BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1 Kajian Pustaka

2.1.1 Kebijakan Hutang

2.1.1.1 Pengertian

Hutang adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara bekerja di dalam perusahaan, dan bagi perusahaan yang bersangkutan modal tersebut merupakan "utang", yang pada saatnya harus dibayar kembali (Bambang Riyanto, 2008 : 227). Ada tiga golongan dalam hutang, antara lain :

1. Hutang jangka pendek (*Short –term Debt*)

Hutang jangka pendek adalah modal asing yang jangka waktunya paling lama satu tahun. Sebagian besar hutang jangka pendek terdiri dari kredit perdagangan, yaitu kredit yang diperlukan untuk dapat menyelenggarakan usahanya. Adapun jenis-jenis daripada modal asing jangka pendek yang terutama adalah :

a. Rekening Koran, yaitu kredit yang diberikan oleh Bank kepada perusahaan dengan batas plafond tertentu dimana perusahaan mengambilnya tidak sekaligus melainkan sebagian demi sebagian sesuai dengan kebutuhannya, dan bunga yang dibayar hanya untuk jumlah yang telah diambil saja, meskipun sebenarnya perusahaan meminjamnya lebih dari jumlah tersebut.

b. Kredit dari Penjual, merupakan kredit perniagaan (*trade-credit*) dan kredit ini terjadi apabila penjualan produk dilakukan dengan kredit. Apabila penjualan

dilakukan dengan kredit berarti bahwa penjual baru menerima pembayaran harga dari barang yang dijualnya beberapa waktu kemudian setelah barang diserahkan.

c. Kredit dari Pembeli, merupakan kredit yang diberikan oleh perusahaan sebagai pembeli kepada pemasok dari bahan mentahnya atau barang-barang lainnya. Disini pembeli membayar harga barang yang dibelinya lebih dahulu, dan setelah beberapa waktu barulah pembeli menerima barang yang dibelinya.

d. Kredit Wesel, kredit ini terjadi apabila suatu perusahaan mengeluarkan "surat pengakuan hutang" yang berisikan kesanggupan untuk membayar sejumlah uang tertentu kepada pihak tertentu dan pada saat tetentu (surat Promes/*Notes Payables*), dan setelah ditanda tangani surat tersebut dapat dijual atau diuangkan kepada Bank.

2. Hutang Jangka Menengah (*Intermediate-Term Debt*)

Adalah hutang yang jangka waktu atuau umumnya adalah lebih dari satu tahun dan kurang dari 10 tahun. Kebutuhan membelanjai usaha dengan jenis kredit ini dirasakan karena adanya kebutuhan yang tidak dapat dipenuhi dengan kredit jangka pendek di satu pihak dan juga sukar untuk dipenuhi dengan kredit jangka panjang di lain pihak. Bentuk-bentuk utama dari kredit jangka menengah, antara lain :

a. "*Term Loan*", yaitu kredit usaha dengan umur lebih dari satu tahun dan kurang dari 10 tahun. Pada umumnya *term loan* dibayar kembali dengan angsuran tetap selama suatu periode tertentu, *Term Loan* ini biasanya diberkan oleh Bank dagang, Perusahaan asuransi, suppliers atau *"Manufactures"*.

b. Leasing, adalah suatu alat atau cara untuk mendapatkan "*service*" dari suatu aktiva tetap yang pada dasarnya adalah sama seperti halnya kalau kita menjual obligasi untuk mendapatkan "*service*" dan hak milik atas aktiva tersebut dan bedanya pada leasing tidak disertai dengan hak milik.

3. Hutang jangka panjang (*Long-Term Debt*)

Merupakan hutang yang jangka waktunya adalah panjang, umumnya lebih dari 10 tahun. Hutang jangka panjang ini pada umumnya digunakan untuk membelanjai perluasan perusahaan (ekspansi) atau modernisasi dari perusahaan, karena kebutuhan modal untuk keperluan tersebut meliputi jumlah yang besar. Adapun jenis utama dari hutang jangka panjang antara lain :

a. Pinjaman Obligasi (*Bonds-payables*), adalah pinjaman uang untuk jangka waktu yang panjang, dimana debitur mengeluarkan surat pengakuan hutang yang mempunyai nominal tertentu. Jangka waktu pinjaman obligasi hendaknya didasarkan kepada pertimbangan-pertimbangan sebagai berikut :

a) Jangka waktu pinjaman kredit hendaknya disesuaikan dengan jangka waktu penggunaanya di dalam perusahaan.
b) Jumlah angsuran harus disesuaikan dengan jumlah penyusutan dari aktiva tetap yang akan dibelanjai dengan kredit obligasi tersebut.

Pelunasan atau pembayaran kembali pinjaman Obligasi dapat diambil dari :

a) penyusutan aktiva tetap yang debelanjai dengan pinjaman obligasi tersebut
b) keuntungan.

Jenis-jenis Obligasi, antara lain :

a) Obligasi biasa (*Bonds*), adalah obligasi yang bunganya tetap dibayar oleh

debitur dalam waktu-waktu tertentu, dengan tidak memandang apakah debitur memperoleh keuntungan atau tidak.

b) Obligasi pendapatan (*Income Bonds*), adalah jenis obligasi dimana pembayaran bunga hanya dilakukan pada waktu-waktu debitur atau perusahaan yang mengeluarkan surat obligasi tersebut mendapatkan keuntungan

c) Obligasi yang dapat ditukarkan (*convertible-Bonds*), adalah obligasi yang memberikan kesempatan kepada pemegang surat Obligasi tersebut untuk pada suatu saat tertentu menukarkannya dengan saham dari perusahaan yang bersangkutan. .

b. Pinjaman Hipotik (*mortgage*), adalah pinjaman jangka panjang dimana pemberi uang (kreditur) diberi hak hipotik terhadap suatu barang tidak bergerak, agar supaya bila pihak debitur tidak memenuhi kewajibannya, barang itu dapat dijual dan dari hasil penjualan tersebut dapat digunakan untuk menutup tagihannya.

Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui hutang, Kieso *et al* (2006) dalam Ratih Fitria Sari. Hal ini juga berkaitan dengan struktur modal yang dipilih perusahaan. Struktur modal adalah pembelanjaan permanen dimana mencerminkan perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri, Bambang Riyanto (2001:22). Bagi pemilik perusahaan dengan menggunakan hutang pada tingkat tertentu harapan pemilik perusahaan bisa tercapai. Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila

perusahaan mengunakan hutang yang kecil atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan, Mamduh (2004). Menurut Mamduh (2004 terdapat beberapa faktor yang memiliki pengaruh terhadap kebijakan hutang, antara lain :

a. NDT *(Non-Debt Tax Shield)*

Manfaat dari penggunaan hutang adalah bunga hutang yang dapat digunakan untuk mengurangi pajak perusahaan. Namun untuk mengurangi pajak, perusahaan dapat menggunakan cara lain seperti depresiasi dan dana pensiun. Dengan demikian, perusahaan dengan NDT tinggi tidak perlu menggunakan hutang yang tinggi.

b. Struktur Aktiva

Besarnya aktiva tetap suatu perusahaan dapat menentukan besarnya penggunaan hutang. Perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar karena aktiva tersebut dapat digunakan sebagai jaminan pinjaman.

c. Profitabilitas

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasinya akan menggunakan hutang yang relatif kecil. Laba ditahannya yang tinggi sudah memadai membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan.

d. Risiko Bisnis

Perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi akan menggunakan hutang yang lebih kecil untuk menghindari risiko kebangkrutan.

e. Ukuran Perusahaan

Perusahaan yang besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan. Disamping itu, perusahaan yang besar lebih mudah dalam mendapatkan pendanaan eksternal.

f. Kondisi Internal Perusahaan

Kondisi internal perusahaan menentukan kebijakan penggunaan hutang dalam suatu perusahaan.

2.1.1.2 Teori Kebijakan Hutang

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 20 persen 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

2.1.1.3 *Debt To Equity Ratio*

Kebijakan hutang dalam penelitian ini diukur dari *Debt to Equity Ratio* (DER) dikarenakan *Debt to Equity Ratio* mencerminkan besarnya proporsi antara *total debt* (total hutang) dan total modal sendiri. Menurut James C.Van Horne dan Jhon M. Wachowicz Jr (2005:209) *debt to equity ratio* adalah rasio utang dengan ekuitas menunjukan sejauh mana pendanaan dari utang digunakan jika dibandingkan dengan pendanaan equitas."

Semakin tinggi rasio ini berarti semakin besar penggunaan modal melalui hutang. Bagi perusahaan sebaiknya penggunaan hutang tidak melebihi modal sendiri. *Debt to Equity Ratio* dirumuskan sebagai berikut :

$$DER = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal Sendiri}} \times 100\%$$

(Bambang Riyanto, 2001:333)

Total utang yang dimaksudkan dalam rumus perhitungan diatas adalah seluruh total utang perusahaan baik utang jangka pendek maupun utang jangka panjang dalam satu periode akuntansi. Semakin tinggi *Debt to Equity Ratio* (DER)

ini menunjukan perusahaan semakin berisiko, artinya perusahaan dengan penggunaan lebih dari 50% hutang dibandingkan modal sendiri, maka dalam pengembalian hutangnya perusahaan tidak cukup dana untuk membayar hutang tersebut.

Total debt merupakan total *liabilities* (baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang); sedangkan total modal sendiri merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. 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 semakin besar beban 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.

2.1.2 Struktur Kepemilikan Manajerial

2.1.2.1 Pengertian Struktur Kepemilikan

Pada perusahaan besar pemisahan kepemilikan dan pengendalian dalam perusahaan modern mengakibatkan potensi konflik antara pemilik dan manajer. Pemisahan kepemilikan pihak manajemen ini, akan menciptakan situasi yang memungkinkan manajer bertindak untuk kepentingan sendiri daripada untuk kepentingan para pemegang sahamnya. Dengan demikian, konflik kepentingan antar pemilik dapat terjadi. Hal ini disebut "masalah keagenan", yaitu *devergensi* kepentingan yang timbul antara pemilik dan agennya, Widyastuti (2004) dalam Sri Rezeki Metallia (2007). Struktur kepemilikan sangat penting dalam menentukan nilai perusahaan. Dua aspek yang perlu dipertimbangkan ialah (1) kepemilikan perusahaan oleh manajer (*manager ownership*). dan (2) konsentrasi kepemilikan perusahaan oleh pihak luar (*outsider ownership concentration*). Menurut Jensen dan Mecking dalam tesis wahyuning (2007) istilah struktur kepemilikan digunakan untuk ditentukan oleh hutang dan ekuitas saja tetapi juga ditentukan oleh prosentase kepemilikan saham oleh manajemen dan institusi. Salah satu bentuk mekanisme *corporate governance* yang apat digunakan untuk menyamakan kepentingan *principal* dan *agent* adalah konsentrasi kepemilikan.

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

1. 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.

2. Dengan meningkatkan *dividend payout ratio* sehingga tidak tersedia banyak *free cash flow* dan manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya
3. Meningkatkan pendanaan dengan hutang yang akan menurunkan *excess of free cash flow* yang ada dalam perusahaan sehingga menurunkan kemungkinan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen.
4. 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.

2.1.2.2 Jenis – jenis Struktur Kepemilikan

2.1.2.2.1 Kepemilikan Manajerial (*managerial ownership)*

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, yang dirumuskan sebagai berikut :

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{Jumlah Saham Manajer}}{\text{Total Saham Beredar}} \times 100\%$$

Yuli Soesetio (2007:390)

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. 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.

2.1.2.2.2 Kepemilikan Institusional (*instutional ownership)*

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

1. Investor institusional memiliki sumber daya yang lebih daripada investor individual untuk mendapatkan informasi.
2. Investor institusional memiliki profesionalisme dalam menganalisa informasi, sehingga dapat menguji tingkat keandalan informasi.
3. Investor institusional, secara umum, memiliki realsi bisnis yang lebih kuat dengan manajemen.
4. Investor institusional memiliki motivasi yang kuat untuk melakukan pengawasan lebih ketat atas aktivitas yang terjadi di dalam perusahaan.

5. investor institusional lebih aktif dalam melakukan jual beli saham sehingga Dapat meningkatkan jumlah informasi secara cepat yang tercermin di tingkat harga.

Adanya pemegang saham seperti institusional ownership memiliki arti penting dalam memonitor manajemen. Adanya kepemilikan oleh institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan-perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi-institusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Mekanisme monitoring tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham. Signifikasi *institusional 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 prosentase saham yang dimiliki oleh *institusional ownership* akan menyebabkan pengawasan yang dilakukan menjadi lebih efektif karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan mengurangi *agency cost*.

2.1.3 Kebijakan Dividen

2.1.3.1 Pendekatan Kebijakan Dividen

Kebijaksanaan perusahaan untuk membagi keuntungan kepada pemegang saham membawa arti dalam dua hal :

a. Dana yang dibagikan kepada para pemegang saham. Hal ini ditunjukan oleh pembayaran kepada para pemegang saham.
b. Dana untuk membelanjai kebutuhan perkembangan usaha. Hal ini tercermin dalam rencana pada pos laba yang ditahan.

Oleh karena politik dividen mempengaruhi baik jangaka panjang maupun bagian yang dibagikan kepada para pemegang saham maka dalam hal ini terdapat dua pendekatan, yaitu :

1. Sebagai Kebijaksanaan Pembelanjaan Jangka Panjang

Dalam pendekatan ini berpandangan bahwa semua laba sesudah pajak yang diperoleh perusahaan adalah merupakan sumber dana jangka panjang. Pengumuman atas pembagian laba sebagai dividen berarti pengurangan terhadap

sumber dana jangka panjang yang dapat dipergunakan untuk membelanjai kebutuhan perkembangan usaha.

2. Sebagai Kebijaksanaan untuk Memaksimumkan Nilai Perusahaan

Dalam pendekatan ini berpandangan bahwa kebijaksanaan dividen mempunyai pengaruh yang kuat terhadap harga pasar dari saham yang beredar.

2.1.3.2 Pengertian Kebijakan Dividen

Menurut Handono Mardiyanto (2009:277) Kebijakan dividen mencakup penentuan penggunaan laba bersih untuk (1) mendanai investasi dalam bentuk laba ditahan, dan (2) imbalan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Apabila laba ditahan ditambah, dividen malahan harus dikurangi. Pembagian dividen yang sebesar-besarnya jelas mamaksimalkan kekayaan pemegang saham saat ini. Namun, hal itu berarti mengurangi dana investasi tahun mendatang, yang justru akan mengurangi tingkat pertumbuhan laba dan juga menurunkan kekayaan pemegang sahan di tahun depan. Sebaliknya, jika laba ditahan diperbesar, dividen terpaksa dikurangi yang akan menurunkan kekayaan pemegang saham saat ini. Berdasarkan fakta itu, teori dividen sampai sekarang belum bulat menyimpulkan apakah pembagian dividen akan meningkatkan nilai perusahaan (harga saham) atau tidak.

Terdapat beberapa teori yang dapat digunakan sebagai landasan dalam membuat kebijakan yang tepat bagi perusahaan. Brigham dan Daves (2002:561-562) menyebutkan beberapa teori kebijakan dividen yaitu:

a. Dividend Irrelevant theory

Teori ini beranggapan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap harga saham (nilai perusahaan) maupun terhadap biaya modalnya. Kebijakan dividen yang satu sama baiknya dengan kebijakan dividen yang lain. Dijelaskan bahwa pendukung utama teori ketidakrelevanan ini adalah Miller dan Modiglani. Mereka menggunakan sejumlah asumsi, khususnya tentang ketiadaan pajak dan biaya pialang, *leverage* keuangan tidak memiliki pengaruh terhadap biaya modal, para investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang prospek perusahaan, distribusi laba ke dalam bentuk dividen atau laba ditahan tidak mempengaruhi biaya ekuitas perusahaan dan kebijakan *capital budgeting* merupakan kebijakan yang independen terhadap kebijakan dividen.

b. Bird-in-The Hand Theory

Menurut Gordon dan Lintner dalam Brigham dan Daves (2002:562), teori ini dapat dijelaskan dengan menggunakan pemahaman bahwa sesungguhnya investor jauh lebih menghargai pendapatan yang diharapkan dari dividen dibandingkan dengan pendapatan yang diharapkan dari keuntungan modal karena komponen hasil dividen risikonya lebih kecil dari komponen keuntungan modal (capital gain). Para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (capital gain) yang akan dihasilkan dibandingkan dengan seandainya mereka menerima dividen, karena dividen merupakan faktor yang dapat dikendalikan oleh perusahaan sedangkan capital gain merupakan faktor yang dikendalikan oleh pasar melalui mekanisme penentuan harga saham.

c. Teori Preferensi Pajak

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:

1) 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 kenaikkan harga saham, dan
keuntungan modal yang pajaknya rendah akan menggantikan dividen
yang pajaknya tinggi.

2) Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai sahamnya terjual, sehingga ada efek nilai waktu.

3) Jika selembar 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.

2.1.3.3 Kebijakan Dividen yang Optimal

Umumnya investor mengharapkan diperolehnya hasil dari pembelian saham terhadap dua hal, yaitu :

1. Kenaikan Modal

   Para investor mengharapkan adanya kenaikan modal dalam bentuk kenaikan harga saham yang telah dibelinya.

2. Dividen

   Disamping itu tentu saja para investor, sampai pada tingkat tertentu akan mengharapkan adanya pembagian laba yang diperoleh perusahaan.

2.1.3.4 Kebijaksanaan Pembayaran Dividen

1. Stable Dividend Policy (Kebijaksanaan Pembayaran Dividen Stabil)

Pada kebijaksanaan ini besarnya dividen yang dibayarkna selalu stabil dalam jumlah yang tetap, stabil yang makin naik dan stabil yang semakin menurun, Jadi besarnya dividen yang dibayarkan dalam jumlah yang selalu stabil walaupun terjadi fluktuasi dalam *net income*.

2. Fluctuating Dividend Policy (Kebijaksanaan Pembayaran Dividen yang berfluktuasi)

Pada tingkat kebijaksanaan ini besarnya dividen yang dibayarkan berdasarkan pada tingkat keuntungan pada setiap akhir periode. Apabila tingkat keuntungan yang tinggi maka besarnya dividen yang dibayarkan relative tinggi, dan sebaliknya bila tingkat keuntungan rendah maka besarnya dividen yang dibayarkan juga rendah.

3. Kombinasi *Stable Dividend* dan Fluctuating *Dividend Policy*

Pada kebijakan ini besarnya dividen yang dibayarkan sebagian ada yang bersifat stabil atau tetap, tetapi sebagian yang lain bersifat ptoporsional dengan tingkat keuntungan yang dicapai. Apabila perusahaan tidak mendapatkan laba para pemegang saham masih mendapatkan dividen tetap dan apabila didapatkan keuntungan dari hasil operasinya didapatkan bagian dari keuntungan. Bagian dividen yang bersifat proporsional besarnya tidak sama dengan dividen yang menggunakan kebijakan fluktuatif.

2.1.3.5 Kontroversi Pembayaran Dividen

Perbedaan pendapat/kontroversi mengenai pembagian dividen dalam kaitannya nilai saham. Perbedaan pendapat ini ada tiga kelompok :

a. Dividen harus dibagikan dalam jumlah sebesar-besarnya dalam rangka menaikkan nilai saham
b. Dividen dibagi atau tidak adalah sama
c. Dividen tidak perlu dibagi

2.1.3.6 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Ada lima factor yang perlu diperhatikan seorang manajer keuangan dalam memutuskan jumlah dividen yang akan dibayarkan :

1. Kendala dalam pembayaran dividen

Besar kecilnya pembayaran dividen dalam praktiknya dibatasi oleh hal-hal berikut :(1) syarat-syarat dalam kontrak utang yang ditetapkan pihak kreditor, misalnya, dividen hanya boleh dibayarkan apabila rasio keuangan tertentu melebihi laba ditahan dalam neraca (*impairment of capital rule*); (3) tersedianya kas yang mencukupi; dan (4) peraturan perpajakan, misalnya, larangan menurunkan rasio

pembayaran dividen untuk tujuan menghindari pajak sekelompok pemegang saham.

2. Kesempatan Investasi

Perusahaan yang mempunyai banyak kesempatan investasi tentu membutuhkan dana lebih besar sehingga lebih senang memilih rasio pembayaran dividen yang rendah. Demikian juga sebaliknya. Di lain pihak, perusahaan yang berkemampuan untuk mempercepat atau menunda proyeknya (yang mempunyai fleksibilitas tinggi) akan lebih konsisten dalam menjalani kebijakan dividennya.

3. Alternatif sumber dana.

Bilamana biaya emisi saham baru relative tinggi untuk mendanai investasinya, perusahaan akan memilih sumber dana internal (laba ditahan) dari pada menerbitkan saham baru. Pilihan itu tentu saja akan diikuti oleh penurunan rasio pembayaran dividen. Lebih lanjut, jika perusahaan dapat menyesuaikan rasio utang terhadap aktivitasnya (*debt ratio*) tanpa menyebabkan kenaikan mencolok pada biaya modal, perusahaan umumnya akan memilih kebijakan dividen yang stabil meskipun terjadi fluktuasi pada laba.

4. Dilusi kepemilikan

Manajer yang lebih mementingkan pengendalian atas perusahaan, cenderung menolak menjual saham baru sehingga akan mendanai proyek investsai melalui laba ditahan serta menurunkan rasio dividennya.

5. Pengaruh kebijakan dividen terhadap risiko (k)

Dalam memutuskan kebijakan dividen, manajer keuangan perlu pula memperhatikan pengaruhnya terhadap tingkat risiko bagi investor (k), Tingginya

risiko investor memperoleh pendapatan sekarang atau menunda tahun depan, (2) penerimaan risiko atas dividen atau keuntungan modal (*capital gain*), (3) penghematan pajak dari dividen atau keuntungan modal, dan (4) kandungan informasi (*information content*) atau sinyal (*signaling*) yang dipahami investor atas suatu kebijakan dividen. Pengaruh masing-masing faktor itu berbeda-beda untuk setiap perusahaan, tergantung pada harapan investor (pemegang saham) saat ini dan yang akan datang.

2.1.3.7 *Dividend Pay Out Ratio*

Menurut Robert Ang (1997:623) *Dividend pay out ratio* merupakan perbandingan antara *dividend per share* (DPS) dengan *earning per share* (EPS). Sedangkan menurut Suad Husnan (2001:316) perusahaan hanya dapat memebagikan dividen semakin besar jika perusahaan mampu menghasilkan laba yang semakin besar, jika laba yang dihasilkan besarnya tetap, perusahaan tidak bisa membagikan dividen yang makin besar karena hal ini berarti perusahaan akan membagikan modal sendiri.

Deviden pay out ratio dapat dihitung dengan menggunakan rumus :

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

(Ang, 1997 : 623)

2.1.4 Keterkaitan Antar Variabel Penelitian

2.1.4.1 Hubungan Kebijakan Hutang dengan Kebijakan Dividen

Menurut Indriyo Gitosudarmo dan Basri (2008:232) mengemukakan bahwa semakin besar dana untuk melunasi hutang baik untuk obligasi hipotek dalam

tahun tersebut yang diambilkan dari kas maka akan berakibat menurunkan *dividend pay out ratio* dan sebaliknya. Artinya dana dalam kas yang akan dibayarkan dividen kepada para pemegang saham harus rela dipakai untuk membayar hutang dibanding membayar dividen.

2.1.4.2 Hubungan Struktur Kepemilikan Manajerial dengan Kebijakan Dividen

Menurut James C. Van Horne dan John M. Wachowicz, JR. (2005:8) menyatakan bahwa semakin sedikit persentase kepemilikan para manajer maka semakin sedikit kecenderungan mereka akan bertindak secara konsisten untuk memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham (pembagian *dividen*) dan semakin besar kebutuhan pengawasan atas aktivitas pihak manajemen bagi para pemegang saham luar, serta apabila persentase kepemilikan besar makan pembagian dividen menurun, pembagian dividen yang rendah disebabkan manajer mengharapkan investasi di masa mendatang yang dibiayai dari sumber internal. Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi maka menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen. Sebaliknya, apabila terjadi kesamaan preferensi antara pemegang saham dan manajer maka ti dak diperlukan peningkatan dividen. Pada sisi lain penambahan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawaws pasar modal. Pengawasan ini menyebabkan manajer berusaha mempertahankan kualitas kinerja dan tindakan ini menurunkan konflik keagenan.

2.1.4.3 Hubungan Kebijakan Hutang dan Struktur Kepemilikan dengan Kebijakan Dividen

Menurut Handono Mardianto (2009:285) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh faktor alternatif sumber dana (kebijakan hutang) yaitu perusahaan akan memilih sumber dana internal (laba ditahan) daripada menerbitkan saham baru, yang mana akan menurunkan rasio pembayaran dividen.

Serta pada struktur kepemilikan manajerial, manajer yang lebih mementingkan pengendalian atas perusahaan, cenderung menolak menjual saham baru sehingga akan mendanai proyek investasi melalui laba ditahan serta menurunkan rasio pembayaran dividennya, artinya manajer yang mempunyai persentase kepemilikan yang lebih besar mempunyai pengendalian penuh untuk melakukan kebijakan dividen, bila jumlah kepemilikan manajerial besar maka dividen akan turun begitupun sebaliknya.

2.1.5 Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1
Hasil Peneliti Terdahulu Terkait dengan Variabel Peneliti

No	Peneliti Terdahulu	Judul	Kesimpulan	Perbedaan	Persamaan
1	Nurfauziah, dkk (2007)	Hubungan Simultan antara Kepemilikan Manajerial, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen	adanya hubungan yang negative namun tidak signifikan antara kepemilikan manajerial dengan dividen	Pada penelitian Nurfauziah, yang diteliti adalah Kepemilikan Manajerial, Risiko, Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen.	Sama-sama meneliti tentang struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial), kebijakan hutang dan kebijakan dividen

				Sedangkan penulis hanya mengambil mengenai Kepemilikan Manajerial, kebijakan hutang dan dividen	
2	Luciana Spica Almilia, S.E., M.Si. (2006)	Analisis Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Leverage Terhadap Prediksi Kepemilikan Manajerial Dengan Tehnik Analisis Multinomial Logit	bahwa dari hasil analisis daya klasifikasi ini menunjukkan bahwa model dalam penelitian ini merupakan model prediksi yang tepat untuk perusahaan yang tidak memiliki kepemilikan manajerial dengan perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial, tetapi model dalam penelitian ini tidak dapt dipergunakan untuk memprediksi tingkat kepemilikan manajerial prosentase yang besar denga tingkat kepemilikan manajerial	Pada penelitian Luciana Spica Almilia, S.E., M.Si., Analisis Kebijakan Dividen Dan Kebijakan Leverage Terhadap Prediksi Kepemilikan Manajerial Dengan Tehnik Analisis Multinomial Logit Sedangkan penulis tidak memakai tehnik analisis multinomal logit	Sama-sama meneliti tentang struktur kepemilikan, kebijakan hutang dan kebijakan dividen

			prosebtase yang kecil.		
3	Bambang Sugeng (2009)	Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen Di Indonesia	penelitian ini membuktikan adanya pengaruh positif signifikan variabel struktur modal terhadap kebijakan inisiasi dividen	Pada penelitian Bambang Sugeng yang diteliti adalah Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal terhadap Kebijakan Inisiasi Dividen. Sedangkan penulis hanya mengambil mengenai Sruktur Kepemilikan	Sama-sama meneliti tentang struktur kepemilikan
4	Nurhayati (2008)	Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang, Risiko, Peluang Pertumbuhan dan Kemampulabaan Perusahaan Terbuka pada Industri Manufaktur di Indonesia	bahwa terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan manajerial dengan faktor kebijakan hutang	Pada penelitian Nurhayati yang diteliti adalah Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Hutang, Risiko, Peluang Pertumbuhan dan Kemampulabaan Sedangkan penulis hanya mengambil variable struktur kepemilikan	Sama-sama meneliti tentang arus struktur kepemilikan dan kebijakan hutang

				dan kebijakan hutang	
5	Yustina Ade (2007)	Hubungan Struktur Kepemilikan dan External Monitoring Terhadap Agency Cost dan Aliran Kas	menyimpulkan bahwa struktur kepemilikan menunjukan adanya hubungan inverse dengan *expense to sales ratio* yang berarti bahwa dengan semakin meningkatnya kepemilikan utama. Struktur kepemilikan secara signifikan mempunyai pengaruh positif terhadap *sales to asset ratio*	Pada penelitian Yustina Ade Variable yang digunakan adalah struktur kepemilikan dan external monitoring terhadap agency cost dan aliran kas sedangkan penulis hanya mengambil variable struktur kepemilikan	Sama-sama meneliti tentang struktur kepemilikan

2.2 Kerangka Pemikiran

Manajer keuangan memainkan peranan penting dalam perkembangan perusahaan modern, berbagai faktor eksternal memiliki dampak yang makin meningkat atas manajer keuangan. Manajemen keuangan menurut James C. Van Horne dan Jhon M. Wachowicz, JR merupakan fungsi yang berkaitan dengan perolehan, pendanaan, dan manajemen aktiva dengan beberapa tujuan umum sebagai latar belakangnya, Jadi fungsi keputusan dalam manajemen keuangan yaitu keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan.

Dalam menjalankan fungsi tersebut, manajemen keuangan dituntut untuk melakukan kebijakasanaan dalam bagian keuangan dengan tujuan maksimasi keuntungan. Kebijaksanaan tersebut adalah kebijaksanaan pembelanjaan, kebijakan investasi dan kebijakan deviden.

Indriyo (2008-11) mengemukakan bahwa dalam kebijakan pembelanjaan atau yang biasa disebut juga dengan kebijaksanaan finansial, dimana manajer keuangan dituntut untuk mempertimbangkan dan menganalisa sumber-sumber dana yang ekonomis bagi perusahaan guna membelanjai kebutuhan-kebutuhan rutin dalam kegiatan usahanya. Sumber dana tersebut berasal dari modal sendiri dan modal asing (hutang). Menurut Kieso *et al* (2006) dalam Ratih Fitria Sari Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil perusahaan untuk melakukan pembiayaan melalui hutang. Penggunaan seberapa besar perusahaan menggunakan modal melalui hutang digunakan *Debt Equity Ratio* (DER) dan Bambang Riyanto (2001:333) mengemukakan bahwa *Debt Equity Ratio* adalah persentase perbandingan total hutang dengan modal sendiri. Dalam kaitannya dengan kebijakan dividen Indriyo Gitosudarmo dan Basri (2008:232) mengemukakan bahwa semakin besar dana untuk melunasi hutang baik untuk obligasi hipotek dalam tahun tersebut yang diambilkan dari kas maka akan berakibat menurunkan *dividend pay out ratio* dan sebaliknya. Artinya dana dalam kas yang akan dibayarkan dividen kepada para pemegang saham harus rela dipakai untuk membayar hutang dibanding membayar dividen.

Dalam menjalankan suatu kebijakan di perusahaan manajer keuangan diharapkan dapat mengambil kebijakan perusahaan terutama kebijakan keungan

yang menguntungkan pemilik perusahaan dan bagi pemegang saham. Bila keputusan manajemen merugikan bagi pemilik perusahaan maka akan timbul masalah keagenan. Dari struktur kepemilikan modal dapat dibagi menjadi kepemilikan manajerial dan kepemilikan konstutional. Menurut Wahidahwati (2002) Kepemilikan Manajerial *(managerial ownership)* adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris, dan Yuli Soesetio (2007:390) mengemukakan bahwa kepemilikan manajerial yaitu perbandingan antara kepemilikan saham manajerial dengan jumlah saham yang beredar. Pemegang saham dan manajer masing-masing berkepentingan memaksimalkan tujuannya. Konflik kepentingan terjadi jika keputusan manajer hanya akan memaksimalkan kepentingannya dan tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham. Dalam hal ini kebijakan dividen menjadi salah satu cara untuk mengurangi masalah agensi, Menurut James C. Van Horne dan John M. Wachowicz, JR. (2005:8) menyatakan bahwa semakin sedikit persentase kepemilikan para manajer maka semakin sedikit kecenderungan mereka akan bertindak secara konsisten untuk memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham (pembagian *dividen*) dan semakin besar kebutuhan pengawasan atas aktivitas pihak manajemen bagi para pemegang saham luar, serta apabila persentase kepemilikan besar makan pembagian dividen menurun.

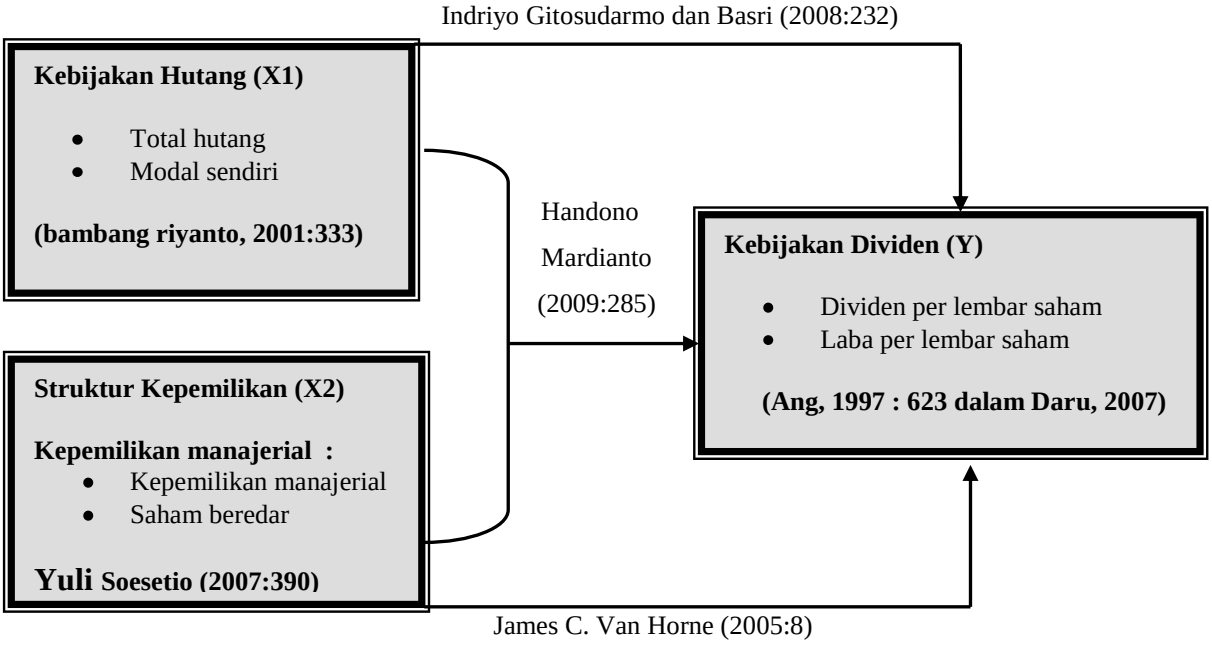
Dengan adanya kepemilikan manajerial, maka baik pemegang saham maupun para *insider* dapat saling bergantung dan memberikan yang terbaik agar dapat meningkatkan nilai perusahaan. Apabila nilai perusahaan meningkat, maka

pembayaran dividen bagi para pemegang saham dapat ikut meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham.

Menurut Mardianto (2009:277) Kebijakan dividen adalah penentuan penggunaan laba bersih, dan dikemukakan oleh Ang (1997:623) dalam Daru (2007) bahwa kebijaksanaan dividen (DPR) perbandingan antara dividen per lembar saham dan laba per lembar saham. Dalam kaitannya dengan kebijakan hutang dan struktur kepemilikan manajerial dikemukakan oleh Handono Mardianto (2009:285) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh faktor alternatif sumber dana (kebijakan hutang) yaitu perusahaan akan memilih sumber dana internal (laba ditahan) daripada menerbitkan saham baru, yang mana akan menurunkan rasio pembayaran dividen.

Serta pada struktur kepemilikan manajerial, manajer yang lebih mementingkan pengendalian atas perusahaan, cenderung menolak menjual saham baru sehingga akan mendanai proyek investasi melalui laba ditahan serta menurunkan rasio pembayaran dividennya, artinya manajer yang mempunyai persentase kepemilikan yang lebih besar mempunyai pengendalian penuh untuk melakukan kebijakan dividen, bila jumlah kepemilikan manajerial besar maka dividen akan turun begitupun sebaliknya.

Penjelasan diatas dapat digambarkan dalam skema kerangka pemikiran pada gambar 2.1 dibawah ini :



Gambar 2.1
Skema kerangka pemikiran
Pengaruh kebijakan hutang dan struktur kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen

2.3 Hipotesis

Berdasarkan uraian di atas, maka penulis membuat sebuah hipotesis awal yaitu bahwa terdapat pengaruh antara kebijakan hutang dan struktur kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen pada PT. Indosat, Tbk secara simultan dan parsial.