bahwa hak minoritas adalah bagian aktiva bersih dan hasil usaha dari anak perusahaan yang tidak dimiliki baik secara langsung maupun tidak langsung oleh induk perusahaan.

Pemegang saham publik, meskipun merupakan saham minoritas dalam suatu perusahaan juga memiliki kepentingan terhadap

perusahaan. Pemegang saham publik ini berupaya untuk memonitor perilaku pengelola perusahaan dalam menjalankan perusahaannya, bahkan menuntut adanya *good corporate governance* dari suatu perusahaan, kondisi ini akan meningkatkan nilai perusahaan. Short dan Keasey (1999) menemukan bahwa persentase pemegang saham publik yang besar akan meningkatkan nilai perusahaan karena adanya campur tangan publik akan membuat perusahaan menerapkan pengelolaan perusahaan yang baik.

Kepemilikan saham minoritas (*PUBLIC*) didefinisikan sebagai kepemilikan saham individual oleh pihak luar atau publik, selain dari kepemilikan saham oleh manajer, institusi pihak asing, ataupun famili. Dividen bersifat informatif dalam menjalankan proteksi terhadap pemegang saham minoritas. Pembayaran deviden merupakan alat yang ideal bagi pemegang saham minoritas untuk mensinyalkan bahwa mereka tidak bermaksud mengeksploitasi pemegang saham minoritas.

Tujuan utama teori kepemilikan adalah untuk menentukan dan menganalisis kekayaan bersih pemilik. Teori kepemilikan dapat dianggap memiliki paling tidak memiliki dua bentuk yang menjadi dasar untuk membedakan siapa yang termasuk dalam kelompok pemilik. Bentuk pertama, hanya pemegang saham biasa yang merupakan bagian dari kelompok pemilik dan pemegang saham preferen tidak termasuk

didalamnya. Dan bentuk kedua, teori kepemilikan, baik saham biasa dan saham preferen termasuk dalam ekuitas pemilik.

f. Kebijakan Utang

Kebijakan utang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui utang. Kebijakan utang sering diukur dengan *debt ratio*. *Debt ratio* adalah total utang (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang) dibagi dengan total aktiva (baik aktiva lancar maupun aktiva tetap) (Kieso *et al.* 2006). Rasio ini menunjukkan besarnya utang yang digunakan untuk perusahaan dalam rangka menjalankan aktivitas operasionalnya. Semakin besar rasio menunjukkan semakin besar tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditor) dan semakin besar biaya utang (biaya bunga) yang harus dibayar perusahaan. Hal ini akan berdampak pada profitabilitas perusahaan karena sebagian pendapatan digunakan untuk membayar utang.

Menurut Jensen dan Meckling (1976), penggunaan *debt* akan mengurangi konflik antara *shareholders* dan agen. Crutchley dan Hansen (1989) dalam Hartono (2007) melihat dari perspektif keagenan, dimana pengukuran *debt* ini memasukkan unsur kekayaan yang dimiliki non-agen atau *shareholders* yang bukan agen, sehingga kebijakan utang dapat dilihat dari sisi pemegang saham (Tjandra, 2005). Semakin banyak pemegang saham dengan proporsi kepemilikan yang semakin kecil (tidak ada suara

mayoritas) maka kemampuan *monitoring* pemegang saham tidak efektif. Oleh karena itu, diperlukan adanya pihak ketiga yang membantu pemegang saham dalam *monitoring* dan *bonding* manajemen yaitu *debtholders* (kreditor) untuk mengurangi *agency cost of equity*.

Ditinjau dari *free cash flow hypothesis*, bila perusahaan mempunyai cukup banyak *cash flow* dalam perusahaan maka dengan pengawasan yang tidak efektif dari pemegang saham akan menciptakan *perquisites* atau tindakan manajemen untuk menggunakan *cash flow* tersebut demi kepentingan sendiri. Adanya pihak ketiga (*debtholders*) diharapkan membantu mengurangi tindakan *perquisites* ini. Kebijakan utang lebih efektif dalam mengurangi *agency cost of equity* karena adanya *legal liability* dari manajemen untuk memenuhi kewajibannya kepada kreditor yang terkait dengan biaya kebangkrutan. Dividen di satu sisi tidak mempunyai *legal liability* kepada pemegang saham kalau perusahaan tidak mampu membayarkan dividen.

Namun Jensen & Meckling (1976) dengan konsep *agency problem* berargumen bahwa struktur modal optimal dapat ditentukan dengan penyeimbangan antara manfaat penggunaan utang dengan biaya kebangkrutan dan biaya *agency* yang disebut model *trade-off* (Myers, 1984) dalam Ismiyanti (2009). Apabila memasukkan pertimbangan *financial distress* dan *agency cost* ke dalam model Modigliani dan Miller, maka diperoleh modifikasi struktur modal sebagai berikut:

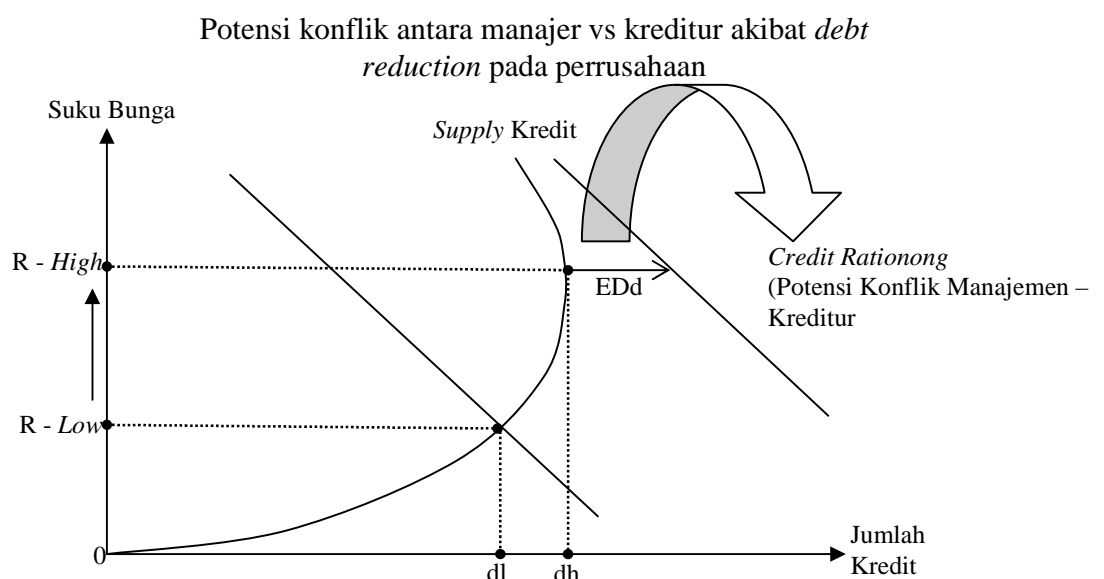
$$VL = VU + t.D - (PV \text{ biaya } \textit{financial distress} \text{ diharapkan}) - (PV \text{ agency cost})$$

Semakin besar penggunaan utang (D), semakin besar manfaat dari penggunaan utang (t.D), namun PV biaya *financial distress* dan PV *agency costs* juga meningkat. Pada saat sebelum mencapai titik optimum, utang lebih murah dibandingkan menerbitkan saham baru karena adanya *tax shield*. Setelah mencapai titik optimum utang menjadi tidak menarik, karena perusahaan harus menanggung *agency costs* dan *financial distress*, serta biaya bunga. Implikasi *trade off theory* adalah semakin besar penggunaan utang, semakin besar manfaat dari utang (*leverage gain*) dan semakin meningkatkan nilai perusahaan tapi hanya sampai titik tertentu. Implikasi *trade off theory* menurut Bringham *et al* (1999) adalah perusahaan dengan risiko bisnis tinggi lebih baik menggunakan utang yang rendah, dan perusahaan yang terbebani tingkat pajak tinggi akan memperoleh penghematan pajak bila menggunakan utang.

Czinkota *et al* (1994) dalam Hartono (2007), mengemukakan bahwa perusahaan merupakan perwujudan aliran investasi langsung portofolio bisnis internasional dari perusahaan multinasional yang memiliki fasilitas produksi dan membeli atau menerbitkan ekuitas pada pasar domestik negara lain, dengan tujuan memperluas pemasaran produk (*marketing factors*) efisiensi biaya produksi (*cost factors*), formasi modal dan teknologi, *barriers to trade*, mendapatkan iklim investasi yang aman dan

nyaman, disamping mengharapkan profit lebih besar lagi yang dapat diperoleh dari afiliasi bisnisnya di *host country*. Oleh karena itu perusahaan sebagai subsidi dari perusahaan multinasional yang menghadapi situasi bisnis lebih kompleks daripada perusahaan domestik negara lain, diharapkan mampu mengelola aliran dana yang berasal dari para pemegang saham dan kreditur dengan baik.

Demikian juga dari perspektif biaya keagenan, perusahaan sebagai *multinational corporate phenomenon* menghadapi persoalan keagenan yang lebih besar dari pada perusahaan manufaktur. *Debt reduction* pada perusahaan sebagai akibat *parent company* mengurangi risiko keuangannya melalui diversifikasi arus kas internasional, menimbulkan konflik kepentingan pihak manajemen dengan kreditur karena efek *credit rationing* yang berdampak pada kelebihan permintaan kredit perusahaan (lihat Gambar 2) (Hartono, 2007):



Hartono (2007). Analisis Interdependensi Insider Ownership.
Jurnal Ekonomi dan Bisnis. Vol. 13, No. 1, Hal. 8

Gambar 2 menggambarkan pembatasan jumlah kredit yang dapat diberikan oleh pihak kreditur ketika permintaan kredit (utang) meningkat menyebabkan kelebihan permintaan kredit (EDd), dengan tingkat suku bunga pinjaman lebih tinggi dari sebelumnya. Kondisi seperti ini mendorong pihak manajemen perusahaan mengurangi penggunaan utang yang tinggi dan bertumpu pada daya profit yang dimiliki. Fakta ini konsisten dengan *pecking order theory* bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan profitabel mendanai investasinya secara internal. Demikian juga dengan teori keagenan Jensen dan Meckling (1976) bahwa biaya keagenan memiliki pengaruh yang negatif dan signifikan terhadap tingkat *leverage*, maka diharapkan tingkat *leverage* perusahaan akan lebih rendah daripada perusahaan domestik.

g. *Leverage* Operasi

Leverage adalah penggunaan *assets* dan sumber dana (*sources of fund*) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap (beban tetap) dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham. Biaya tetap adalah biaya yang dalam jangka pendek tidak berubah karena variabilitas operasi (tingkat output yang dihasilkan) maupun penjualan. Biaya – biaya tersebut meliputi depresiasi bangunan kantor dan pabrik, kendaraan, peralatan kantor, asuransi kecelakaan, kesehatan dan gaji manajer. Biaya variabel adalah biaya yang dalam jangka pendek berubah karena

perubahan operasi perusahaan (Agus Sartono 2010 : 257). Jika sebagai besar biaya adalah biaya tetap, maka perusahaan tersebut dikatakan memiliki tingkat *leverage* operasi (*operating leverage*) yang tinggi.

Operating leverage timbul karena adanya biaya operasi tetap yang digunakan didalam perusahaan untuk menghasilkan *income*. Biaya operasi tetap ini tidak berubah dengan adanya perubahan volume penjualan. *Operating leverage* adalah sebagai kemampuan perusahaan didalam menggunakan biaya operasi tetap untuk memperbesar pengaruh dari volume penjualan terhadap *earnings before interest and tax* (EBIT) (Lukman Syamsudin 2002 : 107), sedangkan Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston *leverage* operasi (*operating leverage*) adalah kemampuan perusahaan di dalam menggunakan biaya operasi tetap untuk memperbesar pengaruh volume penjualan terhadap laba sebelum bunga dan pajak.

Menurut Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston (2010 : 56) tingkat *operating leverage* yang biasa dikenal dengan istilah *Degree Of Operating Leverage* (DOL) dapat didefinisikan sebagai persentase perubahan dalam laba operasi (EBIT) akibat perubahan tertentu dalam persentase penjualan:

$$DOL = \frac{\text{Persentase Perubahan EBIT}}{\text{Persentase Perubahan Pejualan}}$$

Jadi DOL adalah angka indeks yang mengukur pengaruh suatu perubahan penjualan terhadap laba operasi atau EBIT. Secara umum, jika suatu perusahaan mempunyai operasi yang tinggi, titik impasnya (*break*

even point) terletak pada tingkat penjualan yang relatif tinggi, dan dampak perubahan tingkat penjualan terhadap laba akan semakin besar. Dengan penggunaan *operating leverage* perusahaan mengharapkan bahwa perubahan penjualan akan mengakibatkan perubahan EBIT yang lebih besar.

B. Penelitian yang Relevan

1. Pengaruh Investasi terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan struktur kepemilikan, beberapa investor memiliki hak atau wewenang untuk memantau dan megawasi manajer perusahaan. Kondisi ini membuat masalah keagenan menjadi lebih penting. Biaya keagenan berasumsi bahwa pembayaran dividen muncul sebagai penyelesaian masalah keagenan yang timbul ketika terjadi pemisahan kepemilikan dan pengawasan perusahaan. Kebijakan dividen sebagai mekanisme *bonding*, akan menurunkan biaya keagenan modal karena hal ini akan mengurangi kesempatan manajer untuk menggunakan *cash flow* perusahaan untuk aktivitas yang menguntungkan dari manajer (Megginson, 1997 : 377 dalam Mahadwartha, 2002).

Salah satu persamaan antara kebijakan dividen dan keputusan investasi adalah keduanya sama – sama bersumber dari laba perusahaan. Laba perusahaan akan dipergunakan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham dan sisanya akan ditahan sebagai laba ditahan (*retained*

earnings) yang akan digunakan untuk investasi perusahaan guna pertumbuhan di masa yang akan datang, sehingga semakin tinggi dana perusahaan dipakai untuk investasi, maka akan semakin kecil pendapatan yang akan diterima para pemegang saham, begitupun sebaliknya.

Hal ini sesuai dengan penelitian Smith dan Watts (1992) dalam Mahadwartha, 2002) yang menyatakan pengaruh kebijakan investasi terhadap kebijakan dividen dapat diidentifikasi melalui arus kas perusahaan. Semakin besar jumlah investasi dalam suatu periode tertentu, semakin kecil dividen yang diberikan, karena perusahaan yang tumbuh diidentifikasi sebagai perusahaan yang *free cash flow*-nya rendah. Jensen (1986) berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki peluang investasi akan lebih memilih pendanaan internal daripada eksternal, karena pendanaan internal lebih murah. Akibatnya, kebijakan dividen lebih menekankan pada pembayaran dividen yang kecil.

Berbeda dengan teori di atas, dalam *signalling theory* dinyatakan bahwa peningkatan dividen merupakan sebuah sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, karena meningkatnya dividen diartikan sebagai adanya keuntungan yang akan diperoleh sebagai hasil yang diperoleh dari keputusan investasi yang diambil dari NPV positif (Haruman, 2008). Oleh sebab itu, adanya kesempatan investasi yang memberikan keuntungan tinggi bagi perusahaan tidak selalu diartikan dividen yang dibayarkan akan kecil atau tidak dibayarkan, tetapi dapat

diartikan adanya prospek yang menjanjikan di masa yang akan datang untuk dapat membayar dividen yang lebih tinggi.

Investasi di masa depan mempengaruhi besarnya nilai perusahaan. Menurut Myers (1977) dalam Ismiyanti dan Hanafi (2003) nilai perusahaan merupakan gabungan dari aktiva dengan investasi di masa depan. Kesempatan investasi yang tinggi di masa depan, bisa dihubungkan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi. Jika tingkat pertumbuhan perusahaan tinggi maka perusahaan akan membagikan dividen yang kecil. Hal ini dikarenakan laba yang didapatkan perusahaan akan digunakan sebagai dana internal untuk keperluan investasi. Pengaruh yang diharapkan kesempatan investasi atau *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap kebijakan dividen adalah negatif dan signifikan.

2. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan pada pemegang saham rendah. Penetapan dividen rendah disebabkan manajer memiliki harapan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Dengan cara ini, pendanaan dengan sumber dana internal dapat menunda penggunaan utang. Bila perusahaan menggunakan utang yang tinggi, maka akan berakibat pada peningkatan *financial distress* dan kebangkrutan, sehingga bila kondisi tersebut terjadi manajer terancam dikeluarkan dari perusahaan. Pengaruh negatif dan signifikan ini dibuktikan oleh Rozeff (1982) dan Haruman (2008).

Mahadwartha (2002) menemukan pengaruh negatif dan signifikan kebijakan dividen terhadap kepemilikan manajerial. Perusahaan dengan kepemilikan manajerial cenderung memberikan dividen yang lebih rendah karena tujuan kepemilikan manajerial sama dengan kebijakan dividen yaitu mengurangi biaya keagenan ekuitas.

Rozeff (1982) dalam Hartono (2007) menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring*. Perusahaan cenderung untuk membayar dividen yang tinggi jika manajer memiliki proporsi saham yang lebih rendah. Pembayaran dividen pada pemegang saham akan mengurangi sumber – sumber dana yang dikendalikan oleh manajer, sehingga mengurangi kekuasaan manajer dan membuat pembayaran dividen mirip dengan *monitoring capital market* yang terjadi jika perusahaan memperoleh modal baru.

Nuringsih (2005) menganalisis lebih lanjut ternyata pengaruh *managerial ownership* terhadap dividen membentuk *non-monotonic* atau membentuk pengaruh parabolik. Pada tingkat awal, peningkatan *managerial ownership* berpengaruh pada penurunan dividen. Namun pola ini hanya pada tingkatan tertentu. Setelah itu, bila dilakukan peningkatan *managerial ownership* justru diikuti dengan peningkatan dividen. Hal ini dikarenakan semakin terlibat dalam kepemilikan manajerial, aset yang dimiliki manajer menjadi tidak terdiversifikasi secara optimal, sehingga preferensi berubah dari *tax preference theory* ke *the bird in the hand*

theory. Pola hubungan antara *managerial ownership* dengan dividen ini membentuk pola *non-linier*.

Penelitian yang dilakukan Nuringsih (2005) menggunakan pola linier pengaruh *managerial ownership* terhadap dividen dalam hipotesisnya. Hasil penelitiannya menunjukkan terjadi pengaruh positif dan signifikan *managerial ownership* terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa semakin besar keterlibatan manajer dalam *managerial ownership* menyebabkan aset yang dimiliki tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga menginginkan dividen semakin besar. Selain itu, struktur kepemilikan saham di Indonesia relatif terkonsentrasi atau dikuasai oleh keluarga, sehingga cenderung membagi dividen besar.

3. Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan penjelasan *balancing model of agency cost* dalam Mahadwarta (2002) dijelaskan bahwa kebijakan utang mempengaruhi kebijakan dividen dengan pengaruh yang negatif dan signifikan. Perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi akan berusaha untuk mengurangi *agency cost of debt*-nya dengan mengurangi utang, sehingga untuk membiayai investasinya digunakan pendanaan dari aliran kas internal. Aliran kas internal yang sebelumnya dapat digunakan untuk pembayaran dividen, akan direlakan pemegang saham untuk membiayai investasi.

Jensen, Solberg dan Zorn (1992) dalam Nuringsih (2005) menemukan mekanisme substitusi antara utang dengan dividen. Penggunaan utang yang tinggi akan menyebabkan penurunan dividen karena sebagian besar keuntungan dialokasikan sebagai cadangan pelunasan utang. Sebaliknya pada tingkat penggunaan utang yang rendah, perusahaan mengalokasikan dividen tinggi, sehingga sebagian besar keuntungan digunakan untuk kesejahteraan pemegang saham.

Kebijakan utang memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen dikonfirmasi oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003). Kebijakan utang mensubstitusi kebijakan dividen dalam *agency cost*. Peningkatan penggunaan utang menurunkan tingkat konflik antara manajer dengan pemilik, sehingga pemilik tidak terlalu menuntut pembayaran dividen yang tinggi. Penggunaan utang dalam menurunkan konflik antar manajer dengan pemilik akan menggeser konflik antara pemilik dan kreditor.

4. Pengaruh *Leverage* Operasi terhadap Kebijakan Dividen

Megginson (1997) dalam Mahadwartha (2002) menyatakan bahwa *free cash flow hypothesis* dapat digunakan untuk memprediksi pengaruh interdependensi kebijakan utang terhadap kebijakan dividen perusahaan. Dividen mempengaruhi utang dengan pengaruh negatif dan signifikan. Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar memerlukan tambahan dana melalui utang untuk membayar dividen dan membiayai

investasinya. Zuhroh (1996) dalam Suwito dan Herawaty (2005) meneliti faktor – faktor yang mendorong terjadinya kebijakan dividen dengan kesimpulan bahwa hanya *leverage* operasi perusahaan saja yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan di Indonesia. Penelitian Suwito dan Herawaty (2005) menguji pengaruh *leverage* operasi terhadap kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan di Indonesia. Tetapi hasil pengujian menunjukkan bahwa *leverage* operasi perusahaan negatif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Suharli (2004) menyatakan bahwa perusahaan yang *leverage* operasi tinggi akan memberikan dividen yang rendah. *Leverage* operasi dapat digunakan untuk menilai resiko usaha bagi suatu perusahaan.

Leverage operasi menurut Weston dan Copeland (1995) dalam Suharli (2004), adalah resiko untuk mengukur sejauh mana aktiva perusahaan telah di biayai oleh penggunaan utang. *Leverage* operasi terjadi pada saat perusahaan menggunakan aktiva yang menimbulkan biaya tetap. Semakin besar biaya tetap saat perusahaan semakin tinggi resiko usaha yang dihadapinya karena perusahaan menjadi mudah peka terhadap perubahan unit yang terjual. Perusahaan semacam ini dianggap mempunyai *leverage* operasi yang tinggi (Husnan, 1996 dalam Hartono, 2007). Sebaliknya perusahaan dengan *leverage* yang rendah mempunyai resiko yang lebih kecil bila perekonomian dalam keadaan menurun, namun perusahaan tersebut juga memiliki rata – rata yang rendah bila perekonomian dalam

keadaan membaik. Perusahaan dengan resiko *leverage* yang tinggi memiliki resiko menderita kerugian yang besar, akan tetapi juga mempunyai kesempatan yang lebih besar untuk memperoleh laba yang lebih besar tetapi pada umumnya investor juga tidak mau menghadapi resiko.

C. Kerangka Pikir

1. Pengaruh Investasi terhadap *Dividend Payout*

Investasi adalah penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva yang dimiliki dan biasanya berjangka waktu lama dengan harapan mendapatkan keuntungan dimasa – masa yang akan datang. Tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, demikian pula tujuan yang dicapai dalam investasi, sehingga perusahaan melakukan investasi yang memberikan nilai sekarang yang lebih besar dari investasi, maka nilai perusahaan akan meningkat.

Kebijakan dividen ini sangat penting untuk meningkatkan nilai perusahaan, karena pembayaran dividen mempengaruhi nilai perusahaan dan laba ditahan yang biasanya merupakan sumber dana internal yang terbesar dan terpenting bagi pertumbuhan perusahaan. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen kepada investor, maka akan mengurangi laba yang akan ditahan dan selanjutnya mengurangi sumber dana internal. Sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan

laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana internal akan semakin besar.

Laba perusahaan akan dipergunakan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham dan sisanya akan ditahan sebagai laba ditahan yang akan digunakan untuk investasi perusahaan guna pertumbuhan di masa yang akan datang, sehingga semakin tinggi dana perusahaan dipakai untuk investasi, maka akan semakin kecil pendapatan yang akan diterima para pemegang saham, apabila semakin rendah dana perusahaan dipakai untuk investasi, maka akan semakin tinggi pendapatan yang akan diterima para pemegang saham.

Seberapa besar kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan akan mempengaruhi besarnya dividen yang dibagikan. Perusahaan yang memiliki banyak kesempatan untuk investasi, akan mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen dalam jumlah yang kecil, sehingga perusahaan mempunyai *internal equity* untuk mendanai investasi. Sebaliknya, perusahaan yang kurang memiliki kesempatan investasi, akan mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen yang tinggi.

Pembayaran dividen akan mempengaruhi besarnya dana yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk melakukan investasi. Pembayaran dividen yang tinggi akan mengakibatkan *retained earnings* yang terdapat di dalam perusahaan lebih rendah. Dengan demikian, perusahaan – perusahaan yang melakukan pembayaran dividen yang cukup besar dalam

satu periode tertentu akan mengurangi dana yang tersedia untuk investasi dalam periode selanjutnya. Berdasarkan penjelasan di atas dapat diprediksikan investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

2. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Dividen

Pembayaran dividen adalah bagian dari *monitoring* untuk mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham. Kepemilikan manajerial menginginkan dividen yang besar maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham, sehingga pembayaran dividen menunjukkan *prorate payout* yaitu adanya keadilan antara pemegang saham besar dan kecil. Pembayaran dividen merupakan alat yang ideal bagi pemegang saham untuk mensinyalkan bahwa mereka tidak bermaksud mengeksploitasi pemegang saham. Peningkatan *managerial ownership* justru diikuti dengan peningkatan dividen.

Semakin tinggi tingkat *insider* maka semakin besar informasi yang dimiliki oleh manajemen yang sekaligus menjadi pemilik perusahaan, sehingga mengakibatkan *agency cost* semakin kecil. Pemilik sekaligus merangkap menjadi *agent*, sehingga dapat menurunkan biaya pengawasan terhadap *agent*. Hal ini dikarenakan informasi – informasi yang dimiliki oleh *insider* mengenai rencana – rencana perusahaan lebih lengkap dari pada pemegang saham yang lain. Pada sisi lain, pembayaran dividen dapat memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar

modal, sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Adanya pengawasan ini menyebabkan manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja, sehingga akan menurunkan konflik keagenan. Penetapan dividen yang rendah disebabkan karena manajer memiliki harapan investasi yang akan datang dibiayai oleh sumber internal yang berasal dari laba ditahan bukan dari dana eksternal yang berasal dari utang, sehingga aset yang dimiliki manajer menjadi tidak terdiversifikasi secara optimal akan berakibat pada peningkatan *financial distress* dan kebangkrutan, sehingga bila kondisi tersebut terjadi manajer terancam dikeluarkan dari perusahaan. Berdasarkan penjelasan di atas dapat diprediksikan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

3. Pengaruh Kebijakan Utang terhadap Kebijakan Dividen

Kebijakan utang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui utang. Pembayaran dividen dilakukan dengan menggunakan sumber dana internal perusahaan untuk membiayai investasi. Perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar memerlukan tambahan dana melalui utang untuk membayar dividen dan membiayai investasinya.

Perusahaan yang memiliki peluang tumbuh yang tinggi kemungkinan mengalami kesulitan *free cash flow* untuk membayar dividen, karena perusahaan tidak banyak menggunakan sumber dana dari luar. Laba

ditahan sebagai sumber pendanaan internal lebih banyak dialokasikan untuk mendanai proyek – proyek investasi, sehingga sumber dana yang dikeluarkan untuk melakukan investasi dan melakukan kewajiban pembayaran yaitu utang akan mengakibatkan pembayaran dividen akan menurun. Utang yang besar juga akan menimbulkan konflik keagenan antara *shareholders* dengan *debtholders*, sehingga munculkan biaya keagenan utang. Utang yang terlalu besar meningkatkan keinginan *shareholders* untuk memilih proyek – proyek yang lebih berisiko dengan harapan akan memperoleh *return* yang lebih tinggi berupa dividen. Apabila proyek berhasil maka *return* akan meningkat, *debtholders* hanya menerima sebesar tingkat bunga dan sisanya dinikmati oleh *shareholders*. Sebaliknya, jika proyek tersebut gagal maka mereka dapat mengalihkan penanggungungan risiko pada pihak kreditur yang mengakibatkan biaya keagenan. Dengan kata lain, perusahaan yang menggunakan utang dalam pendanaan dan tidak mampu melunasi kembali utang tersebut akan terancam likuiditasnya, sehingga pada gilirannya akan mengancam posisi manajemen.

Kebijakan utang lebih efektif dalam mengurangi *agency cost of equity* karena adanya *legal liability* dari manajemen untuk memenuhi kewajibannya kepada kreditor yang harus dibayar. Laba ditahan yang tinggi dipakai untuk meningkatkan pembayaran dividen dan melunasi utang – utang perusahaan. Dividen di satu sisi tidak mempunyai *legal liability* kepada pemegang saham kalau perusahaan tidak mampu membayarkan dividen. Berdasarkan

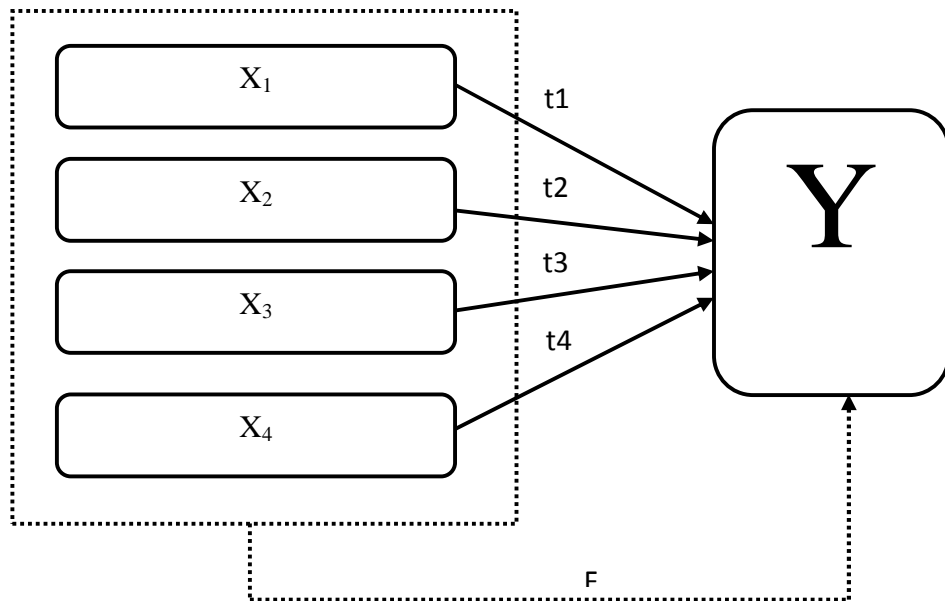
penjelasan di atas dapat diprediksikan kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

4. Pengaruh *Leverage* Operasi terhadap Dividen

Leverage operasi digunakan untuk mempengaruhi volume penjualan terhadap laba, sehingga laba yang dihasilkan oleh perusahaan akan digunakan untuk investasi atau pembayaran dividen. Jika perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang diperoleh untuk pembiayaan pemegang saham, selanjutnya mengurangi sumber dana internal. Dengan penggunaan *leverage* operasi perusahaan mengharapkan bahwa perubahan penjualan akan meningkatkan EBIT yang lebih besar.

Kondisi yang demikian yang mendorong pemilik perusahaan untuk meminta manajer melaporkan bahwa perusahaan mempunyai *leverage* operasi yang menguntungkan berdasarkan situasi perekonomian yang ada dan tuntutan pemilik sering kali menuntut manajer untuk melakukan laba minimal untuk mengurangi tuntutan terhadap dividen. Berdasarkan penjelasan di atas dapat diprediksikan *leverage* operasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

D. Paradigma Penelitian



Gambar Paradigma Penelitian

Keterangan :

- X_1 : Variabel independen investasi
- X_2 : Variabel independen kebijakan manajerial
- X_3 : Variabel independen kebijakan utang
- X_4 : Variabel independen *leverage* operasi
- Y : Variabel dependen Dividen
- F : Uji F hitung (pengujian simultan)
- t_1, t_2, t_3, t_4 : Uji t hitung (pengujian parsial)

E. Hipotesis Penelitian

Dari landasan konseptual dan tinjauan pustaka yang telah diuraikan, dapat disusun beberapa hipotesis penelitian sebagai berikut:

H_{a1} : Investasi memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

H_{a2} : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

H_{a3} : Kebijakan utang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

H_{a4} : *Leverage* operasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

H_{a5} : Investasi, kebijakan manajerial, kebijakan utang dan *leverage* operasi secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan dividen.