

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian ini bertujuan untuk menguji hubungan interdependensi kebijakan dividen dan kebijakan hutang. Beberapa penelitian terdahulu yang menjadi rujukan adalah sebagai berikut:

1. Penelitian Putu Anom Mahadwartha 2002 dengan judul “Interdependensi Kebijakan Leverage dan Kebijakan Dividen: Perspektif Teori Keagenan” meneliti mengenai interaksi antara kebijakan hutang dan kebijakan dividen dengan perspektif teori keagenan. Penelitian ini menggunakan variabel *leverage*, *dividen*, *firm size*, *growth*, *insider ownership*, *diverse*, dan *earning volatility* dengan teknik analisis *Seemingly Unrelated Regression* (SUR). Penelitian tersebut menyimpulkan bahwa teori keagenan kurang mampu menjelaskan interdependensi antar kebijakan *leverage* dengan kebijakan dividen, khususnya untuk kasus Indonesia. Variabel *managerial ownership* signifikan dalam menjelaskan *leverage*, dimana bila perusahaan mempunyai *managerial ownership program* maka *leverage* akan berkurang. Kebijakan *leverage* berhubungan positif dengan kebijakan dividen. Semakin besar *size* perusahaan maka akan semakin besar *leverage*-nya, demikian juga dengan dividen yang diberikan kepada pemegang saham. Terdapat perbedaan empiris pengaruh variabel teori keagenan dalam interdependensi hubungan kebijakan *leverage* dengan

kebijakan dividen di negara berkembang khususnya Indonesia dengan negara maju.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Putu Anom adalah menguji kebijakan dividen dan kebijakan hutang. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan Putu Anom adalah pada variabel yang digunakan dalam pengujian. Penelitian ini tidak menggunakan variabel *growth*, *insider ownership*, *diverse*, dan *earning volatility* untuk menguji hubungan kebijakan dividen dan kebijakan hutang.

2. Penelitian Maria Susilowati Budiyanti 2010 yang berjudul “Pengaruh Investasi, Kepemilikan Manajerial, dan *Leverage* Operasi terhadap Hubungan Interdependensi antara Kebijakan Dividen dan Kebijakan *Leverage* Keuangan” menguji prediksi *Pecking Order Theory* dalam hubungan interdependensi antara dividen dan *financial leverage*. Penelitian ini menggunakan variabel DPR, *leverage* keuangan, investasi, kepemilikan manajemen, *leverage* operasi, struktur aktiva, ukuran perusahaan, profitabilitas. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian Maria adalah *2 stage least square* (2SLS) yang menemukan bahwa struktur aktiva memiliki berpengaruh terhadap deviden, dan variabel ukuran perusahaan yang memiliki efek positif yang signifikan terhadap dividen dan *leverage* keuangan. Faktor fundamental perusahaan berfungsi sebagai variabel kontrol profitabilitas, struktur aktiva dan ukuran perusahaan.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Maria Susilowati adalah variabel yang digunakan untuk mengukur hubungan interdependensi yaitu

struktur aktiva dan ukuran perusahaan. Namun perbedaan penelitian ini dengan penelitian Maria adalah adanya variabel kepemilikan manajerial yang tidak dibahas.

3. Nancy Liono, Mudji Utami, dan Liliana Inggrit Wijaya 2009 dalam “Interdependensi Kebijakan Dividen, *Financial Leverage* dan Investasi: Pengujian *Pecking Order Theory*” menguji hubungan interdependensi antara kebijakan dividen, *financial leverage*, dan investasi berdasarkan pengujian *Pecking Order Theory*. Variabel yang digunakan adalah *financial leverage*, investasi, likuiditas, profitabilitas, *M/B ratio*, *size*, *growth*. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *three stage least square* (3SLS). Penelitian Nancy Liono, Mudji Utami, dan Liliana Inggrit Wijaya menemukan bahwa secara statistical ditemukan adanya interdependensi antar kebijakan dividen, *financial leverage* dan investasi, namun tidak mendukung pada *pecking order theory*. Adanya pengaruh diantara kebijakan dividen terhadap *financial leverage*, investasi terhadap kebijakan dividen, *financial leverage* terhadap kebijakan dividen, *financial leverage* terhadap investasi, investasi terhadap *financial leverage*.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan Nancy Liono dkk adalah sama-sama menguji kebijakan dividen. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Nancy, Mudji, dan Liliana adalah adanya variabel *M/B ratio* dan *growth* yang tidak dibahas.

4. Santosa Tri Prabawa 2011 dalam penelitian yang berjudul “Studi Interdependensi antara Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang dan Dividen Perusahaan dalam Pengujian Teori Keagenan” menguji hubungan interdependensi antara insider ownership, hutang, dan kebijakan dividen. Penelitian ini menggunakan variabel diversifikasi, *earning volatility*, *flotation cost*, *size*, profitabilitas, dan *growth* yang menggunakan metode *two stage least square* (2SLS). Santosa Tri Prabawa menemukan bahwa tidak terdapat interdependensi antara kepemilikan manajerial, hutang dan kebijakan dividen.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah ada beberapa variabel sama yang diukur yaitu ukuran perusahaan dan profitabilitas dalam pengujian interdependensi kebijakan dividendan hutang. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian yang sudah dilakukan oleh Santosa adalah adanya tidak adanya pengujian terhadap kepemilikan manajerial serta ada variabel yang tidak diuji seperti diversifikasi, *earning volatility*, *flotation cost*, dan *growth*.

5. Suhartono 2004 dalam penelitian yang berjudul “Pengujian Terhadap Keterkaitan antara Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang secara Simultan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta” yang menguji hubungan interdependensi antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang. Penelitian ini menggunakan variabel *net organization capital*, *earning volatility*, *growth*, *market risk/beta*, dan profitabilitas dengan menggunakan metode *two-stage least square*.

Suhartono menyimpulkan bahwa *net organization capital*, *market risk/beta* dan *growth* berhubungan negatif dengan kebijakan dividen. *Earning volatility* dan profitabilitas berhubungan negatif dengan kebijakan hutang, tetapi *net organization capital* dan *growth* tidak berhubungan signifikan dengan kebijakan hutang.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Suhartono adalah sama-sama menguji hubungan interdependensi antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan Suhartono adalah pada variabel yang diteliti, yaitu tidak adanya variabel *net organization*, *earning volatility*, *growth*, dan *market risk/beta*.

6. Wibisono Hardjopranoto 2006 dalam penelitian yang berjudul “*Interdependent Analysis of Leverage, Dividend, and Managerial Ownership*” yang menguji mekanisme interdependensi antara kebijakan hutang, dividen, dan manajerial ownership. Variabel yang digunakan dalam penelitian Wibisono Hardjopranoto adalah *current assets*, *structure assets*, *book to market*, *return on investment*, profitabilitas, dan *relative return* dengan menggunakan metode *3 stage least square*. Penelitian ini menyimpulkan bahwa terdapat hubungan negatif antara manajerial ownership dengan kebijakan hutang. Terdapat hubungan antara manajerial ownership dengan kebijakan dividen, namun hubungan antara hutang dan dividen tidak signifikan. Semua variabel eksogen signifikan terhadap variabel endogen kecuali *relative return*.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah sama-sama menguji hubungan antara kebijakan dividen dan kebijakan hutang. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah penelitian yang dilakukan Wibisono juga menguji hubungan kebijakan dividen, hutang serta kepemilikan manajerial dengan variabel yang diukur *book to market* dan *relative return*.

7. Mehdi Moradi, Mahdi Salehi & Shahnaz Honarmand 2010 dalam penelitian yang berjudul "*Factors Affecting Dividend Policy: Empirical Evidence of Iran*" menguji dividen yang berkaitan dengan profitabilitas, ukuran perusahaan, tingkat beta, *retained earning*, P/E, dan rasio utang. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah profitabilitas, ukuran perusahaan, tingkat beta, *retained earning*, P/E, dan rasio utang. Metode statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Multiple Regression*. Hasil penelitian adalah ada hubungan langsung antara dividen dan profitabilitas. Namun, hasil juga menunjukkan bahwa ada hubungan terbalik dividen dengan P / E, beta dan tingkat rasio utang. Selanjutnya, hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak ada hubungan yang bermakna antara kebijakan dividen dan ukuran perusahaan dan tingkat laba.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah sama-sama menguji mengenai kebijakan dividen yang terdaftar dalam Bursa Efek dengan menggunakan sampel random dan variabel yang digunakan juga meliputi profitabilitas, ukuran perusahaan, serta hutang. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah variabel hutang menjadi

variabel dependen pada penelitian ini sedangkan penelitian terdahulu variabel hutang menjadi variabel independen dan menambahkan variabel tingkat beta, retained earning, dan P/E.

Berdasarkan uraian dari penelitian-penelitian terdahulu, maka berikut

disajikan mapping penelitian dengan topik yang sama pada tabel 2.1

Tabel 2.1
Matriks Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Tujuan	Variabel Penelitian	Sampel Penelitian	Hasil Penelitian
1	Putu Anom Mahadwartha 2002	Penelitian ini digunakan untuk mengetahui interaksi antara kebijakan hutang dan kebijakan dividen dengan perspektif teori keagenan	Leverage, Dividen, Firm Size, Growth, Insider ownership, Diverse, Earning Volatility	136 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dari 1997-1999	<ul style="list-style-type: none"> - R₂ yang rendah menunjukkan bahwa teori keagenan kurang mampu menjelaskan interdependensi antar kebijakan <i>leverage</i> dengan kebijakan dividen. - Kebijakan <i>leverage</i> berhubungan positif dengan kebijakan dividen - Variabel kontrol, <i>size</i>, hanya signifikan pada persamaan pertama dalam menjelaskan hubungan leverage dengan dividen. - Bila perusahaan mempunyai <i>managerial ownership program</i> maka <i>leverage</i> akan berkurang.
2	Maria Susilowati Budiyanti 2010	Digunakan untuk menguji prediksi Pecking Order Theory dalam hubungan interdependensi antara dividen dan <i>financial leverage</i>	DPR, leverage keuangan, investasi, kepemilikan manajemen, leverage operasi, struktur aktiva, ukuran	Industri manufaktur yang menerbitkan laporan keuangan dari 2002-2006	<ul style="list-style-type: none"> - Faktor fundamental perusahaan berfungsi sebagai variabel kontrol profitabilitas, struktur aktiva dan ukuran perusahaan. - <i>Leverage</i> keuangan mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen, dan dividen mempunyai pengaruh positif terhadap

			perusahaan, profitabilitas		<p><i>leverage</i> keuangan investasi tidak mempengaruhi pembayaran dividen</p> <p>struktur aktiva memiliki berpengaruh terhadap dividen, dan variabel ukuran perusahaan yang memiliki efek positif yang signifikan terhadap dividen dan <i>leverage</i> keuangan.</p>
3	Nency Liono, Mudji Utami, dan Liliana Inggrit Wijaya 2009	Mengetahui hubungan interdependensi antara kebijakan dividen, <i>financial leverage</i> , dan investasi dalam pengujian <i>pecking order theory</i>	<i>Financial leverage</i> , investasi, likuiditas, profitabilitas, M/B ratio, size, growth	Industri makanan dan minuman yang listing di BEI tahun 2002-2007	<p>Secara statistical ditemukan adanya interdependensi antar kebijakan dividen, <i>financial leverage</i> dan investasi, namun tidak mendukung pada <i>pecking order theory</i>.</p> <p>Adanya pengaruh diantara kebijakan dividen terhadap <i>financial leverage</i>, investasi terhadap kebijakan dividen, <i>financial leverage</i> terhadap kebijakan dividen, <i>financial leverage</i> terhadap investasi, investasi terhadap <i>financial leverage</i>.</p>
4	Santosa Tri Prabawa 2011	Menguji interdependensi hubungan antara <i>insider ownership</i> , <i>leverage</i> , dan kebijakan dividen	Diversifikasi, <i>Earning volatility</i> , flotation cost, size, profitabilitas, dan growth	88 sampel penelitian dari perusahaan yang mempunyai data mengenai kepemilikan manajerial, dividend an hutang dari tahun 2003-2008	<p>Tidak terdapat interdependensi diantara <i>insider ownership</i>, kebijakan hutang dan dividen</p> <p>Secara umum masing-masing karakteristik perusahaan mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan (Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang dan Dividen).</p>

5	Suhartono 2004	Menguji hubungan interdependensi kebijakan dividen dan kebijakan hutang	<i>net organization capital, earning volatility, growth, market risk/beta</i> , dan profitabilitas	20 perusahaan yang diobservasi selama 1993-1996	<i>net organization capital, market risk/beta</i> dan <i>growth</i> berhubungan negatif dengan kebijakan dividen. <i>Earning volatility</i> dan profitabilitas berhubungan negatif dengan kebijakan hutang, tetapi <i>net organization capital</i> dan <i>growth</i> tidak berhubungan signifikan dengan kebijakan hutang.
6	Wibisono Hardjopranoto 2006	Menguji mekanisme interdependensi antara kebijakan hutang, dividen, dan manajerial ownership	<i>current assets, structure assets, book to market, return on investment</i> , profitabilitas, dan <i>relative return</i>	Periode sampel 1994-2004	Terdapat hubungan negatif antara manajerial ownership dengan kebijakan hutang. Terdapat hubungan antara manajerial ownership dengan kebijakan dividen, namun hubungan antara hutang dan dividen tidak signifikan. Semua variabel eksogen signifikan terhadap variabel endogen kecuali <i>relative return</i> .
7	Mehdi Moradi, Mahdi Salehi & Shahnaz Honarmand 2010	Meneliti efek dari dividen dalam kaitannya dengan profitabilitas, ukuran, tingkat beta, <i>retained earning</i> , P / E, dan rasio utang.	profitabilitas, ukuran, tingkat beta, <i>retained earning</i> , P / E, dan rasio utang	73 perusahaan yang dipilih random dari berbagai industri yang terdaftar di Bourse Efek Teheran antara tahun 2000 dan 2008.	Ada hubungan langsung antara dividen dan profitabilitas. Ada hubungan terbalik dividen dengan P / E, beta dan tingkat rasio utang. Tidak ada hubungan yang bermakna antara kebijakan dividen, ukuran perusahaan dan tingkat laba.

Kelebihan yang terdapat dalam penelitian ini dibandingkan dengan penelitian terdahulu adalah penelitian ini melakukan pengujian secara komprehensif terhadap variabel yang telah diuji sebelumnya.

2.2 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen menyangkut keputusan untuk membagikan laba sebagai dividen atau menahannya guna diinvestasikan kembali di dalam perusahaan (laba ditahan). Penetapan kebijakan dividen sangat penting karena berkaitan dengan kesejahteraan pemegang saham. Dalam menentukan kebijakan dividen tidaklah mudah karena dapat mempengaruhi kinerja perusahaan, nilai perusahaan, dan harga saham perusahaan. Harga saham akan berbanding lurus dengan dividen yang diharapkan tetapi berbanding terbalik dengan tingkat pengembalian ekuitas yang diminta. Perusahaan dengan laba yang lebih tinggi akan mampu membayar dividen yang lebih tinggi, sehingga sampai tingkat di mana utang yang lebih tinggi menaikkan EPS yang diharapkan, *leverage* akan meningkatkan harga saham. Namun, tingkat utang yang lebih tinggi juga akan meningkatkan risiko perusahaan, dan hal ini akan meningkatkan biaya ekuitas dan mengakibatkan terjadinya penurunan pada harga saham. Menurut Brigham dan Houston (2006:66) kebijakan dividen yang optimal perusahaan adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang yang memaksimalkan harga saham. Berikut merupakan teori kebijakan dividen:

1. **Dividend Irrelevance Theory.**

Penganjur utama teori ketidakrelevanan dividen adalah Merton Miller dan Franco Modigliani (MM) yang mengemukakan bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba serta risiko bisnisnya; dengan kata lain MM berpendapat bahwa nilai suatu

perusahaan tergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi diantara dividen dan laba yang ditahan (atau pertumbuhan) (Fred Weston dan Brigham 1994:198). Asumsi yang dikemukakan MM adalah:

- a. Tidak ada biaya transaksi *flotation cost* untuk penerbitan saham.
- b. Tidak ada pajak pribadi atau pajak perusahaan
- c. Pasar modal sempurna, informasi prospek perusahaan dimasa mendatang dapat diperoleh manajemen maupun investor.
- d. Financial leverage tidak mempengaruhi biaya modal
- e. Distribusi pendapatan tidak berpengaruh terhadap biaya modal sendiri (ke).
- f. Dengan demikian penurunan harga saham karena pembiayaan eksternal (*financial leverage*) sama dengan apabila perusahaan membayar dividen. Dengan demikian pemegang saham dikatakan indifferent antara dividen dan laba ditahan.

2. Bird-in-the- Hand Theory.

Salah satu asumsi dalam pendekatan Modigliani-Miller adalah bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor (ke). Sementara itu Myron Gordon dan John Lintner berpendapat bahwa investor akan meningkat sebagai akibat penurunan pembayaran dividen. Investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada menunggu capital gain (Agus Sartono:284). Dengan *dividend payout ratio* yang tinggi maka biaya

modal sendiri (ks) akan turun; karena investor kurang pasti terhadap capital gain akibat laba ditahan yang di reinvestasi dibanding penerimaan dividen, karena peningkatan harga saham akibat pertumbuhan perusahaan masih belum pasti. 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 (Agus Sartono:285).

3. Tax Preference Theory.

Teori ini mengemukakan bahwa: nilai perusahaan dapat maksimal pada tingkatan pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) yang rendah, karena investor lebih menyukai laba ditahan dibandingkan dividen karena alasan pajak. Menurut Agus Sartono (2001:67) ada tiga alasan yang berkaitan dengan pajak untuk beranggapan bahwa investor mungkin lebih menyukai pembagian dividen yang rendah daripada yang tinggi: (1) keuntungan modal dikenakan pajak dengan tarif maksimum 28% sedangkan pendapatan dividen dikenakan tarif mencapai 39,6%. Oleh karena itu investor yang kaya mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanamkan kembali laba ke dalam perusahaan. Pertumbuhan laba mungkin dianggap menghasilkan kenaikan harga saham, dan keuntungan modal yang pajaknya rendah akan

menggantikan dividen yang pajaknya lebih tinggi. (2) Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai saham terjual. Karena adanya efek nilai waktu, maka nominal yang dibayarkan di masa mendatang mempunyai biaya efektif yang dibayarkan hari ini. (3) Jika selebar saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang-ahli waris yang menerima saham dapat menggunakan nilai saham pada hari kematian sebagai dasar biaya mereka, dengan demikian mereka terhindar dari pajak keuntungan modal.

2.3 *Balancing Theory*

Esensi *balancing theory* adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Se jauh manfaat masih lebih besar, hutang akan ditambah. Tetapi apabila pengorbanan karena menggunakan hutang sudah lebih besar, maka hutang tidak boleh ditambah lagi (Suad Husnan, 2000). Teori ini pada intinya yaitu menyeimbangkan antara manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Se jauh manfaat masih besar, hutang akan ditambah. Tetapi bila pengorbanan karena menggunakan hutang sudah lebih besar maka hutang tidak lagi ditambah. Pengorbanan karena menggunakan hutang tersebut bisa dalam bentuk biaya kebangkrutan (*Bankruptcy cost*) dan biaya keagenan (*agency cost*). Biaya kebangkrutan antara lain terdiri dari *lega fee* yaitu biaya yang harus dibayar kepada ahli hukum untuk menyelesaikan klaim dan *distress price* yaitu kekayaan perusahaan yang terpaksa dijual dengan harga murah sewaktu perusahaan

dianggap bangkrut. Semakin besar kemungkinan terjadi kebangkrutan dan semakin besar biaya kebangkrutan, semakin tidak menarik menggunakan hutang. Hal ini disebabkan adanya biaya kebangkrutan, biaya modal sendiri akan naik dengan tingkat yang makin cepat. Sebagai akibatnya, meskipun memperoleh manfaat penghematan pajak dari penggunaan hutang yang besar berdampak oleh kenaikan biaya modal sendiri yang tajam, sehingga berakhir dengan menaikkan biaya perusahaan.

Abnormal returns yang positif bagi perusahaan yang meningkatkan proporsi penggunaan hutang berarti bahwa peningkatan leverage dinilai memberikan manfaat bagi pemodal dalam bentuk penghematan pajak. Disamping itu mereka juga menunjukkan bahwa nampaknya manfaat dari penghematan pajak lebih dari kerugian karena kemungkinan munculnya biaya kebangkrutan (Husnan, 2000).

Biaya lain yang timbul adalah biaya keagenan yaitu biaya yang muncul karena perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dan kreditor. Ada kemungkinan pemilik perusahaan yang menggunakan hutang melakukan tindakan yang merugikan kreditor, sebagai misal perusahaan melakukan investasi pada proyek-proyek beresiko tinggi. Biaya keagenan ini antara lain terdiri dari biaya kehilangan kebebasan karena kreditor melindungi diri dengan perjanjian-perjanjian pada saat memberikan kredit, dan biaya memonitor perusahaan untuk menjamin perusahaan menaati perjanjian yang dibebankan pada perusahaan dalam bentuk bunga hutang yang lebih tinggi (Lukas Setia Atmaja, 1994).

Penggunaan hutang yang semakin besar akan meningkatkan keuntungan dari penggunaan hutang tersebut, namun semakin besar pula biaya kebangkrutan dan biaya keagenan bahkan lebih besar. Dengan memasukkan pertimbangan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan ke dalam model MM dengan pajak, disimpulkan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tapi hanya sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan hutang tidak sebanding dengan kenaikan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan. Titik balik tersebut disebut struktur modal yang optimal (Lukas S.A, 1994).

2.4 Agency Theory

Dalam proses memaksimalkan nilai perusahaan akan muncul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham yang disebut sebagai *agency problem* yang pada akhirnya akan menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*), dimana biasanya manajer bertindak untuk kepentingan sendiri dan mengabaikan kepentingan pemegang saham. Alternatif untuk meminimalkan *agency cost* adalah dengan adanya kepemilikan saham oleh manajemen dan kepemilikan saham oleh institusional (Tendi Haruman, 2008). Dengan begitu manajer yang mempunyai saham perusahaan berarti juga menjadi pemegang saham sehingga akan memiliki tujuan yang sama dengan pemegang saham yang lain yaitu meningkatkan nilai perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan harga saham. Kepemilikan saham perusahaan oleh manajer ini disebut dengan kepemilikan manajerial.

Hubungan keagenan merupakan hubungan antara pemilik perusahaan (*principal*) dengan manajemen (*agent*) atau pihak yang profesional dalam bidangnya. Hubungan tersebut dapat menjadi masalah ketika kedua belah pihak memiliki perbedaan kepentingan dan tujuan yang berbeda. Keduanya sama-sama menginginkan kesejahteraan dan kekayaan yang bertambah sehingga menggunakan cara yang kadang merugikan salah satu pihak. Keputusan bisnis yang diambil manajer adalah keputusan untuk memaksimalkan sumber daya perusahaan. Suatu ancaman bagi pemegang saham jika manajer bertindak untuk kepentingannya sendiri, bukan untuk kepentingan pemegang saham (Yulius Jogi Christiawan dan Josua Tarigan 2007). Karena hal tersebut maka muncul konflik antara pemilik perusahaan (*principal*) dengan manajemen (*agent*) yang sering disebut dengan *agency problem*. Dalam konteks ini masing-masing pihak memiliki kepentingan sendiri-sendiri. Inilah yang menjadi masalah dasar dalam *agency theory* yaitu adanya konflik kepentingan.

2.5 Signalling Theory

Menyatakan bahwa, jika ada kenaikan dividen sering kali diikuti dengan kenaikan harga saham. Demikian pula sebaliknya, menurut Modigliani dan Miller kenaikan dividen biasanya merupakan suatu *signal* (tanda) kepada para investor, bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah normal (dari biasanya) diyakini investor sebagai pertanda bahwa perusahaan menghadapi masa sulit diwaktu mendatang.

Menurut Jogiyanto (2000: 392), informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan signal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Pada waktu informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai signal baik (*good news*) atau signal buruk (*bad news*). Jika pengumuman informasi tersebut sebagai signal baik bagi investor, maka terjadi perubahan dalam volume perdagangan saham.

Teori signaling memprediksikan semakin tinggi tingkat informasi asimetri semakin tinggi juga tingkat pembagian dividen. Pembayaran dividen merupakan sinyal bagi pemegang saham mengenai prospek perusahaan dimasa mendatang. Jika perusahaan merasa bahwa prospek di masa mendatang baik, pendapatan, aliran kas diharapkan meningkat atau diperoleh pada tingkat dimana dividen yang meningkat tersebut dapat dibayarkan, maka perusahaan akan meningkatkan dividen (Mamduh, 2004: 371). Menurut teori signaling, ada kecenderungan jika harga saham akan naik jika ada pengumuman kenaikan dividen, dan harga saham akan turun jika ada pengumuman penurunan dividen. Peningkatan dividen seringkali diikuti dengan peningkatan harga saham, sebaliknya penurunan dividen umumnya menyebabkan penurunan harga saham. Peningkatan dividen dari biasanya dapat menjadi sinyal kepada investor bahwa manajemen memperkirakan laba di masa mendatang lebih baik. Teori signaling juga memprediksi bahwa perusahaan yang paling tinggi profitabilitas dan pertumbuhannya akan

membayarkan dividen tinggi. Ketika tingkat pertumbuhannya mulai menurun dan perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi justru tidak membayarkan dividen sama sekali (Arifin 2005: 12-13).

Dividend signaling theory mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan *cash dividend* mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan munculnya reaksi harga saham. Hal ini menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa mendatang. Adanya anggapan ini disebabkan terjadinya *asymmetric information* antara manajer dan investor, sehingga para investor menggunakan kebijakan dividen sebagai sinyal tentang prospek perusahaan. Apabila terjadi peningkatan dividen akan dianggap sebagai sinyal positif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang positif. Sebaliknya, jika terjadi penurunan dividen akan dianggap sebagai sinyal negatif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang tidak begitu baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang negatif.

Menurut Ali Muhayatsyah (2013) pembayaran dividen dapat digunakan sebagai sinyal bahwa perusahaan telah menunjukkan kinerjanya dengan baik dan penurunan dividen menunjukkan kinerja perusahaan yang buruk. Perusahaan yang meningkatkan pembayaran dividen dapat dianggap sebagai perusahaan yang sudah tidak berprospek di masa mendatang, karena dividen pada dasarnya adalah sisa dana yang dibagikan. Oleh karena kebutuhan reinvestasi sudah terpenuhi, maka dividen yang tinggi dapat mengandung arti tidak adanya investasi yang prospektif di masa mendatang.

2.6 Pecking Order Theory

Perusahaan lebih mengutamakan untuk menggunakan dana internal daripada dana eksternal dalam aktivitas pendanaan. Kecukupan dana internal dapat dilihat dari besarnya laba, laba ditahan, atau arus kas. Apabila dana eksternal dibutuhkan, maka perusahaan lebih mengutamakan penggunaan utang daripada ekuitas. Dana eksternal hanya digunakan apabila dana internal tidak mencukupi kebutuhan perusahaan dan sumber dana yang lebih diutamakan adalah hutang daripada emisi saham (Maria Susilowati 2010).

Pecking order theory mengarahkan keputusan pemilihan alternatif pendanaan perusahaan sesuai dengan jenjang pendanaan, dan konsep ini juga memberi arahan guna meminimalkan kebutuhan dana yang berasal dari pendanaan eksternal. Upaya yang dilakukan untuk meminimalkan kebutuhan pendanaan eksternal dilakukan dengan cara optimalisasi profitabilitas perusahaan dengan jalan melakukan penyesuaian yang tepat antara pemanfaatan peluang investasi dengan target *dividend payout ratio* dari perusahaan.

Dalam teori struktur modal konsep *pecking order theory* yang mengarahkan pengambilan keputusan pendanaan sesuai dengan urutan atau hirarki pendanaan tersebut mungkin bertentangan dengan konsep *static tradeoff theory*. Pada konsep *static tradeoff theory*, kebijakan struktur modal mengarah pada *target debt to equity ratio*, sedangkan konsep *pecking order theory* mengarah pada pengambilan keputusan pemilihan alternatif pendanaan berdasar kebutuhan dana semata. Pendanaan yang dipenuhi oleh sumber dana internal dan bila tidak

mencukupi akan dipenuhi dengan pendanaan dari sumber dana eksternal, bukan untuk memenuhi tingkat rasio tertentu seperti pada konsep *static trade off theory*.

2.7 *Financial Distress*

Pasang surut dalam dunia bisnis tidak membuat perjalanan bisnis sebuah perusahaan selalu menunjukkan perkembangan usaha tetapi pada suatu waktu ada saatnya mengalami kesulitan keuangan yang berat (Suad Husnan 2000). Kesulitan keuangan yang dihadapi oleh perusahaan dapat bervariasi antara kesulitan likuiditas yaitu dimana perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban keuangan untuk sementara waktu, sampai dengan kesulitan solvabilitas dimana kewajiban financial perusahaan sudah melebihi kekayaannya.

Perusahaan mulai mengalami *financial distress* ketika arus kas operasi perusahaan tidak mencukupi pemenuhan kewajiban jangka pendek, seperti pembayaran bunga yang telah jatuh tempo. Menurut Brigham (2006) kondisi *financial distress* dapat terjadi bila proyeksi arus kas perusahaan menunjukkan indikasi bahwa pada suatu waktu tertentu di masa yang akan datang perusahaan tidak mempunyai kemampuan untuk memenuhi kewajibannya. Suatu bisnis perusahaan dapat dikatakan *failure* (gagal) jika tingkat pengembalian atas investasi (*return*) negatif atau rendah. Dengan kata lain apabila suatu perusahaan mengalami kerugian operasional secara terus-menerus, maka nilai pasar (*market value*) dari perusahaan tersebut akan mengalami penurunan. Sehingga apabila perusahaan tersebut tidak mampu untuk memperoleh *return* yang lebih besar dari biaya modalnya maka perusahaan tersebut dikatakan *failure* (Brigham 2006).

2.8 Kebijakan Hutang

Penentuan struktur modal akan melibatkan pertukaran antara risiko dan pengembalian. Menggunakan utang dalam jumlah yang lebih besar akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh pemegang saham. Namun, menggunakan lebih banyak utang pada umumnya akan meningkatkan perkiraan pengembalian atas ekuitas (Brigham dan Houston, 2006:155). Risiko yang makin tinggi terkait dengan utang dalam jumlah yang lebih besar cenderung akan menurunkan harga saham, tetapi perkiraan tingkat pengembalian yang lebih tinggi diakibatkan utang yang lebih besar akan menaikkan harga saham.

Pendapat Euis dan Taswan 2002, bila ada pajak penghasilan perusahaan maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (*tax deductible expense*). Jensen dalam Euis dan Taswan 2002 menyatakan bahwa dengan adanya hutang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan free cash flow secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Apabila perusahaan mengalami keterbatasan laba ditahan, perusahaan cenderung memanfaatkan hutang namun bila penggunaan hutang terlalu besar dapat berdampak pada *financial distress* dan kebangkrutan (Nuringsih 2005). Berdasarkan dampak ini apabila perusahaan ingin menghindari hutang yang tinggi, maka laba perusahaan dialokasikan ke laba ditahan yang digunakan untuk operasi perusahaan dan investasi di masa yang akan datang sehingga akan mengurangi penggunaan hutang (Sisca C. Dewi 2008).

2.9 Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya suatu perusahaan yang dapat dinyatakan dengan total aktiva atau total penjualan bersih. Semakin besar total aktiva maupun penjualan maka semakin besar pula ukuran suatu perusahaan. Semakin besar aktiva maka semakin besar modal yang ditanam, sementara semakin banyak penjualan maka semakin banyak juga perputaran uang dalam perusahaan. Dengan demikian, ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan. Ukuran perusahaan secara langsung mencerminkan tinggi rendahnya aktivitas operasi suatu perusahaan. Pada umumnya semakin besar suatu perusahaan maka akan semakin besar pula aktivitasnya. Dengan demikian, ukuran perusahaan juga dapat dikaitkan dengan besarnya kekayaan yang dimiliki oleh perusahaan (Nisa Fidyati, 2003).

Dengan tersedianya dana yang ada, maka memberi kemudahan perusahaan untuk melaksanakan peluang investasi yang ada. Perusahaan yang besar cenderung terdiversifikasi sehingga menurunkan risiko kebangkrutan. Di samping itu, perusahaan yang besar lebih mudah dalam mendapatkan pendanaan eksternal. Semakin besar ukuran perusahaan semakin mudah memperoleh dana dari luar.

Menurut Houston dan Brigham (2006) menyatakan bahwa suatu perusahaan yang besar dan mapan (stabil) akan lebih mudah untuk ke pasar modal. Kemudahan untuk ke pasar modal maka berarti fleksibilitas bagi perusahaan besar lebih tinggi serta kemampuan untuk mendapatkan dana dalam jangka pendek juga lebih besar daripada perusahaan kecil.

2.10 Likuiditas

Likuiditas secara umum dapat diartikan sebagai tingkat kemampuan suatu perusahaan untuk dapat membayar hutang-hutangnya yang telah jatuh tempo (Kasmir, 2008). Likuiditas juga diartikan sebagai kemampuan suatu perusahaan memenuhi kewajiban keuangannya dalam jangka pendek atau yang harus segera dibayar (Mamduh, 2004). Perusahaan yang memiliki kemampuan untuk membayar hutang jangka pendek disebut perusahaan yang likuid. Ukuran likuiditas perusahaan yang sering digunakan adalah *current ratio* yang merupakan perbandingan antara aktiva lancar (*current asset*) dengan hutang lancar (*current liabilities*). Aktiva lancar umumnya berupa kas, surat berharga, piutang dagang dan persediaan. Sedangkan hutang lancar pada umumnya berupa hutang dagang, pajak yang ditangguhkan, serta biaya-biaya yang ditangguhkan.

Likuiditas merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya yang harus segera dipenuhi. Posisi kas atau likuiditas merupakan pertimbangan utama dalam banyak kebijakan dividen. Karena dividen bagi perusahaan merupakan kas keluar, maka semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan secara keseluruhan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

2.11 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. *Return on Asset* adalah

kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aktiva yang dipergunakan (Agus Sartono 2001;123). *Return On Asset* diukur dari laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) terhadap total assetnya yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam penggunaan investasi yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam rangka menghasilkan probabilitas perusahaan. ROA (salah satu ukuran profitabilitas) juga merupakan ukuran efektivitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva tetap yang digunakan dalam menghasilkan keuntungandengan memanfaatkan aktiva tetap yang digunakan untuk operasi. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik karena tingkatkembali investasi (*return*) yang semakin besar.

Menurut Hanafi (2004:375) perusahaan yang mempunyai aliran kas atau profitabilitas yang baik bisa membayar deviden atau meningkatkan deviden. Hal yang sebaliknya akan terjadi jika aliran kas tidak baik. Alasan lain pembayaran deviden adalah untuk menghindari akuisisi oleh perusahaan lain. Perusahaan yang mempunyai kas yang berlebihan seringkali menjadi target dalam akuisisi. Untuk menghindari akuisisi, perusahaan tersebut bisa membayarkan deviden, dan sekaligus juga membuat senang pemegang saham. Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba pada masa mendatang dan merupakan indikator dari keberhasilan operasi perusahaan. Perusahaan yang mempunyai profitabilitas yang tinggi akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya dengan harapan akan mendapatkan keuntungan yang tinggi pula.

Oleh karena dividen diambil dari keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan, maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya dividen *payout ratio*. Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai dividen. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen (Damayanti dan Achyani, 2006).

Dividen adalah merupakan sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karenanya dividen akan dibagikan jika perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada para pemegang saham adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi seluruh kewajiban tetapnya yaitu beban bunga dan pajak. Karena dividen diambil dari keuntungan bersih perusahaan maka keuntungan tersebut akan mempengaruhi besarnya dividen *payout ratio*. Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungan yang lebih besar sebagai dividen. Semakin besar keuntungan yang diperoleh, maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen .

Faktor profitabilitas juga berpengaruh terhadap kebijakan deviden karena deviden adalah sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karena itu deviden akan dibagikan apabila perusahaan memperoleh keuntungan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi kewajiban-kewajiban tetapnya yaitu bunga dan pajak. Oleh karena itu deviden yang diambilkan dari keuntungan bersih akan mempengaruhi *dividend payout ratio*. Perusahaan yang semakin besar

keuntungannya akan membayar porsi pendapatan yang semakin besar sebagai deviden (Sudarsi 2002:79).

2.12 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.

Struktur aktiva adalah penentuan berapa besar alokasi untuk masing-masing komponen aktiva, baik dalam aktiva lancar maupun aktiva tetap (Syamsudin, 2001:9), sedangkan menurut Riyanto (2001), struktur aktiva adalah perimbangan atau perbandingan antara aktiva lancar dengan aktiva tetap. Jadi, struktur aktiva merupakan susunan dari penyajian aktiva dalam rasio tertentu dari laporan keuangan, yaitu perbandingan antara aktiva lancar dengan aktiva tetap.

Darmawan (2003:17) menyatakan bahwa komposisi aktiva yang dapat dijadikan jaminan perusahaan, mempengaruhi pembiayaannya dan seorang investor akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai jaminan yang ada.

Brigham dan Houston (2006) menyatakan bahwa perusahaan yang aktivasnya cocok sebagai jaminan atas pinjaman cenderung lebih banyak menggunakan hutang. Perusahaan yang mempunyai aktiva tetap jangka panjang lebih besar, maka perusahaan tersebut akan banyak menggunakan hutang jangka panjang, dengan harapan aktiva tersebut dapat digunakan untuk menutup tagihannya. Sebaliknya, perusahaan yang sebagian besar aktiva yang dimilikinya

berupa piutang dan persediaan barang yang nilainya sangat tergantung pada kelanggengan tingkat profitabilitas masing-masing perusahaan, tidak begitu tergantung pada pembiayaan hutang jangka panjang dan lebih tergantung pada pembiayaan jangka pendek.

Berdasarkan uraian di atas, dapat disimpulkan perusahaan yang memiliki aktiva tetap yang tinggi atas total aktiva cenderung menggunakan *leverage* yang lebih besar dalam memenuhi kebutuhan dananya. Jadi struktur aktiva berkorelasi positif dengan struktur modal perusahaan.

2.13 Investasi

Tujuan dari prinsip-prinsip pengelolaan keuangan adalah menyediakan pemahaman tentang cara perusahaan/lembaga bisnis memperoleh dan mengalokasikan dana yang dimilikinya dikenal dengan keputusan pembelanjaan, menyediakan pemahaman tentang menguji kelayakan suatu investasi yang disebut dengan keputusan investasi dan kebijakantentang pemberian deviden kepada pemegang saham atau yang disebut dengan keputusan deviden. Dari ketiga keputusan tersebut merupakan hal yang harus diputuskan oleh pengelolakeuangan di dalam menjalankan bisnisnya. Kombisasi dari ketiga keputusan tersebut, keputusan investasi sebagai keputusan yang paling penting bagi pengelolaan keuangan. Investasi adalah aktifitas penempatan modal ke dalam sebuah usaha tertentu yang memiliki tujuan untuk memperoleh tambahan penghasilan atau keuntungan. Suatu investasi menguntungkan (*profitable*) kalau investasi tersebut bisa membuat pemodal menjadi lebih kaya. Dengan kata lain, kemakmuran

pemodal menjadi lebih besar setelah melakukan investasi. Pengertian ini konsisten dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan.

Investasi merupakan pertumbuhan total aset perusahaan dari tahun ke tahun yang menunjukkan perkembangan investasi perusahaan. Investasi dapat meningkatkan nilai badan usaha, oleh karena itu perusahaan harus melakukan keputusan investasi dengan baik. Pembayaran dividen yang besar mengakibatkan investasi menjadi rendah, karena laba yang ada banyak dialokasikan pada pembayaran dividen.

Pada prinsipnya semua keputusan yang diambil oleh manajer keuangan baik yang menyangkut keputusan investasi, keputusan pembelanjaan dan kebijakan dividen memiliki tujuan yang sama. Semua itu mensyaratkan suatu estimasi hasil yang diharapkan dan risiko atau kemungkinan tidak diperolehnya hasil seperti yang diharapkan.

Keputusan investasi mempunyai dimensi waktu jangka panjang, sehingga keputusan yang diambil harus dipertimbangkan dengan baik, karena mempunyai konsekuensi berjangka panjang pula. Perencanaan terhadap keputusan investasi sangat penting karenadana yang dikeluarkan untuk investasi jumlahnya besar, dan dana tersebut tidak bisa diperoleh kembali dalam jangka pendek atau diperoleh sekaligus, sehingga perusahaan harus menunggu untuk memperoleh kembalinya dana yang sudah diinvestasikan. Dengan demikian akan mempengaruhi penyediaan dana untuk keperluan lain. Keputusan investasi menyangkut harapan terhadap hasil keuntungan di masa yang akan datang. Kesalahan dalam mengadakan peramalan akan dapat mengakibatkan kerugian bagi perusahaan.

Serta kesalahan dalam keputusan ini tidak dapat diperbaiki tanpa adanya kerugian yang besar.

2.14 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Berdasarkan kajian teori yang dilakukan, berikut adalah merupakan faktor yang dapat dijelaskan:

1. Hutang. Menggunakan hutang dalam jumlah besar akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh pemegang saham karena jika laba yang ditahan oleh perusahaan besar guna investasi dimasa mendatang itu berarti jumlah dividen yang dibagikan kepada pemegang saham menjadi berkurang. Penelitian Maria 2002 menunjukkan bahwa hutang mempunyai pengaruh terhadap dividen.
2. Profitabilitas. Besar kecilnya laba yang diperoleh perusahaan akan mempengaruhi besar kecilnya dividen yang dibagikan kepada pemegang saham (Nency Liono 2009).
3. Likuiditas. Perusahaan untuk membayar dividen memerlukan aliran kas keluar sehingga harus tersedia likuiditas yang cukup. Semakin tinggi likuiditas yang dimiliki perusahaan, semakin mampu perusahaan tersebut membayar dividen.
4. Investasi. Pembayaran dividen yang besar membuat laba ditahan perusahaan untuk melakukan investasi di masa mendatang semakin kecil dan akan menghambat pertumbuhan perusahaan. Nency Liono 2009

menemukan adanya pengaruh diantara kebijakan dividen terhadap *financial leverage*, investasi terhadap kebijakan dividen

2.15 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Hutang

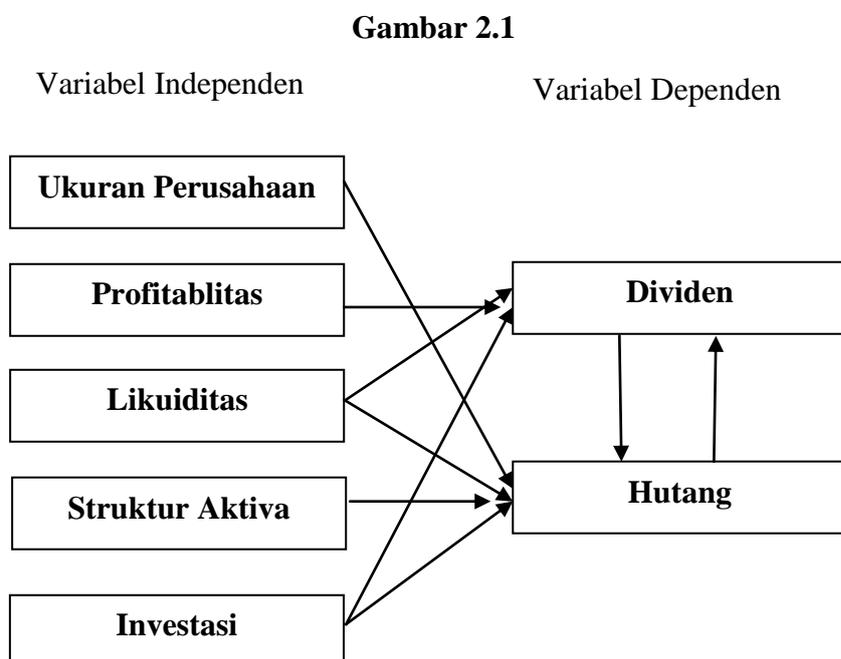
Berdasarkan kajian teori yang dilakukan, berikut adalah merupakan faktor yang dapat dijelaskan:

1. Dividen. *“a company delivering dividends in big amount will need additional funds through leverage to finance its investments such that the dividend policy influences the leverage policy in one direction”* (Emery and Finerty 1997:568 dalam Wibisono Hardjopranoto).
2. Ukuran perusahaan. Perusahaan besar dapat dengan mudah untuk mengakses pasar modal dibandingkan dengan perusahaan kecil. Semakin besar ukuran perusahaan, semakin mudah pula untuk mendapatkan modal eksternal dalam jumlah yang lebih besar terutama dari hutang (Nency Liono 2009).
3. Likuiditas. Ketika suatu perusahaan akan mencari modal eksternal atau hutang, maka kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya harus dilihat terlebih dahulu sehingga di masa mendatang perusahaan tidak sampai bangkrut karena tidak dapat membayar hutang. Likuiditas merupakan kemampuan suatu perusahaan memenuhi kewajiban keuangannya dalam jangka pendek atau yang harus segera dibayar (Mamduh, 2004).

4. **Struktur Aktiva.** Perusahaan yang memiliki aktiva tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan hutang dalam jumlah besar juga karena aktiva tersebut dapat digunakan sebagai jaminan pinjaman. Myers dan Majluf 1984 dalam Darmawan (2003:17) menyatakan bahwa komposisi aktiva yang dapat dijadikan jaminan perusahaan, mempengaruhi pembiayaannya dan seorang investor akan lebih mudah memberikan pinjaman bila disertai jaminan yang ada.
5. **Investasi.** Perusahaan akan lebih menyukai menggunakan sumber dana internal yang diperoleh dari laba ditahan daripada menggunakan dana eksternal (Nency Liono 2009). Jika dana internal masih belum mencukupi kebutuhan, maka perusahaan akan menggunakan hutang sebagai dana tambahan.

2.16 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan kajian teori dan empiris yang telah dijelaskan sebelumnya, maka kerangka pemikiran dapat digambarkan sebagai berikut:



2.17 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang dikemukakan pada penelitian ini maka terdapat hipotesis:

1. Terdapat hubungan interdependensi antara kebijakan dividen dengan kebijakan hutang.
2. Terdapat pengaruh hutang, profitabilitas, likuiditas, dan investasi terhadap kebijakan dividen.
3. Terdapat pengaruh dividen, ukuran perusahaan, likuiditas, investasi, dan struktur aktiva terhadap kebijakan hutang.