BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1 Kajian Pustaka

2.1.1 Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan perusahaan timbul akibat adanya perbandingan jumlah pemilik saham dalam perusahaan. Sebuah perusahaan dapat dimiliki oleh seseorang secara individu, masyarakat luas, pemerintah, pihak asing, maupun orang dalam perusahaan tersebut (manajerial). Perbedaan dalam proporsi saham yang dimiliki oleh investor dapat mempengaruhi tingkat kelengkapan pengungkapan oleh perusahaan. Semakin banyak pihak yang butuh informasi tentang perusahaan, maka semakin detail pula pengungkapan yang dilakukan oleh perusahaan.

Struktur kepemilikan mencerminkan proporsi kepemilikan perusahaan. Dengan kata lain struktur kepemilikan mencerminkan proporsi hak *principal* (pemilik). Tujuan perusahaan sangat ditentukan oleh struktur kepemilikan, motivasi pemilik dan kreditur *corporate governance* dalam proses insentif yang membentuk motivasi manajer. Pemilik akan berusaha membuat berbagai strategi untuk mencapai tujuan perusahaan, setelah strategi ditentukan maka langkah selanjutnya akan mengimplementasi strategi dan mengalokasikan sumber daya yang dimiliki perusahaan untuk mencapai tujuan perusahaan (Nendy dan Nurmala, 2011).

2.1.1.1 Jenis-jenis Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan terbagi dalam beberapa jenis. Adapun jenis-jenis struktur kepemilikan menurut Jensen and Meckling (1976) dapat dibedakan menjadi 3 yaitu :

1. **Kepemilikan Manajerial**

   Para pemegang saham yang memiliki kedudukan di manajemen perusahaan baik sebagai kreditur maupun sebagai dewan komisaris disebut sebagai kepemilikan manajerial (manajerial ownership). Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan. Kepemilikan manajerial juga dapat diartikan sebagai presentase saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur perusahaan pada akhir tahun untuk masing-masing periode pengamatan.

   Masalah teknis tidak akan muncul jika kepemilikan dan pengelolaan perusahaan tidak dijalankan secara terpisah. Pemilik (pemegang saham) bertujuan untuk memaksimumkan kekayaannya dengan melihat nilai sekarang dari arus kas yang dihasilkan oleh investasi perusahaan sedangkan manajer bertujuan pada peningkatan pertumbuhan dan ukuran perusahaan. Tujuan manajer ini dilandasi oleh dua alsan, yaitu:

   a. Pertumbuhan yang meningkat akan memberikan peluang agi manajaer bawah dan menengah untuk dipromosikan. Selain itu, manajer dapat membuktikan diri sebagai karyawan yang produktif

sehingga dapat diperoleh penghargaan lebih dari wewenang untuk menentukan pengeluaram (biaya-biaya).

b. Ukuran perusahaan yang semakin besar memberikan keamanan pekerjaan atau mengurangi kemungkinan *lay-off* dan kompensasi yang semakin besar. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan, maka manajemen cenderung berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang tidak lain adalah dirinya sendiri.

Kepemilikan saham manajerial akan membantu penyatuan kepentingan anatar manajer dengan pemegang saham. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham, sehingga manajer ikut merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan ikut pula menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Argumen tersebut mengindikasikan mengenai pentingnya kepemilikan manajerial dalam struktur kepemilikan perusahaan.

Namun, tingkat kepemilikan manajerial yang terlalu tinggi juga dapat berdampak buruk terhadap perusahaan. Dengan kepemilikan manajerial yang tinggi, manajer mempunyai hak voting yang tinggi sehingga manajer mempunyai posisi yang kuat untuk mengendalikan perusahaan, hal ini dapat menimbulkan masalah pertahanan, dalam artian adanya kesulitan bagi para pemegang saham eksternal untuk mengendalikan tindakan manajer.

Agency problem bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan, semakin meningkat proporsi kepemilikan saham manajerial maka akan baik kinerja perusahaan. Kepemilikan saham yang besar dari segi ekonomisnya memiliki insentif untuk memonitor. Secara teoritis ketika kepemilikan manajerial rendah, maka insentif terhadap kemungkinan terjadinya oportunistik manajemen akan meningkat.

Kepemilikan manajerial terhadap saham perusahaan dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara pemegang saham luar dengan manajemen. Sehingga permasalahan keagenan diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah juga sekaligus sebagai seorang pemilik.

Menurut **Imanta dan Satwiko** (2011:68) Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manager atau dengan kata lain manager juga sekaligus sebagai pemegang saham.

Kepemilikan manajerial adalah kondisi yang menunjukkan bahwa manajer memiliki saham dalam perusahaan atau manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan (Rustiarini, 2008).

Menurut Christiawan dan Josua (2007) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham. Dengan adanya kepemilikan manajerial menunjukkan adanya peran ganda seorang manajer, yakni manajer bertindak juga

sebagai pemegang saham. Sebagai seorang manajer sekaligus pemegang saham, ia tidak ingin perusahaan mengalami kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan.

Kepemilikan manajerial merupakan proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan yaitu para direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002). Manajer mendapat kesempatan yang sama untuk terlibat pada kepemilikan saham dengan tujuan untuk mensetarakan dengan pemegang saham.

Adapun rasio yang digunakan untuk mengukur Kepemilikan Manajerial adalah sebagai berikut :

$$MO = \frac{\text{Jumlah Saham Yang Dimiliki Manajerial}}{Jumlah\ Saham\ Yang\ Beredar}\ x\ 100\%$$

Yuli Soesetio (2008:390)

2. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan suatu perusahaan dapat terdiri atas kepemilikan institusional maupun kepemilikan individual atau campuran keduanya dengan proporsi tertentu. Investor institusional memiliki beberapa kelebihan dibanding dengan investorl individual, diantaranya yaitu :

a. Investor institusional memiliki sumber daya yang lebih daripada investor individual untuk mendapatkan informasi.
b. Investor institusional memiliki profesionalisme didalam menganalisa informasi, sehingga dapat menguji tingkat keandalan informasi.

c. Investor institusional secara umum memiliki realisasi bisnis yang lebih kuat dengan manajemen.
d. Investor institusional memiliki motivasi yang kuat untuk melakukan pengawasan yang lebih ketat atas aktivitas yang terjadi didalam perusahaan.
e. Investor institusional lebih aktif dalam melakukan jual-beli saham sehingga dapat meningkatkan jumlah informasi secara cepat yang tercermin ditingkat harga.

Adanya pemegang saham seperti *institutional ownership* memiliki arti penting dalam memonitor manajemen. Adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Mekanisme monitoring tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham. Signifikansi institutional ownership sebagai agen pengawas ditekankan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Apabila institusional merasa tidak puas atas kinerja manajerial maka mereka akan menjual sahamnya ke pasar.

Perubahan perilaku *institusional ownership* dari pasif menjadi aktif dapat meningkatkan akuntabilitas manajerial sehingga manajer akan bertindak lebih hati-hati dalam pengambilan keputusan. Meningkatnya aktivitas *institusional ownership* dalam melakukan monitoring disebabkan oleh kenyataan bahwa adanya kepemilikan saham yang signifikan oleh *institusional ownership* telah meningkatkan kemampuan mereka untuk bertindak secara kolektif. Kondisi ini akan memotivasi *institusional*

ownership untuk lebih serius dalam mengawasi maupun mengoreksi semua perilaku manajer dan memperpanjang jangka waktu investasi. Mekanisme pengawasan dapat dilakukan dengan menempatkan dewan ahli yang tidak dibiayai perusahaan sehingga posisinya tidak berada dibawah pengawasan manajer. Dengan demikian, dewan ahli dapat menjalankan fungsinya secara efektif untuk mengontrol semua tindakan manajer. Pengawasan lain yang dapat dilakukan adalah dengan cara memberikan masukanmasukan sebagai bahan pertimbangan bagi manajer dalam menjalankan usaha dan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Semakin besar presentase saham yang dimiliki oleh *institusional ownership* akan menyebabkan pengawasan yang dilakukan menjadi lebih efektif karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan mengurangi *agency cost*.

Jensen et al. (1992) dalam Abdullah W. Djabid (2009) mengemukakan ada beberapa alternative untuk mengurangi *agency cost*, yaitu :

a. Dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen, manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham.

b. Dengan meningkatkan dividend payout ratio sehingga tidak tersedia banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya.

c. Meningkatkan pendanaan dengan hutang yang akan menurunkan *excess of free cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen.

d. Meningkatkan kepemilikan saham oleh pihak institusional. Adanya kepemilikan institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

4. Kepemilikan Publik

Struktur kepemilikan adalah komposisi kepemilikan dalam perusahaan yang mempengaruhi kinerja perusahaan. Kemudian salah satu kepemilikan dalam perusahaan adalah kepemilikan publik dimana merupakan porsi saham beredar *(oustanding shares)* yang dimiliki oleh masyarakat atau publik domestik *(degree of public ownership).*

2.1.2 Kebijakan Hutang

Kieso et al (2007:96) menjelaskan bahwa kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui hutang**.** Perusahaan dinilai beresiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang kecil

atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan (Hanafi, 2004:40).

Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Penentuan kebijakan hutang ini berkaitan dengan struktur modal karena hutang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal. Perusahaan dinilai beresiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang yang kecil atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan (Mamduh dan Abdul, 2005:87).

2.1.2.1 Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang

Menurut Asih (2006:26-30) faktor-faktor rasio hutang pada modal adalah sebagai berikut :

a) *Operating Leverage*

   Operating leverage atau leverage operasi adalah penggunaan aktiva atau operasi perusahaan yang disertai dengan biaya tetap. Leverage operasi yang menguntungkan kalau pendapatan setelah dikurangi biaya variabel (*Contribution to Fixed cost*) lebih besar dari biaya tetapnya. Oleh sebab itu *operating leverage* adalah seberapa jauh perubahan tertentu dari volume penjualan berpengaruh terhadap laba operasi bersih. Dalam suatu perusahaan tingkat *operating leverage* pada suatu tingkat hasil akan

ditunjukan oleh perubahan dalam volume penjualan yang mengakibatkan adanya perubahan yang tidak proporsional dalam laba atau rugi operasi.

b) Likuiditas

Rasio likuiditas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan didalam membayar hutang jangka pendek yang telah jatuh tempo. Perusahaan yang dapat segera mengembalikan utang-utangnya akan mendapat kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan utang dalam jumlah yang besar. Kebutuhan dana untuk aktiva lancar pada prinsipnya dibiayai dengan kredit jangka pendek. Sehingga semakin likuid suatu perusahaan, maka semakin tinggi penggunaan hutangnya.

c) Struktur Aktiva

Struktur aktiva menggambarkan sebagian jumlah aset yang dapat dijadikan jaminan (*collateral value of assets*). Kebanyakan perusahaan industri dimana sebagian besar daripada modalnya tertanam dalam aktiva tetap, akan mengutamakan pemenuhan modalnya dari modal yang permanen, yaitu modal sendiri, sedangkan hutang sifatnya sebagai pelengkap.

d) Pertumbuhan Perusahaan

Suatu perusahaan yang berada dalam industri yang mempunyai laju pertumbuhan yang tinggi harus menyediakan modal yang cukup untuk membelanjai perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh pesat cenderung lebih banyak menggunakan utang daripada perusahaan yang bertumbuh secara lambat.

e) *Price Earning Ratio*

Price Earning Ratio (PER) merupakan perbandingan harga suatu saham (*market price*) dengan *earning pe share* (EPS) dari saham yang bersangkutan. Kegunaan dari PER adalah melihat bagaimana pasar menghargai kinerja saham suatu perusahaan terhadap kinerja perusahaan yang tercermin oleh EPS-nya. Semakin besar PER suatu saham maka menyatakan saham tersebut semakin mahal terhadap pendapatan bersih per sahamnya. Peningkatan PER yang dinilai oleh investor menunjukkan kinerja yang semakin baik, juga berdampak semakin menarik perhatian calon kreditor. Semakin meningkat perhatian kreditor terhadap perusahaan, maka sangat dimungkinkan jumlah utang akan semakin meningkat. Peningkatan jumlah utang yang relatif lebih besar dari modal sendiri akan meningkatkan PER.

f) Profitabilitas

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi akan menggunakan utang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagaian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Perusahaan yang mempunyai profit tinggi, akan menggunakan hutang dalam jumlah rendah, dan sebaliknya.

2.1.2.2 Teori Kebijakan Hutang

Ada beberapa teori yang digunakan atau dikemukakan oleh para ahli, diantaranya adalah :

1. ***Trade off Theory***

   Teori ini menganggap bahwa penggunaan hutang 100 persen sulit dijumpai. Kenyataannya semakin banyak hutang, maka semakin tinggi beban yang harus ditanggung. Satu hal yang penting bahwa dengan meningkatnya hutang, maka semakin tinggi probabilitas kebangkrutan. Beban yang harus ditanggung saat menggunakan hutang yang lebih besar adalah biaya kebangkrutan, biaya keagenan, beban bunga yang semakin besar dan sebagainya. Menurut Mamduh (2004) bahwa biaya kebangkrutan dapat cukup signifikan dapat mencapai 20persen nilai perusahaan. Biaya tersebut mencakup dua hal :

   1) Biaya langsung : biaya yang dikeluarkan untuk membayar biaya administrasi, pengacara, dan lainnya yang sejenis.
   2) Biaya tidak langsung : biaya yang terjadi karena dalam kondisi kebangkrutan, perusahaan lain atau pihak lain tidak mau berhubungan dengan perusahaan secara normal.

2. ***Pecking Order Theory***

   Teori pecking order menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Mamduh, 2004). Penggunaan hutang lebih disukai karena biaya yang dikeluarkan

untuk hutang lebih murah dibandingkan dengan biaya penerbitan saham. urutan pendanaan menurut teori pecking order adalah sebagai berikut :

1) Perusahaan lebih menyukai internal financing (dana internal). Dana internal tersebut diperoleh dari laba yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
2) Perusahaan menyesuaikan target dividen payout ratio terhadap peluang investasi mereka, sementara mereka menghindari perubahan dividen secara drastis.
3) Kebijakan dividen yang sticky ditambah fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi yang tidak dapat diproksi, berarti terkadang aliran kas internal melebihi kebutuhan investasi namun terkadang kurang dari kebutuhan investasi.
4) Apabila pendanaan eksternal diperlukan, pertama-tama perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman, yaitu mulai dari penerbitan hutang convertible bond , dan alternatif paling akhir adalah saham.

3. *Signaling Theory*

Brigham dan Houston (2004) menyatakan bahwa sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan cara-cara lain seperti dengan menggunakan hutang. Teori ini

didasarkan pada asumsi bahwa manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi perusahaan yang sama. Ada informasi tertentu yang hanya diketahui oleh manajer, sedangkan pemegang saham tidak tahu informasi tersebut sehingga terdapat informasi yang tidak simetri (asymmetric information) antara manajer dan pemegang saham. Akibatnya, ketika struktur modal perusahaan mengalami perubahan, hal itu dapat membawa informasi kepada pemegang saham yang akan mengakibatkan nilai perusahaan berubah. Dengan kata lain, perilaku manajer dalam hal menentukan struktur modal, dapat dianggap sebagai sinyal oleh pihak luar (Mamduh, 2004). Apabila manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan ingin agar harga saham meningkat, perusahaan ingin mengkomunikasikan hal tersebut ke investor. Manajer dapat menggunakan hutang lebih banyak, sebagai sinyal yang lebih dapat dipercaya. Hal ini karena perusahaan yang meningkatkan hutang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Dasar pertimbangannya adalah penambahan hutang menyebabkan keterbatasan arus kas dan meningkatnya biaya-biaya beban keuangan sehingga manajer hanya akan menerbitkan hutang baru yang lebih banyak apabila mereka yakin perusahaan kelak dapat memenuhi kewajibannya. Investor diharapkan akan menangkap sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian hutang merupakan tanda atau sinyal positif.

4. Teori Keagenan

Berdasarkan teori keagenan, struktur modal perusahaan harus disusun sedemikian rupa sehingga dapat mengurangi konflik antara berbagai kelompok yang memiliki kepentingan dalam perusahaan. Pemegang saham lebih menyukai tindakan perusahaan yang akan menghasilkan keuntungan yang lebih besar, sehingga mereka akan memperoleh dividen atas saham yang mereka miliki juga akan meningkat. Namun pemegang hutang perusahaan tidak memperdulikan berapa besar tingkat keuntungan perusahaan, karena pay-off pemegang hutang.

2.1.2.3 Debt To Equity Ratio

Menurut Suad Husnan (2004:70) menjelaskan bahwa "*debt to equity ratio* menunjukan perbandingan antara hutang dengan modal sendiri" apabila dirumuskan menjadi seperti dibawah ini :

$$DER = \frac{\text{Total Liability}}{\text{Total Equity}}\ x\ 100\%$$

Total liabilities merupakan total hutang perusahaan keseluruhan (baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang); sedangkan total equity merupakan total modal yang dimiliki perusahaan (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan). Rasio ini menunjukan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi Debt to Equity Ratio menunjukan komposisi total hutang semakin besar dibanding dengan total modal sendiri, sehingga berdampak kepada semakin besarnya beban yang ditanggung perusahaan terhadap pihak luar (kreditur).

Menurut Kasmir (2010:113) keuntungan dengan mengetahui rasio ini anatara lainnya adalah :

1. Dapat menilai kemampuan posisi perusahaan terhadap kewajiban kepada pihak lain.
2. Menilai kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban yang bersifat tetap.
3. Mengetahui keseimbangan antara nilai aktiva khususnya aktiva tetap dengan modal.
4. Guna mengambil keputusan penggunaan sumber dana ke depan.

2.1.3 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah suatu hal yang tidak bisa dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan (Syamsuddin, 2000:83). Kebijakan dividen *(Dividen Payout)* juga merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan pada akhir periode akan dibagikan kepada para pemegang saham ataukah akan ditahan untuk menambah modal guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Kebijakan dividen berkaitan dengan penentuan pembagian pendapatan *(earning)* antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan dalam perusahaan, yang berarti pendapatan tersebut harus ditahan dalam perusahaan (Riyanto, dalam Rizal, 2007).

Dalam keputusan pembagian dividen, kelangsungan hidup dari perusahaan perlu menjadi sebuah pertimbangan. Jika suatu perusahaan menjalankan kebijakan untuk membagi dividen tunai maka dana yang dapat digunakan perusahaan untuk membiayai investasinya semakin rendah. Hal ini dapat mengakibatkan tingkat

pertumbuhan perusahaan di masa datang menjadi rendah, dan hal ini akan berdampak pada harga saham. Dengan demikian perusahaan sebaiknya menetapkan kebijakan dividen yang optimal. Menurut Yuniningsih (2008), kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan di antara dividen pada saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga memaksimumkan harga Saham. Besar kecilnya jumlah dividen yang akan dibayarkan tergantung dari kebijakan masing-masing perusahaan sehingga pertimbangan manajemen pada Rlpat Umum Pemegang Saham (RUPS) sangat diperlukan.

2.1.3.1 Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Terdapat 4 faktor yang mempengaruhi kebijakan pembagian dividen suatu perusahaan (Riyanto dalam Rizal, 2007), yaitu:

1. **Posisi Likuiditas Perusahaan**

   Posisi kas atau likuiditas perusahaan merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk menetapkan besamya dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Semakin kuat posisi likuiditas perusahaan maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

2. **Kebutuhan Dana Untuk Membayar Hutang**

   Jika perusahaan telah menetapkan bahwa pelunasan hutangnya akan diambil dari laba ditahan, maka perusaham harus menahan sebagian besar pendapatannya untuk keperluan tersebut, sehingga hanya sebagian kecil pendapatan yang dibayarkan sebagai dividen.

3. **Tingkat Pertumbuhan Perusahaan**

   Dana yang dibutuhkan oleh perusahaan dengan pertumbuhan yang cepat relatif lebih besar dibandingkan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan lambat. Dengan demikian perusahaan yang bertumbuh pesat cenderung menahan pendapatannya dibandingkan membaginya dalam bentuk dividen.

4. **Pengawasan Terhadap Perusahaan**

   Ini terutama berkaitan dengan kebijakan perusahaan untuk membiayai ekspansinya dengan sumber dana intemal saja agar kontrol dari kelompok dominan di dalam perusahaan tetap bisa dijalankan. Dengan kebijakan ini, perusahaan lebih suka menahan *earningnya* untuk membiayai ekspansinya dibandingkan membagikan dividen.

2.1.3.2 Dividen Payout Ratio

Rasio dari kebijakan dividen yang dipilih untuk penelitian ini adalah *Dividend Payout Ratio (DPR)*, dengan alasan bahwa, DPR lebih dapat menggambarkan perilaku oportunistik manajerial yaitu dengan melihat berapa besar keuntungan yang dibagikan kepada *shareholders* sebagai dividen dan berapa yang disimpan di perusahaan.

Menurut Robert Ang (1997:623) Dividend pay out ratio merupakan perbandingan antara dividend per share (DPS) dengan earning per share (EPS).

Rumus *dividend payout ratio* adalah sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividen Per Share}}{\text{Earning Per Share}}\ x\ 100\%$$

(Ang, 1997 : 623)

2.1.4 Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1

Penelitian Terdahulu

No	Peneliti Terdahulu	Judul	Kesimpulan	Perbedaan	Persamaan
1.	Jorenza Chiquita Sumanti	Analisis Kepemilikan Manajerial	Kepemilikan Manajerial (MO) berpengaruh	Tidak meneliti profitabilitas	Sama – sama meneliti kepemilikan
2.	dan Marjam Mangantar (2015)	Kebijakan Hutang Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei	signifikan terhadap Kebijakan Dividen (DPR) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2008-2012. Kebijakan Hutang (DER) tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen (DPR) pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Periode 2008-2012.	dan nilai perusahaan.	manajerial, kebijakan hutang dan kebijakan deviden
3.	Melanie Sugiarto (2011)	Pengaruh Struktur Kepemillkan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Intervening	Disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif Terhadap perusahaan namun tidak berpengaruh seeara langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening; kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik seeara langsung maupun tidak langsung melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening; dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung melalui kebijakan hutang sebagai variabel intervening.	Tidak meneliti kepemilikan institusional nilai perusahaan	Sama – sama meneliti kebijakan hutang dan kebijakan deviden
3.	Andhika Ivona Murtiningtyas (2012)	Kebijakan Deviden, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Profitabilitas,	Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan, maka dapat disimpulkan bahwa Kebijakan deviden,	Tidak meneliti kepemilikan instituisional, Profitabilitas, dan Resiko Bisnis	Sama – sama meneliti kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan

No	Peneliti Terdahulu	Judul	Kesimpulan	Perbedaan	Persamaan
4.		Resiko Bisnis Terhadap Kebijakan Hutang	kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas dan resiko bisnis berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang secara simultan. Sedangkan secara parsial hanya profitabilitas dan resiko bisnis yang berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang. Kebijakan deviden, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.		Kebijakan dividen
5.	1. Dwita Ayu Rizqia 2. Siti Aisjah 3. Sumiati (2013)	Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value (Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Financial Leverage, Profitabilitas, Ukuran perusahaan, dan Peluang Investasi Kebijakan Dividen dan Nilai perusahaan)	Kepemilikan manajerial dan peluang investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Sementara itu, keuangan leverage, profitabilitas, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan manufaktur terdaftar di Bursa Efek Indonesia menggunakan dana internal sebagai dana yang besar untuk membiayai operasi dan investasi kegiatan. Selain itu, perusahaan membuat upaya untuk meminimalkan agency problem, hasil ini menunjukkan bahwa manufaktur	Tidak meneliti Financial Leverage, Profitabilitas, Ukuran perusahaan, Peluang Investasi dan nilai perusahaan	Sama – sama meneliti kepemilikan manajerial, kebijakan hutang dan kebijakan deviden
6.			perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia lebih seperti mekanisme pengawasan internal melalui pemberian kompensasi kepemilikan saham oleh manajemen daripada mekanisme ikatan atau dengan meningkatkan utang perusahaan.		
7.	Talat Afza (2010)	Ownership Structure and Cash Flows As Determinants of Corporate Dividend Policy in	Hasil estimasi menunjukkan bahwa perusahaan di mana proporsi yang tinggi dari saham yang dimiliki oleh manajer dan	Tidak meneliti arus kas sebagai penentu perusahaan	Sama – sama meneliti kepemilikan manajerial dan kebijakan

No.	Peneliti Terdahulu	Judul	Kesimpulan	Perbedaan	Persamaan
		Pakistan (Struktur kepemilikan dan Arus Kas Sebagai Penentu Perusahaan Kebijakan Dividen di Pakistan)	individu lebih enggan dividen tinggi membayar dibandingkan dengan perusahaan di mana manajerial dan kepemilikan individu rendah. Namun, kas operasi yang tinggi mengalir potensi peningkatan perusahaan untuk membayar tinggi dividen. Meskipun, sensitivitas arus kas mengurangi pembayaran perusahaan 'tapi tetap saja bukan merupakan salah potensi penentu pembayaran perusahaan di Pakistan. Perusahaan besar dan sangat leveraged lebih enggan untuk membayar tinggi dividen dibandingkan dengan perusahaan kecil dan rendah leveraged, sedangkan profitabilitas meningkatkan dividen perusahaan.		deviden

Sumber : Peneliti, 2015

2.2 Kerangka Pemikiran

Tujuan utama sebagian besar perusahaan, terutama perusahaan yang berorientasi bisnis, adalah mengoptimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang meningkat merupakan harapan bagi para pemegang saham karena peningkatan nilai perusahaan menunjukkan peningkatan kemakmuran pemegang saham. Meningkatnya nilai perusahaan juga akan meningkatkan minat investor untuk menanamkan modalnya. Nilai perusahaan tercermin pada harga saham perusahaan yang meningkat dan dividen yang dibagikan kepada para investor. Untuk mencapai nilai perusahaan, para pemegang saham menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional, yakni manajer perusahaan.

Brealey, et.al (2008: 25) menyatakan bahwa para manajer mempunyai kecendrungan menggunakan hutang yang besar untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan, hal ini terkait dengan kontrol manajemen. Kontrol manajemen akan lebih besar dengan adanya hutang baru dibandingkan dengan menerbitkan saham baru. Terkait dengan hal tersebut, salah satu upaya untuk menekan penggunaan hutang oleh para manajer adalah dengan meningkatkan kepemilikan oleh pihak manajerial. Dalam keadaan ini, tentunya manajer sekaligus sebagai pemegang saham akan mensejajarkan kepentingan pribadi dengan kepentingannya sebagai seorang pemegang saham. Hal ini akan membuat manajer sangat berhati-hati dalam menentukan penggunaan hutang untuk membiayai kegiatan operasional perusahaan.

Menurut Taswan (2003), selain struktur kepemilikan, penggunaan hutang juga dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Dividen merupakan salah satu keuntungan yang akan diperoleh selain keuntungan lain berupa *capital gain*. Kebijakan dividen yang stabil yang besarnya tetap, maka pembayaran dividen tersebut akan merupakan beban tetap bagi perusahaan, maka perusahaan yang menggunakan *leverage* yang tinggi akan sulit untuk mempertahankan pembayaran dividen yang tetap tersebut (Suad, 2008: 336).

2.2.1 Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial dengan Kebijakan Dividen

J.C Sumanti dan M. Mangantar (2015) bahwa variabel MO berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Hal tersebut terjadi akibat perusahaan yang memiliki nilai MO atau perusahaan yang didalamnya para komisaris dan

direksi yang berperan aktif dalam pengambilan keputusan mendapatkan kesetaraan dengan pemegang saham lainnya yang cenderung membayarkan dividen tinggi untuk mensejahterakan para pemegang saham sesuai dengan tujuan utama sebuah perusahaan bisnis. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Nuringsih (2005) yang mengatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, karena kepemilikan saham manajerial sebagian besar dimiliki oleh keluarga sehingga perusahaan cenderung membayarkan dividen yang tinggi.

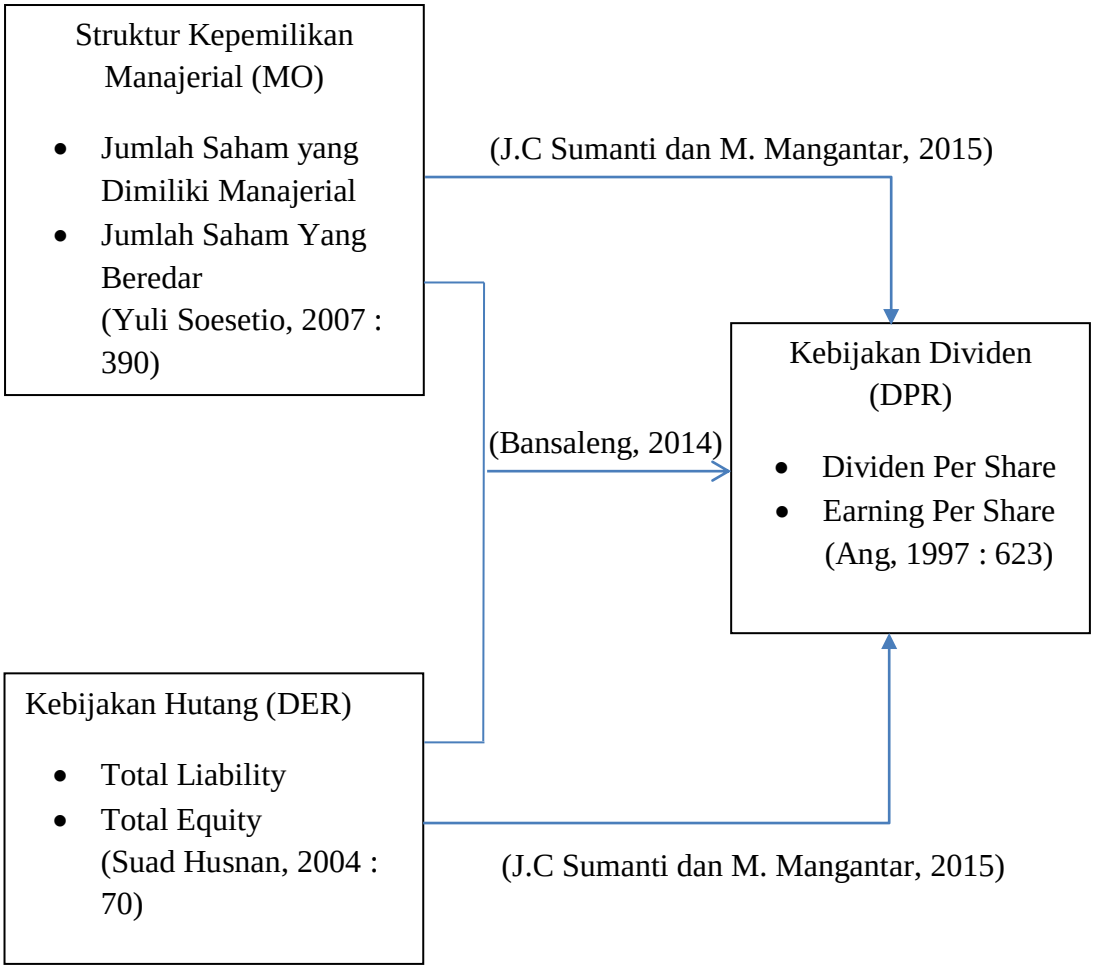
2.2.2 Hubungan Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen

J.C sumanti dan M. Mangantar (2015) menyatakan bahwa variabel DER tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR, hal tersebut terjadi akibat perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi cenderung akan meminimumkan pembayaran dividen kepada semua pemegang saham, dikarenakan sebagian besar keuntungan yang diperoleh akan dialokasikan pada cadangan dana untuk pelunasan hutang sehingga dapat mencegah terjadinya kebangkrutan. Dan sebaliknya, perusahaan dengan tingkat hutang rendah akan memprioritaskan kesejahteraan para pemegang sahamnya sesuai dengan tujuan utama perusahaan dengan cara membagikan keuntungan yang diperoleh perusahaan dalam bentuk pembayaran dividen.

2.2.3 Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen

Hasil pengujian hipotesis menjelaskan bahwa struktur kepemilikan, kebijakan hutang secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan dividen, dan

pengaruhnya positif dan cukup kuat. Hasil penelitian ini didukung oleh penelitian-penelitian yang telah dilakukan sebelumnya oleh Binastuti dan Wibowo (2011) dan penelitian Nursadaa, dkk (2012) yang memberikan bukti empiris bahwa struktur kepemilikan dan kebijakan hutang secara bersama-sama memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil tersebut diperoleh melalui hasil perhitungan dari masing-masing penelitian yang menghasilkan angka positif dan signifikan, Bansaleng (2014).



Gambar 2.1

Paradigma Penelitian

2.3 Hipotesis

Berdasarkan kerangka penelitian dan rumusan masalah yang telah diuraikan diatas, maka terdapat hipotesis penelitian yang dapat dirumuskan yaitu terdapat pengaruh baik secara parasial maupun simultan antara Struktur Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Hutang Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Sub Sektor Property dan Real Estate yang terdaftar di BEI Periode 2007-2014.