

BAB II

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

A. Landasan Teori

1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan mengasumsikan bahwa semua individu bertindak untuk kepentingan mereka sendiri. Teori agensi menyebut agen sebagai manajemen yang mengelola perusahaan sedangkan prinsipal adalah pemegang saham. Agen diasumsikan tidak hanya tertarik dengan kompensasi keuangan namun juga segala sesuatu yang terlibat dalam hubungan suatu agensi, seperti waktu luang yang banyak, kondisi kerja yang menarik, maupun jam kerja yang fleksibel. Prinsipal diasumsikan hanya tertarik pada pengembalian keuangan yang diperoleh dari apa yang mereka investasikan di perusahaan (Anthony dan Govindarajan, 2005: 269-270). Adanya kepentingan pribadi agen membuat prinsipal tidak menyukainya dikarenakan pengeluaran tersebut akan mengurangi kos perusahaan yang menyebabkan penurunan keuntungan perusahaan dan penurunan dividen yang akan diterima.

Hubungan keagenan merupakan sebuah kontrak dimana satu orang atau lebih (prinsipal) yang melibatkan orang lain (agen) untuk melakukan beberapa pekerjaan atas nama mereka. Prinsipal akan

mendelegasikan beberapa wewenang pengambilan keputusan kepada agen (Jensen, M.C. dan Meckling, W.H., 1976: 309). Secara umum, pemilik perusahaan ingin memaksimalkan nilai saham. Akan tetapi ketika manajemen memiliki sebagian besar saham perusahaan yang dikelola tersebut, manajemen pasti akan memilih strategi yang menghasilkan apresiasi saham. Ketika manajer tidak sebagai rekan ataupun pemilik, manajer akan lebih memilih strategi yang meningkatkan kompensasi pribadi mereka sendiri sedangkan kepentingan pemilik akan diabaikan.

Biaya masalah keagenan dan biaya dari tindakan yang dilakukan untuk meminimalkan masalah keagenan disebut sebagai biaya keagenan (*agency cost*). Biaya keagenan ditemukan ketika terdapat perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer, atasan dengan bawahan, bahkan antar manajer (Pearce II, J.A. dan Robinson, Jr., R.B., 2008: 47). Masalah keagenan dapat terjadi karena akibat dari adanya masalah bahaya moral dan seleksi yang salah. Masalah bahaya moral dapat terjadi karena prinsipal yang hanya memiliki akses yang kecil untuk memperoleh informasi kinerja perusahaan dan tidak dapat mengawasi seluruh keputusan dan tindakan yang diambil agen maka seringkali agen bebas mengejar kepentingannya sendiri. Akibatnya, agen merancang strategi yang memberikan manfaat terbesar baginya dengan cara menempatkan kesejahteraan

organisasi sebagai prioritas sekunder (Pearce II, J.A. dan Robinson, Jr., R.B, 2008: 48).

Problem keagenan terjadi bila manajemen tidak memiliki saham mayoritas perusahaan. Pemegang saham ingin manajer bekerja dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Agen dapat bertindak tidak memaksimalkan kemakmuran pemegang saham namun untuk kemakmurannya sendiri. Jika kondisi tersebut terjadi maka muncullah *agency conflict*. Untuk meyakinkan agar manajer bekerja dengan tujuan kemakmuran pemegang saham maka pemegang saham harus mengeluarkan biaya yang disebut *agency cost*. *Agency cost* tersebut meliputi pengeluaran untuk mengawasi kegiatan-kegiatan manajer, pengeluaran untuk membuat suatu struktur organisasi yang meminimalkan tindakan-tindakan manajer yang tidak diinginkan, dan *opportunity cost* yang timbul akibat adanya kondisi di mana manajer tidak dapat segera mengambil keputusan tanpa persetujuan pemegang saham (Anthony dan Govindarajan, 2005: 269).

Jensen dan Meckling (1976: 310-311) menyatakan bahwa terdapat tiga kategori *agency cost*, yaitu:

1) Biaya pemantauan (*monitoring cost*)

Biaya yang dikeluarkan dengan tujuan untuk mengawasi aktivitas yang dilakukan oleh manajer sehingga

dapat membatasi penyimpangan yang akan dilakukan oleh pihak manajemen.

2) Biaya kompensasi insentif (*bonding cost*)

Pengeluaran-pengeluaran untuk pengendalian prinsipal terhadap agen biaya agar kesempatan yang diberikan kepada manajemen untuk membelanjakan sumber daya tidak akan merugikan pemilik.

3) Biaya kerugian residual (*residual cost*)

Biaya yang timbul akibat kondisi di mana manajer tidak dapat segera mengambil keputusan tanpa persetujuan pemegang saham. Pengorbanan karena hilangnya/berkurangnya kesempatan untuk memperoleh laba karena dibatasinya kewenangan atau adanya perbedaan keputusan antara prinsipal dan agen.

2. Dividen

a. Pengertian Dividen

PSAK (2009: 23.3) mendefinisikan dividen sebagai berikut: “Dividen merupakan distribusi laba kepada pemegang investasi ekuitas sesuai dengan proporsi kepemilikan mereka atas kelompok modal tertentu”. Dividen merupakan distribusi oleh perusahaan kepada pemegang sahamnya yang didasarkan pada laba perusahaan. Pemegang saham memiliki hak untuk bagian yang proporsional dari setiap dividen di mana saham dalam suatu kelas tertentu akan

menerima dividen yang sama (Harrison Jr. W.T. et al, 2011: 23). Dividen akan dibagikan dalam jumlah yang sama untuk setiap lembar sahamnya dan besarnya tergantung pada sisa keuntungan setelah dikurangi dengan potongan-potongan yang telah ditentukan dalam akta pendirian dan juga tergantung dari keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) (Soemarso S.R, 2005: 182).

Manajemen memiliki dua alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih setelah pajak perusahaan. Dua alternatif tersebut adalah dibagi kepada para pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen dan diinvestasikan kembali ke dalam perusahaan sebagai laba ditahan (Lukas Setia Atmaja, 2008: 285). Dividen merupakan bentuk distribusi laba yang dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham sesuai dengan proporsi lembar saham yang dimilikinya (Tjandra, 2005). Bagi seorang investor, dividen merupakan komponen *return* di samping *capital gain*. Besar kecilnya dividen akan sangat bergantung pada besar kecilnya laba yang diperoleh serta proporsi laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham.

b. Macam-macam Dividen

Kebijakan dividen juga mengatur mengenai jenis dividen apa yang akan dibagikan. Menurut Stice, E.K., Stice, J.D. dan Skousen, K.F. (2009: 142-148), berikut adalah jenis dividen yang dapat dibagikan kepada pemilik saham:

1) Dividen Tunai

Dividen jenis ini adalah dividen yang paling sering dipilih oleh manajemen perusahaan. Bagi perusahaan, dividen jenis tunai ini akan mengurangi saldo akun laba ditahan sedangkan bagi investor, dividen tunai tersebut akan menghasilkan kas dan dicatat sebagai penghasilan dividen.

2) Dividen Properti

Dividen jenis ini merupakan distribusi kepada pemegang saham yang terutang dalam bentuk aset selain kas. Yang biasanya dibagikan adalah aset dalam bentuk efek dari perusahaan lain yang dimiliki oleh perusahaan. Dividen jenis ini dilakukan dalam perusahaan tertutup.

3) Dividen Saham

Perusahaan dapat membagikan tambahan saham dari perusahaan itu sendiri kepada pemegang saham sebagai dividen saham. Dividen tidak berarti sama dengan mentransfer kas ataupun aset lain kepada para pemegang saham.

4) Dividen Likuidasi

Dividen jenis ini merupakan suatu pembagian yang mencerminkan suatu pengembalian kepada para pemegang saham atas sebagian dari modal yang telah disetor. Dividen ini merupakan pengembalian atas investasi yang dicatat dengan cara mengurangi agio saham.

3. Kebijakan Dividen

a. Pengertian Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan tentang seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen daripada laba yang akan ditahan untuk kemudian diinvestasikan kembali dalam perusahaan (Brigham, E.F. dan Houston, J.F, 2011: 27). Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak terpisahkan dalam keputusan pendanaan perusahaan. Aspek utama dari kebijakan dividen adalah menentukan alokasi laba yang tepat antara pembayaran dividen dengan penambahan laba untuk ditahan perusahaan (Van Horne, James C dan Wachowicz, John M., 2007: 270).

Setiap keputusan dalam menentukan kebijakan dividen akan berdampak pada tingkat, penetapan waktu, serta arus kas perusahaan dan akhirnya akan berpengaruh pada harga saham perusahaan. Hal tersebut mendorong manajemen untuk membuat suatu keputusan yang dapat memaksimalkan harga saham. Kebijakan tersebut sangat penting bagi perusahaan karena pembayaran dividen dimungkinkan akan berpengaruh pada nilai perusahaan dan laba ditahan yang biasanya merupakan sumber dana internal yang terbesar dan terpenting bagi pertumbuhan perusahaan.

Dalam kebijakan dividen terdapat *trade off* dan pilihan yang tidak mudah antara membagikan laba sebagai dividen dan diinvestasikan kembali sebagai laba ditahan. Apabila perusahaan

memilih membagikan laba sebagai dividen maka tingkat pertumbuhan akan berkurang sehingga berdampak negatif terhadap saham perusahaan. Di sisi lain, apabila perusahaan tidak membagikan dividen maka pasar akan memberikan sinyal negatif terhadap prospek perusahaan sehingga peningkatan dividen memberikan sinyal perubahan yang menguntungkan pada harapan manajer dan penurunan dividen menunjukkan pandangan pesimis prospek perusahaan dimasa yang akan datang (Aharony dan Swary dalam Gany Ibrahim Fenandar, 2012: 19).

b. Teori Kebijakan Dividen

Lukas Setia Atmaja (2008: 285-288) menyebutkan beberapa teori kebijakan dividen sebagai berikut:

1) Dividen tidak Relevan dari Modigliani dan Miller (MM)

Menurut Modigliani dan Miller (MM), nilai perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *Dividen Payout Ratio/ DPR* (sebagai proksi dari kebijakan dividen) namun ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak dan kelas risiko perusahaan. Pernyataan MM tersebut didasarkan pada asumsi penting yang lemah seperti pasar modal sempurna di mana semua investor adalah rasional, jika perusahaan menerbitkan saham baru maka tidak ada biaya emisi saham baru, tidak ada pajak, dan kebijakan investasi perusahaan tidak berubah.

2) Teori *Bird In The Hand*

Menurut Gordon dan Lintner, biaya modal sendiri akan naik jika *Dividend Payout Ratio* (DPR) rendah. Investor lebih menyukai untuk menerima dividen dibanding *capital gains*. Hal tersebut dikarenakan dividen merupakan faktor yang dapat dikendalikan oleh perusahaan sedangkan *capital gains* merupakan faktor yang dikendalikan oleh pasar melalui mekanisme penentuan harga saham (Ratih Fitria Sari, 2010: 35). MM menganggap bahwa argumen yang dikemukakan Gordon dan Lintner adalah suatu kesalahan. MM berpendapat bahwa pada akhirnya investor akan memilih untuk kembali menginvestasikan dividen yang mereka dapat pada perusahaan yang sama atau pada perusahaan yang memiliki risiko yang hampir sama.

3) Teori Perbedaan Pajak

Menurut Litzenberger dan Ramaswamy, adanya pajak yang dikenakan pada dividen dan *capital gains* membuat investor lebih menyukai *capital gains* daripada dividen agar mereka dapat menunda pembayaran pajak. Oleh sebab itu, investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan *dividend yield* yang tinggi dengan *capital gains* yang rendah.

4) Teori *Signaling Hypothesis*

Investor lebih menyukai dividen daripada *capital gains* dapat dibuktikan dengan adanya fakta empiris bahwa jika ada kenaikan dividen maka akan diikuti dengan kenaikan harga saham dan begitupula sebaliknya. Akan tetapi, di sisi lain MM berpendapat bahwa adanya kenaikan dividen yang lebih dari biasanya adalah suatu “sinyal” untuk para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu peningkatan penghasilan di masa mendatang dan begitu pula sebaliknya.

5) Teori “*Clientele Effect*”

Teori ini menyatakan bahwa *clientele* (kelompok) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda pula terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada waktu dekat akan lebih menyukai tingkat DPR yang tinggi begitu pula sebaliknya.

Selain teori-teori diatas, terdapat beberapa teori lain mengenai kebijakan dividen yaitu:

1) *Residual Dividend Policy*

Kebijakan ini menyatakan bahwa perusahaan membayarkan dividen hanya jika terdapat kelebihan dana atas laba perusahaan yang digunakan untuk membiayai proyek yang

telah direncanakan. Dasar dari kebijakan ini adalah bahwa investor lebih menyukai perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali laba daripada membagikannya dalam bentuk dividen apabila laba yang diinvestasikan kembali tersebut dapat menghasilkan *return* yang lebih tinggi daripada *return* rata-rata yang dapat dihasilkan investor dari investasi lain dengan risiko yang sebanding (Dini Rosdini, 2009: 4).

2) Teori *Pecking Order*

Teori *pecking order* adalah kondisi dimana perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan untuk membayar dividen relatif rendah dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek investasinya (Desy Natalia, 2008: 16).

c. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Berikut adalah beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen (Brigham, E.F. dan Houston, J.F., 2011: 231-233):

1) Peluang Investasi

- a) Jumlah peluang investasi yang menguntungkan yang akan menghasilkan sasaran rasio pembayaran dividen yang rendah.
- b) Kemungkinan mempercepat atau menunda proyek. Kemampuan untuk mempercepat atau menunda proyek akan

memungkinkan perusahaan lebih patuh pada kebijakan dividen yang stabil.

2) Sumber-Sumber Modal Alternatif

Sumber modal alternatif terdiri dari biaya penjualan saham baru, kemampuan untuk mensubstitusi utang dengan ekuitas, dan pengendalian. Sumber-sumber modal alternatif akan memungkinkan perusahaan lebih patuh pada kebijakan dividen yang stabil.

Faktor lain yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah sebagai berikut:

1) Kepemilikan Manajerial

Manajer mendapat kesempatan untuk terlibat pada kepemilikan saham dengan tujuan untuk menyetarakan kepentingannya dengan pemegang saham. Keterlibatannya dalam kepemilikan manajerial akan membuat aset yang dimilikinya tidak dapat terdiversifikasi secara optimal sehingga preferensi manajer berubah dari *tax preference theory* menjadi *bird in the hand theory* (Schooley dan Berney dalam Kartika Nuringsih, 2005: 108).

2) Kepemilikan Institusional

Pengawasan yang efektif yang dilakukan investor institusional terhadap manajemen perusahaan akan memaksa manajer mendistribusikan arus kas sebagai dividen. Selain itu, dividen sering

kali dijadikan insentif atas tindakan pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan saham oleh institusional akan mendorong perusahaan membayarkan dividen yang lebih tinggi (Shleifer, Andrei dan Vishny Robert W, 1986: 478).

3) Likuiditas

Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama manajer dalam menentukan besaran kebijakan dividen. Bagi perusahaan, dividen merupakan kas keluar sehingga semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan secara keseluruhan akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen (Van Horne, James C dan Wachowicz, John M., 2007: 282).

4) Kebutuhan Pendanaan Perusahaan

Perusahaan terlebih dahulu akan menentukan kebutuhan pendanaan termasuk untuk membiayai kesempatan investasi yang layak diterima sebelum menentukan besarnya dividen yang akan dibagi. Jika laba perusahaan masih tersisa setelah pemenuhan kebutuhan pendanaan tersebut selanjutnya akan dibagikan dalam bentuk dividen. Dengan demikian, semakin besar kebutuhan pendanaan perusahaan akan berdampak pada semakin rendahnya dividen yang akan dibagi (Van Horne, James C dan Wachowicz, John M., 2007: 282).

d. Pengukuran Kebijakan Dividen

Van Horne, James C dan Wachowicz, John M. (2007: 270) menyatakan bahwa kebijakan dividen dapat diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR). DPR merupakan perbandingan antara dividentunai tahunan yang dibagi dengan laba tahunan atau dividen per lembar saham dibagi dengan laba per lembar saham. Rasio tersebut menunjukkan persentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada para pemegang sahamnya. Semakin tinggi DPR akan menguntungkan pemegang saham tetapi akan memperlemah *internal financial* perusahaan karena memperkecil laba ditahan. Rasio pembayaran dividen adalah sebagai berikut (Van Horne, James C dan Wachowicz, John M., 2007: 270) :

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}}$$

4. Struktur Kepemilikan

a. Pengertian Struktur Kepemilikan

Istilah struktur kepemilikan menunjukkan fakta bahwa variabel-variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah relatif utang dan ekuitas tetapi juga persentase ekuitas yang dipegang oleh manajer (Jensen, M.C. dan Meckling, W.H., 1976: 358). Struktur kepemilikan terdiri dari

kepemilikan saham oleh manajer dan direksi, kepemilikan saham oleh pihak institusi dan kepemilikan saham oleh pihak investor individual (Made Pratiwi Sisca, 2011: 41). Struktur kepemilikan dipercaya memiliki kemampuan untuk mempengaruhi jalannya perusahaan yang nantinya dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham. Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional adalah bagian dari struktur kepemilikan yang termasuk dalam mekanisme *corporate governance* yang dapat mengurangi masalah keagenan (Sisca Christianty Dewi, 2008: 48).

b. Macam-macam Struktur Kepemilikan

1) Kepemilikan Manajerial

a) Pengertian Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan kondisi di mana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan (Tarigan, Josua dan Yulius Yogi Christiawan, 2007: 2). Wahidahwati (2002: 607) mendefinisikan kepemilikan manajerial sebagai tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur, manajemen, dan komisaris. Konflik yang disebabkan oleh pemisahan antara kepemilikan dan

fungsi pengelolaan dalam teori keuangan disebut konflik keagenan atau *agency conflict* (Luciana Spica Almilia dan Meliza Silvy dan Meliza, 2006 : 2).

Situasi tersebut di atas tentunya akan berbeda jika kondisi manajer juga sekaligus sebagai pemegang saham. Secara teoritis ketika kepemilikan manajerial rendah maka insentif terhadap kemungkinan terjadinya perilaku oportunistik manajer akan meningkat. Adanya kepemilikan manajerial dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara pemegang saham luar dengan manajemen (Jensen dan Meckling, 1976: 339).

Selaras dengan Tarigan, Josua dan Yulius Yogi Christiawan (2007: 2) yang menyatakan bahwa dalam perusahaan dengan kepemilikan manajerial, manajer yang sekaligus pemegang saham tentunya akan menyelaraskan kepentingannya sebagai manajer dengan kepentingannya sebagai pemegang saham. Dengan demikian, manajer akan bertindak secara hati-hati dalam mengambil keputusan karena mereka akan turut menanggung hasil keputusan yang diambil. Pada kepemilikan yang menyebar, masalah keagenan terjadi antara pihak manajemen dengan pemegang saham. Hal ini menyebabkan pemegang saham memiliki kekuasaan dan menyerahkannya kepada manajer. Sebagai konsekuensinya,

manajer menuntut kompensasi yang tinggi sehingga berdampak pada meningkatnya biaya keagenan. Pada kondisi ini, konflik keagenan diatasi dengan meningkatkan kepemilikan manajerial (Luciana Spica Almiliadan Meliza Silvy dan Meliza, 2006: 2).

Manajer mendapat kesempatan untuk terlibat pada kepemilikan saham dengan tujuan untuk menyetarakan dengan pemegang saham. Oleh karena pendanaan dengan sumber dana internal lebih efisien dibanding pembiayaan dengan sumber daya eksternal maka melalui kebijakan tersebut manajer diharapkan menghasilkan kinerja yang baik serta mengarahkan dividen pada tingkatan yang rendah. Penetapan dividen yang rendah akan membuat perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga memiliki sumber dana internal relatif tinggi (Chen dan Steiner melalui Kartika Nuringsih, 2005: 108).

b) Pengukuran Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial diukur dengan proporsi saham yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun dan dinyatakan dalam persentase. Semakin besar proporsi kepemilikan manajerial dalam perusahaan maka manajemen akan berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah mereka sendiri (Putu Anom Mahadwartha, 2003: 3). Proksi kepemilikan manajerial adalah dengan menggunakan persentase kepemilikan manajer,

komisaris, dan direktur terhadap total saham yang beredar (Chen dan Steiner melalui Kartika Nuringsih, 2005: 108). Kepemilikan manajerial dihitung dengan rumus sebagai berikut (Kartika Nuringsih, 2005: 113):

$$MNJR = \frac{\text{Jumlah saham direksi, komisaris dan manajer}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

2) Kepemilikan Institusional

a) Pengertian Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan kondisi dimana institusi memiliki saham dalam suatu perusahaan. Institusi tersebut dapat berupa institusi pemerintah, institusi swasta, domestik maupun asing (Wahyu Widarjo, 2010: 25). Menurut Marselina Widiastuti, Pranata P. Midiastuty, dan Eddy Suranta, (2013: 3407), kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh lembaga dari eksternal. Investor institusional tidak jarang menjadi mayoritas dalam kepemilikan saham. Hal tersebut dikarenakan para investor institusional memiliki sumber daya yang lebih besar daripada pemegang saham lainnya sehingga dianggap mampu melaksanakan mekanisme pengawasan yang baik.

Kepemilikan institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Keberadaan

investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme monitoring yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer. Hal ini disebabkan investor institusional terlibat dalam pengambilan yang strategis perusahaan (Jensen, M.C. dan Meckling, W.H., 1976: 372-373).

Semakin besar kepemilikan institusi maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan dari institusi tersebut untuk mengawasi manajemen. Akibatnya, akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan nilai perusahaan sehingga kinerja perusahaan akan meningkat. Kinerja yang meningkat tersebut akan menguntungkan bagi pemegang saham karena dengan kata lain pemegang saham akan mendapatkan banyak keuntungan berupa dividen (Mayang Patricia, 2014: 16).

Pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional akan menjamin kemakmuran pemegang saham. Pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer (Vera Kusumawati, 2011: 38-39).

Kepemilikan institusional dapat mengurangi *agency cost* dengan cara mengaktifkan pengawasan melalui investor-investor institusional. Hal tersebut dapat terjadi dikarenakan dengan keterlibatan institusional dalam kepemilikan saham, manajemen perusahaan akan diawasi oleh investor-investor institusional sehingga kinerja manajemen juga akan meningkat (Sisca Christianty Dewi, 2008: 48). Kepemilikan institusional dianggap sebagai efek substitusi dari upaya untuk meminimalkan biaya keagenan melalui kebijakan dividen dan utang. Oleh karena itu, untuk menghindari inefisiensi penggunaan sumber daya, diterapkan kebijakan dividen yang lebih rendah (Marselina Widiastuti, Pranata P. Midiastuty, dan Eddy Suranta, 2013: 321).

b) Pengukuran Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham yang diukur dalam persentase saham yang dimiliki oleh investor institusi dalam suatu perusahaan (Mardupi melalui Rizka P. Indahningrum dan Ratih Handayani, 2009: 199). Kepemilikan institusional dihitung dengan rumus sebagai berikut (Fury K Fitriyah dan Dina Hidayat, 2011: 35):

$$\text{INST} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

5. Kesempatan Investasi

a. Pengertian Kesempatan Investasi

Kesempatan investasi atau *Investment Opportunity Set* (IOS) merupakan kombinasi antara aset yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi dimasa yang akan datang dengan *net present value positif* (Myers dalam Desy Natalia, 2013: 7). Ratih Fitria Sari (2010:39) menjelaskan bahwa *Investment Opportunity Set* (IOS) adalah set kesempatan investasi yang merupakan pilihan investasi di masa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aset dan ekuitas. Investasi pada masa mendatang tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya (Gaver dan Gaver melalui Achmad Solechan, 2010: 5).

Kesempatan investasi merupakan suatu pilihan kesempatan yang dimiliki perusahaan untuk berkembang. Meskipun demikian, terkadang perusahaan tidak selalu dapat melaksanakan semua kesempatan investasi tersebut di masa mendatang. Perusahaan yang tidak dapat menggunakan kesempatan investasi tersebut akan

mengalami suatu pengeluaran yang lebih tinggi dibandingkan dengan nilai kesempatan investasi yang telah hilang. Dengan demikian, nilai kesempatan investasi merupakan nilai sekarang dari pilihan-pilihan perusahaan untuk membuat investasi di masa mendatang (Myers dalam Anthi Dwi Putriani Anugrah, 2012: 3). Apabila kondisi perusahaan sangat baik maka pihak manajemen akan menggunakan dana yang ada untuk melakukan investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen tunai kepada pemegang saham akan dipergunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan, bahkan untuk mengatasi masalah *underinvestment*. Sebaliknya, perusahaan yang mengalami pertumbuhan lambat cenderung akan membagikan dividen lebih tinggi untuk mengatasi masalah *overinvestment* (Michell Suharli, 2007: 12).

Keterkaitan antara investasi dan kebijakan dividen adalah melalui identitas arus kas perusahaan. Manajer akan mengambil semua proyek yang memiliki *net present value* (NPV) positif. Semakin besar investasi yang dikeluarkan pada periode tersebut maka semakin kecil pembagian dividen. Dengan adanya biaya issue ekuitas baru, diharapkan perusahaan yang memiliki lebih banyak kesempatan investasi tidak berwujud akan memiliki tarif pembayaran dividen yang lebih rendah (Clifford W. Smith and Ross L. Watts, 1986: 5).

Riyanti (2010: 4) menyatakan bahwa untuk meningkatkan nilai perusahaan maka disamping membuat kebijakan dividen maka

perusahaan dituntut untuk tumbuh. Pertumbuhan perusahaan dapat diwujudkan dengan menggunakan kesempatan investasi sebaik-baiknya. Investasi berhubungan dengan pendanaan, jika investasi sebagian besar didanai dengan *internal equity* maka akan mempengaruhi besarnya dividen yang akan dibagikan. Akan tetapi, jika dana *internal equity* kurang mencukupi dari dana yang dibutuhkan untuk investasi maka dapat dipenuhi dengan dana eksternal khususnya dari utang. Perusahaan yang cenderung menggunakan sumber dana eksternal untuk mendanai tambahan investasi akan membagikan dividen yang lebih besar. Oleh sebab itu, manajer harus dapat menentukan kebijakan dividen yang memberikan keuntungan kepada pemegang saham. Di sisi lain, manajer harus menjalankan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang diharapkan.

b. Pengukuran Kesempatan Investasi

Proksi kesempatan investasi yang dipergunakan dalam bidang akuntansi dan keuangan digolongkan menjadi tiga jenis, yaitu (Riadi dan Ngadlan, 2012: 3-4).

1) Proksi kesempatan investasi berdasarkan harga

Proksi ini merupakan proksi yang dapat menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aset-aset yang dimiliki

dibandingkan dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Proksi kesempatan investasi berdasarkan harga adalah sebagai berikut:

a) *Market to Book Value of Equity Ratio* (MBVE)

Dasar pemikiran rasio ini adalah bahwa pasar menilai *return* dari investasi perusahaan di masa yang akan datang lebih besar dari *return* yang diharapkan dari ekuitasnya. Rasio MBVE dapat dihitung dengan cara berikut ini:

$$\text{MBVE} = \frac{\text{Jumlah saham yang beredar} \times \text{Harga Penutupan}}{\text{Total Ekuitas}}$$

b) *Market to Book Value of Asset Ratio* (MBVA)

Dasar pemikiran rasio ini adalah bahwa prospek pertumbuhan perusahaan terefleksi dalam harga saham. Semakin tinggi rasio MBVA maka semakin tinggi kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan tersebut yang berkaitan dengan *asset in place*. Rasio MBVA dapat dihitung dengan cara berikut ini:

$$\text{MBVA} = \frac{(\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas}) + (\text{Jumlah saham yang beredar} \times \text{Harga penutupan})}{\text{Nilai Buku Aset}}$$

c) *Price to Earning Ratio* (PER)

Dasar pemikiran rasio ini adalah bahwa nilai ekuitas merupakan jumlah nilai kapitalisasi laba yang dihasilkan dari pengelolaan aset ditambah *net present value* (NPV) dari pilihan

investasi di masa yang akan datang. Semakin besar rasio PER maka semakin besar pula perusahaan investasi aset produktifnya. Rasio PER dapat dihitung dengan cara berikut ini:

$$\text{PER} = \frac{\text{Harga Penutupan}}{\text{Laba per Saham}}$$

d) *Property, Plant, and Equipment to Book Value of Asset Ratio* (PPEBVA)

Rasio PPEBVA digunakan dengan dasar pemikiran bahwa prospek pertumbuhan perusahaan tergambar dengan besarnya aset tetap yang dimiliki oleh perusahaan. Rasio ini juga menunjukkan adanya investasi pada aset tetap yang produktif sebagai asset in place. Rasio PPEBVA dapat dihitung dengan cara berikut ini:

$$\text{PPEBVA} = \frac{\text{Nilai Buku Property, Plant, Equipment}}{\text{Nilai buku total aset}}$$

2) Proksi kesempatan investasi berdasarkan investasi

Proksi ini merupakan proksi yang percaya pada gagasan bahwa suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan. Proksi kesempatan investasi berdasarkan investasi adalah sebagai berikut:

a) *Capital Expenditure to Book Value Asset (CAPBVA)*

Rasio ini menunjukkan aliran tambahan modal saham perusahaan yang dapat digunakan untuk tambahan investasi aset produktifnya. Rasio CAPBVA dapat dihitung dengan cara berikut ini:

$$\text{CAPBVA} = \frac{\text{Nilai buku aset tetap}_t - \text{Nilai buku aset tetap}_{t-1}}{\text{Jumlah aset}}$$

b) *Capital Expenditure to Market Value of Asset (CAPMVA)*

Dasar pemikiran rasio ini adalah bahwa perusahaan yang tumbuh memiliki level aktivitas investasi yang lebih tinggi dibanding dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Rasio CAPMVA dapat dihitung dengan cara berikut ini:

$$\text{CAPMVA} = \frac{\text{Nilai buku aset tetap}_t - \text{Nilai buku aset tetap}_{t-1}}{\text{Jumlah aset} - \text{Jumlah Ekuitas} + (\text{Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan})}$$

c) *Current Assets to Net Sales (CAONS)*

Dasar pemikiran rasio ini adalah bahwa *working capital* dapat digunakan untuk investasi perusahaan yang berasal dari aset perusahaan. Rasio ini menunjukkan investasi pada *current assets* akan mampu menghasilkan penjualan sebesar *net sales* yang diterima. Rasio CAONS dapat dihitung dengan cara berikut ini:

$$\text{CAONS} = \frac{\text{Aktiva lancar}}{\text{Penjualan bersih}}$$

3) Proksi kesempatan investasi berdasarkan varian

Proksi ini merupakan proksi yang mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aset. Proksi kesempatan investasi berdasarkan varian dapat dihitung dengan menggunakan VARRET (*Variance of Total Return*). *Variance of Total Return* merupakan variasi return yang diperoleh investor. Semakin besar varians return, semakin besar penyebaran nilai return dan semakin besar pula ketidakpastian atau risiko dari suatu investasi.

Rumus yang digunakan (Saputro, 2003:73) sebagai berikut:

$$\text{VARRET} = \frac{(\text{Harga Penutupan Saham} \times \text{Lembar Saham Beredar}) + \text{Dividen} + \text{Biaya Bunga}}{\text{Total Aset} - \text{Total Ekuitas} + (\text{Lembar Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan Saham})}$$

6. Rasio Keuangan

a. Pengertian Rasio Keuangan

Menurut Kasmir (2016:93) rasio keuangan merupakan indeks yang menghubungkan dua angka akuntansi dan diperoleh dengan membagi satu angka dengan angka lainnya. Rasio keuangan digunakan untuk mengevaluasi kondisi keuangan dan kinerja perusahaan. Dari hasil rasio keuangan ini akan kelihatan kondisi kesehatan perusahaan yang bersangkutan. Pengertian rasio keuangan menurut Harahap (2010:297) merupakan angka yang diperoleh dari hasil perbandingan dari satu akun laporan keuangan dengan akun lainnya yang mempunyai hubungan yang relevan dan signifikan. Sedangkan pengertian

Rasio Keuangan menurut Irham Fahmi (2012:107) dinyatakan sebagai berikut: “Rasio keuangan atau *financial ratio* ini sangat penting gunanya untuk melakukan analisa terhadap kondisi keuangan perusahaan. Bagi investor jangka pendek dan menengah pada umumnya lebih banyak tertarik kepada kondisi keuangan jangka pendek dan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen yang memadai. Informasi tersebut dapat diketahui dengan cara lebih sederhana yaitu dengan menghitung rasio-rasio keuangan yang sesuai dengan keinginan”.

b. Bentuk-bentuk Rasio Keuangan

Untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan dengan menggunakan rasio-rasio keuangan dapat dilakukan dengan beberapa jenis rasio keuangan. Setiap rasio keuangan memiliki tujuan, kegunaan, dan arti

tertentu. Kemudian setiap hasil dari rasio yang diukur diinterpretasikan sehingga menjadi berarti bagi pengambilan keputusan. Menurut Kasmir (2016:110) jenis-jenis rasio keuangan adalah sebagai berikut:

1) Rasio Likuiditas

a) Pengertian rasio likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk menjual aset guna mendapatkan kas pada waktu yang singkat (Breasley, R.A., Myers, S.C. dan Marcus, A.J., 2006: 77). Arief Sugiono dan Edy Untung (2008: 29) mendefinisikan likuiditas sebagai kemampuan suatu perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya.

Perusahaan yang memiliki kekuatan membayar sedemikian besarnya sehingga mampu memenuhi segala kewajiban finansialnya yang segera harus dipenuhi disebut sebagai perusahaan yang likuid. Sebaliknya, perusahaan yang tidak mempunyai kemampuan membayar disebut illikuid (Elfianto Nugroho, 2011: 29). Perusahaan yang mempunyai tingkat likuiditas yang tinggi menandakan kesempatan bertumbuh perusahaan cenderung rendah. Hal ini dikarenakan oleh lebih banyak aset lancar yang ada di perusahaan dibandingkan dengan aset tetapnya. Aset tetap juga mengalami penurunan nilai dikarenakan oleh adanya faktor penurunan ekonomi atau depresiasi. Pada tahap ini

juga banyak aset tetap yang sudah tidak produktif lagi dijual oleh perusahaan (Ardi Hamzah, 2007: 5).

Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi cenderung memiliki kondisi keuangan yang baik karena dapat segera mencairkan aset yang tersedia untuk melunasi utang ketika jatuh tempo. Semakin baik likuiditas suatu perusahaan maka akan mampu membayar dividen lebih banyak. Di sisi lain, pihak manajemen perusahaan akan menggunakan potensi likuiditas yang ada untuk melunasi kewajiban jangka pendek ataupun mendanai operasi perusahaannya (Michell Suharli, 2007: 12). Riyanto dalam Hani Diana Latiefasari (2011: 23-24) menyatakan bahwa posisi likuiditas perusahaan merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk menetapkan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Oleh karena dividen merupakan arus kas keluar maka semakin kuat posisi likuiditas perusahaan akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Suatu perusahaan yang sedang tumbuh secara rendah (perusahaan yang masih mencari keuntungan) dimungkinkan memiliki posisi likuiditas yang belum kuat karena sebagian besar dari dananya tertanam dalam aset tetap dan modal kerja sehingga kemampuannya untuk membayarkan dividen pun sangat terbatas.

b) Pengukuran Likuiditas

Likuiditas dapat diukur dengan berbagai rasio sebagai berikut:

i) *Current Ratio*

Rivai, Veithzal et al (2013: 523) menyatakan bahwa *current ratio* menunjukkan seberapa jauh tagihan utang jangka pendek dari kreditor dapat ditutup oleh aset yang dapat segera dicairkan dalam jangka waktu yang sama dengan tagihan tersebut. *Current ratio* digunakan untuk mengungkapkan jaminan keamanan (*margin of safety*) perusahaan terhadap kreditor jangka pendek. Jika *current ratio* menunjukkan angka dibawah 1, maka perusahaan dikatakan mengalami kesulitan melunasi utang jangka pendeknya. Jika rasio lancarnya terlalu tinggi, maka sebuah perusahaan dikatakan kurang efisien dalam mengurus aset lancarnya. *Current ratio* dapat dihitung dengan dengan rumus sebagai berikut (Rivai, Veithzal et al, 2013: 523):

$$\text{Current Rasio} = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Utang Lancar}}$$

ii) *Quick Ratio*

Rivai, Veithzal et al (2013: 523) menyatakan bahwa *quick ratio* adalah sebuah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam menggunakan aset lancar untuk menutupi utang lancarnya. Yang termasuk ke dalam rasio lancar adalah aset lancar yang dapat dengan cepat

diubah dalam bentuk kas, termasuk di dalamnya akun kas, surat-surat berharga, piutang dagang, beban dibayar di muka, dan pendapatan yang masih harus diterima. Rasio ini mengindikasikan kapasitas sebuah perusahaan untuk tetap beroperasi dan bertahan dalam kondisi keuangan yang buruk. Pos persediaan tidak dihitung dalam rasio ini karena persediaan merupakan pos yang paling tidak likuid dalam aktiva lancar (Arief Sugiono dan Edy Untung, 2008: 62). Kondisi perusahaan dikatakan ideal jika *quick ratio* berada pada angka 1:1 atau minimal 0,8:1, jika kurang dari itu maka perusahaan dianggap memiliki masalah keuangan. *Quick ratio* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut (Arief Sugiono dan EdyUntung,2008:62):

$$\text{Quick Rasio} = \frac{\text{Aset Lancar} - \text{Persediaan}}{\text{Utang Lancar}}$$

iii) *Cash Ratio*

Rivai, Veithzal et al (2013: 523) menyatakan bahwa *cash ratio* adalah jumlah kas dan setara kas yang perusahaan miliki dibandingkan kewajiban lancar. *Cash ratio* merupakan cara yang efektif dan cepat untuk menentukan apakah sebuah perusahaan berpotensi memiliki masalah likuiditas jangka pendek. Jika *Cash ratio* di bawah 1, berarti bahwa perusahaan tidak akan memiliki cukup uang tunai di tangan

untuk melunasi kewajiban lancar. Perhitungan cash ratio adalah sebagai berikut (Rivai, Veithzal et al, 2013: 523):

$$\text{Cash Rasio} = \frac{\text{Kas} + \text{Sekuritas}}{\text{Utang Lancar}}$$

2) Rasio Solvabilitas

a) Pengertian Rasio Solvabilitas

Menurut Kasmir (2016:112) rasio solvabilitas atau *leverage ratio*, merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh man aktiva perusahaan dibiayai dengan utang. Artinya, berapa besar beban utang yang ditanggung perusahaan dibandingkan dengan aktivanya. Dalam arti luas dikatakan bahwa rasio solvabilitas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya baik jangka pendek maupun jangka panjang apabila perusahaan dibubarkan (dilikuidasi).

b) Jenis- Jenis Rasio Solabilitas

Adapun jenis-jenis rasio solvabilitas antara lain:

i) *Debt to assets ratio*

Rasio ini merupakan rasio utang yang digunakan untuk mengukur perbandingan antara total utang dengan total aktiva. Dengan kata lain, seberapa besar aktiva perusahaan berpengaruh terhadap pengelolaan aktiva. Rumus yang digunakan adalah sebagai berikut (Kasmir, 2016:122):

$$\text{Debt to Assets Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$$

ii) *Debt to equity ratio*

Debt to Equity Ratio, merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dengan ekuitas. Untuk mencari rasio ini dengan cara membandingkan antara seluruh utang, termasuk utang lancar seluruh ekuitas. Rasio ini berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (kreditor) dengan pemilik perusahaan. Dengan kata lain rasio ini untuk mengetahui setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan untuk jaminan utang. Rumusan untuk mencari *debt to equity ratio* sebagai berikut (Kasmir, 2016:123) :

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Utang (Debt)}}{\text{Ekuitas (Equity)}}$$

iii) *Longterm debt to equity ratio*

Long Term Debt to Equity Ratio merupakan rasio antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Tujuannya adalah untuk mengukur berapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan utang jangka panjang dengan cara membandingkan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri yang disediakan oleh perusahaan. Rumusan untuk mencari long term debt to equity ratio berikut (Kasmir, 2016:124) :

$$\text{LTDtER} = \frac{\text{Long Term Debt}}{\text{Equity}}$$

iv) *Times interest earned*

Rasio ini juga disebut dengan rasio kelipatan. *Time interest earned ratio* merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar bunga, atau mengukur seberapa jauh laba dapat berkurang tanpa perusahaan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) karena tidak mampu membayar bunga. Rumusan untuk mencari *times interest earned* sebagai berikut (Kasmir, 2016:125) :

Time Interest earned Ratio

$$= \frac{\text{Earning Before Interest and Tax}}{\text{Interest Expense}}$$

v) *Fixed charge coverage*

Rasio ini disebut juga dengan rasio menutup beban tetap. Rasio ini menyerupai *Time interest earned ratio* hanya saja perbedaannya adalah rasio ini dilakukan apabila perusahaan memperoleh utang jangka panjang atau menyewa aktiva berdasarkan kontrak sewa (*lease contract*). Rasio *Fixed charge coverage* ini mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan untuk menutup beban tetapnya termasuk pembayaran deviden saham preferen, bunga, angsuran pinjaman dan sewa. *Fixed charge coverage* ini dapat diukur dengan rumus sebagai berikut (Kasmir,2016:125):

$$FCC = \frac{EBIT + \text{Beban bunga} + \text{kewajiban sewa}}{\text{Beban bunga} + \text{Kewajiban sewa}}$$

3) Rasio Aktivitas

a) Pengertian Rasio Aktivitas

Rasio aktivitas (*activity ratio*), merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur efektivitas perusahaan dalam menggunakan aktiva yang dimilikinya. Atau dapat pula dikatakan rasio ini digunakan untuk mengukur tingkat efisiensi pemanfaatan sumber daya perusahaan. Rasio aktivitas juga digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam melaksanakan aktivitas sehari-hari (Kasmir, 2016:113)

b) Jenis-Jenis Rasio Aktivitas

Rasio aktivitas yang dapat digunakan manajemen untuk mengambil keputusan terdiri dari beberapa jenis (Kasmir,2016) yaitu:

i) Perputaran piutang (*Receivable turn over*)

Merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur berapa lama penagihan piutang selama satu periode. Rasio perputaran piutang memberikan pemahaman tentang kualitas piutang dan kesuksesan penagihan piutang. Rumusan untuk mencari *receivable turnover* sebagai berikut (Kasmir, 2016:127) :

$$\text{Receivable Turnover} = \frac{\text{Penjualan kredit}}{\text{Rata – rata Piutang}}$$

Atau

$$\text{Receivable Turnover} = \frac{\text{Penjualan kredit}}{\text{Piutang}}$$

- ii) Hari rata-rata penagihan piutang (*Days of receivable*)

Hasil perhitungan ini menunjukkan jumlah hari (berapa hari) piutang tersebut rata-rata tidak dapat ditagih dan rasio ini juga sering disebut *days sales uncollected*.

- iii) Perputaran persediaan (*Inventory turn over*)

Rasio ini menunjukkan kemampuan dana yang tertanam dalam *inventory* berputar dalam suatu periode tertentu. Rumusan untuk mencari *inventory turnover* sebagai berikut (Kasmir, 2016:129):

$$\text{Inventory turnover} = \frac{\text{Cost of Good Sold}}{\text{Inventory}}$$

- iv) Perputaran modal kerja (*Working capital turn over*)

Menurut Kasmir (2016:182), bahwa: “perputaran modal kerja atau *working capital turnover* merupakan salah satu rasio untuk mengukur atau menilai keefektifan modal kerja perusahaan selama periode tertentu. Artinya, seberapa banyak modal modal kerja berputar selama suatu periode atau dalam suatu periode”. Rumus yang digunakan untuk mencari perputaran modal kerja adalah sebagai berikut:

$$\text{Perputaran Modal Kerja} = \frac{\text{Penjualan Bersih}}{\text{Modal Kerja}}$$

v) Perputaran aktiva tetap (*Fixed assets turn over*)

Menurut Kasmir (2016:184), bahwa: “*fixed assets turnover* merupakan rasio yang digunakan untuk berapa kali dana yang ditanamkan dalam aktiva tetap berputar dalam satu periode. Atau dengan kata lain, untuk mengukur apakah perusahaan sudah menggunakan kapasitas aktiva tetap sepenuhnya atau belum”. Rumus untuk menghitung *fixed assets turnover* adalah sebagai berikut (Kasmir, 2016:132):

$$\text{Fixed Assets Turnover} = \frac{\text{Penjualan}}{\text{Total Aktiva Tetap}}$$

vi) Perputaran total aktiva (*Total assets turn over*)

Total assets turnover merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur perputaran semua aset yang dimiliki perusahaan dan mengukur berapa jumlah penjualan yang diperoleh dari setiap rupiah aset (Kasmir, 2016). Rumus menghitung *total assets turnover* adalah sebagai berikut (Kasmir, 2016:133):

$$\text{Total assets turnover} = \frac{\text{Penjualan(Sales)}}{\text{Total Aktiva(Total Assets)}}$$

4) Rasio Profitabilitas (*Profitability Ratio*)

Menurut Kasmir (2016:115) rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Rasio ini juga memberikan ukuran tingkat efektivitas manajemen suatu perusahaan. Hal ini ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan dari

penjualan dan pendapatan investasi. Intinya bahwa penggunaan rasio ini menunjukkan efisiensi perusahaan. Jenis-jenis rasio profitabilitas sebagai berikut:

a) Profit margin (*profit margin on sales*)

Merupakan salah satu rasio yang digunakan untuk mengukur margin laba atas penjualan. Untuk mengukur rasio ini adalah dengan cara membandingkan antara laba bersih setelah pajak dengan penjualan bersih. Rumus untuk mencari profit margin ada dengan dua cara yaitu (Kasmir, 2016:134):

i) Untuk margin laba kotor dengan rumus:

Profit Margin

$$= \frac{\text{Penjualan Bersih} - \text{Harga Pokok Penjualan}}{\text{Sales}}$$

ii) Untuk margin laba bersih dengan rumus:

Net Profit Margin

$$= \frac{\text{Earning After Interest and Tax (EAIT)}}{\text{Sales}}$$

b) *Return On Investment (ROI)* atau *Return on Total Assets (ROA)*

Return on Investment (ROI) atau *Return on Total Assets (ROA)*

Merupakan rasio yang menunjukkan hasil (*return*) atas jumlah aktiva yang digunakan dalam perusahaan. ROI juga merupakan suatu ukuran tentang efektivitas manajemen dalam mengelola

investasinya. Rumus untuk menghitung *return on investment* dan *return on assets* adalah sebagai berikut (Kasmir, 2016:136):

$$\text{Return on Investment (ROI)} = \frac{\text{Earning After Interest and Tax}}{\text{Total Assets}}$$

Atau

$$\text{Return on Assets (ROA)} = \frac{\text{Earning After Tax}}{\text{Total Assets}}$$

c) *Return On Equity (ROE)*

Merupakan rasio untuk mengukur laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri. Rasio ini menunjukkan efisiensi penggunaan modal sendiri. Makin tinggi rasio ini, makin baik. Artinya, posisi pemilik perusahaan makin kuat, demikian pula sebaliknya. Rumus untuk menghitung *return on equity* adalah sebagai berikut (Kasmir, 2016:137):

$$\text{Return on Equity (ROE)} = \frac{\text{Earning After Interest and Tax}}{\text{Equity}}$$

d) *Laba per Lembar Saham (Earning per Share)*

Rasio laba per lembar saham adalah rasio untuk mengukur keberhasilan manajemen dalam mencapai keuntungan bagi pemegang saham. Rumus untuk menghitung *earning per share* adalah sebagai berikut (Kasmir, 2016:139):

$$\text{Earning per share} = \frac{\text{Laba saham biasa}}{\text{Saham biasa yang beredar}}$$

B. Hasil Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1
Hasil Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti dan Tahun	Judul Penelitian	Variabel	Hasil
1.	Desy Natalia (2013)	Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI	Variabel dependen adalah kebijakan dividen, variabel independen adalah profitabilitas dan kesempatan investasi.	Variabel profitabilitas (diukur dengan ROA) berpengaruh terhadap kebijakan Dividen. Variabel Kesempatan Investasi (diukur dengan CAPBVA) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
2.	Elyzabet Indrawati Marpaung dan Bram Hadiano (2009).	Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen: Studi Empirik pada Emiten Pembentuk Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia	Variabel dependen adalah kebijakan dividen, variabel independen adalah profitabilitas dan kesempatan investasi.	Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Kesempatan investasi diproksi dengan: Pertumbuhan penjualan (SG) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.
3.	Sisca Christianty Dewi (2008)	Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen	Variabel dependen adalah kebijakan dividen, variabel independen adalah kepemilikan manajerial, institusional, kebijakan utang, profitabilitas, dan ukuran perusahaan.	Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang, Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan kebijakan utang berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen

4.	Michell Suharli (2007)	Pengaruh <i>Profitability</i> dan <i>Investment Opportunity Set</i> terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat	Variabel dependen adalah kebijakan dividen, variabel independen adalah <i>profitability</i> dan <i>Investment Opportunity Set</i> , variabel moderasi adalah likuiditas.	Profitabilitas ROI dan ROE mempengaruhi kebijakan dividen tunai perusahaan secara positif. Kesempatan investasi (FA) mempengaruhi kebijakan jumlah dividen perusahaan secara negatif. Likuiditas mempengaruhi hubungan antara ROE dan kebijakan dividen tunai perusahaan. Likuiditas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara <i>investment opportunity</i> dan kebijakan dividen tunai perusahaan.
5.	Kartika Nuringsih (2005)	Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen	Variabel dependen adalah kebijakan dividen, variabel independen adalah Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA, dan Ukuran Perusahaan	Kepemilikan manajerial berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Kebijakan utang dan ROA berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.
6.	Putu Sri Ariandani dan Ketut Yadnyana (2016)	Likuiditas Memoderasi Pengaruh Profitabilitas Dan <i>Investment Opportunity Set</i> (IOS) Pada Kebijakan Dividen	Variabel dependen adalah kebijakan dividen, variabel independen adalah profitabilitas dan <i>Investment Opportunity Set</i> , variabel moderasi adalah likuiditas.	Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan pada kebijakan dividen. <i>Investment opportunity set</i> (IOS) tidak berpengaruh pada kebijakan dividen. Likuiditas yang diproksi dengan <i>cash ratio</i> tidak mampu memoderasi pengaruh profitabilitas pada kebijakan dividen. Likuiditas yang diproksi dengan <i>cash ratio</i> tidak mampu memoderasi pengaruh <i>investment opportunity set</i> (IOS) pada kebijakan dividen.

7.	Ni Wayan Yunisari dan Ni Made Dwi Ratnadi (2018)	Pengaruh Profitabilitas dan Kepemilikan Manajerial pada Kebijakan Dividen dengan Likuiditas sebagai Variabel Moderasi	Variabel dependen adalah kebijakan dividen, variabel independen adalah profitabilitas dan kepemilikan manajerial, variabel moderasi adalah likuiditas	Profitabilitas berpengaruh positif pada kebijakan dividen. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada kebijakan dividen. Likuiditas tidak memoderasi pengaruh profitabilitas pada kebijakan dividen. Likuiditas tidak memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial pada kebijakan dividen.
8.	Dwi Aristantia dan I Made Pande Dwiana Putra (2015)	<i>Investment Opportunity Set</i> Dan <i>Free Cash Flow</i> Pada Tingkat Pembayaran Dividen Perusahaan Manufaktur	Variabel dependen adalah tingkat pembayaran dividen, variabel independen adalah <i>Investment Opportunity Set</i> Dan <i>Free Cash Flow</i>	<i>Investment opportunity set</i> tidak berpengaruh pada tingkat pembayaran dividen. <i>Free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap tingkat pembayaran dividen.
9.	Merlinda Silfiana dan Erny Rachmawati (2015)	Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Profitabilitas Dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2013	Variabel dependen adalah kebijakan dividen, variabel independen adalah kepemilikan manajerial, profitabilitas dan kesempatan investasi.	Kepemilikan manajerial, profitabilitas, <i>market to book value</i> dan pertumbuhan perusahaan secara serempak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Secara parsial, hanya <i>market to book value</i> yang berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan variabel lainnya, kepemilikan manajerial dan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan

				terhadap kebijakan dividen
10.	Dessy Ulfa Wulandari dan Ketut Alit Suardana (2017)	Pengaruh Profitabilitas, Kesempatan Investasi, <i>Free Cash Flow</i> , Dan <i>Debt Policy</i> Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur	Variabel dependen adalah kebijakan dividen, variabel independen adalah Profitabilitas, Kesempatan Investasi, <i>Free Cash Flow</i> , Dan <i>Debt Policy</i>	Profitabilitas, Kesempatan investasi dan <i>Debt Policy</i> berpengaruh negatif signifikan pada kebijakan dividen. <i>Free cash flow</i> berpengaruh positif signifikan pada kebijakan dividen. <i>Debt Policy</i>
11.	Pujiati (2015)	Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Pemoderasi (Studi Empiris pada Perusahaan Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2013)	Variabel dependen adalah kebijakan dividen, variabel independen adalah Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kesempatan Investasi	Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Kepemilikan Institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Kesempatan Investasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Likuiditas mampu memoderasi pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen terhadap Kebijakan Dividen. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kesempatan Investasi berpengaruh bersama-sama terhadap Kebijakan Dividen.

Sumber: Diolah penulis

1. Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI oleh Desy Natalia (2013)

Hasil penelitian Desy Natalia (2013) adalah kesempatan investasi memiliki nilai signifikansi 0,632 pada tingkat signifikan 0,05. Hal tersebut menunjukkan bahwa kesempatan investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Dikaitkan dengan teori kebijakan dividen, investor mendukung teori pecking order yang menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan untuk membayar dividen lebih rendah dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek investasinya. Bahkan bagi perusahaan yang sedang tumbuh, peningkatan dividen dapat menjadi berita buruk karena diduga perusahaan telah mengurangi rencana investasinya. Sehingga adanya peningkatan kesempatan investasi tidak menjamin adanya penurunan tingkat pembayaran dividen.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Natalia yaitu penggunaan variabel kesempatan investasi sebagai variabel independen. Terdapat beberapa perbedaan antara penelitian ini dengan penelitian Desy Natalia (2013), antara lain penggunaan sampel penelitian di mana Natalia menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2008-2010 sedangkan penelitian ini menggunakan perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2014-2017. Perbedaan lainnya terletak pada penggunaan

variabel kepemilikan manajerial sebagai variabel independen serta likuiditas sebagai variabel pemoderasi.

2. Pengaruh Profitabilitas dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen: Studi Empirik pada Emiten Pembentuk Indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia oleh Elyzabet Indrawati Marpaung dan Bram Hadiano (2009).

Hasil pengujian untuk variabel Kesempatan Investasi menunjukkan nilai p-value sebesar $0,004 < 0,05$ yang menunjukkan bahwa Kesempatan Investasi berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen. Biaya akses untuk pendanaan eksternal relatif lebih murah terutama bagi perusahaan dengan skala yang besar seperti perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45. Perusahaan yang tergabung dalam indeks LQ45 tetap dapat membayar dividen dalam jumlah yang tinggi karena pembiayaan investasi dapat dengan didanai dengan sumber dana eksternal yang berasal dari investor. Investor lebih mempercayai prospek perusahaan dengan skala besar sehingga investor berani untuk menginvestasikan dananya.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Marpaung dan Hadiano yaitu penggunaan variabel Kesempatan Investasi sebagai variabel independen. Terdapat beberapa perbedaan antara penelitian ini dengan penelitian Marpaung dan Hadiano (2009), antara lain penggunaan sampel penelitian di mana Marpaung dan Hadiano menggunakan

emiten yang konsisten sebagai pembentuk indeks LQ45 selama periode 2004-2006 sedangkan penelitian ini menggunakan perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2014-2017. Perbedaan lainnya terletak pada penggunaan variabel Kepemilikan Manajerial sebagai variabel independen serta Likuiditas sebagai variabel pemoderasi.

3. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen oleh Sisca Christianty Dewi (2008)

Hasil penelitian Sisca (2008) menunjukkan kepemilikan manajerial dengan nilai signifikansi $-0,059$ yang probabilitasnya $(p) 0,068 < 0,1$. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan saham oleh manajerial maka semakin rendah kebijakan dividennya. Apabila tingkat kepemilikan manajerial tinggi maka perusahaan cenderung mengalokasikan laba pada laba ditahan daripada membayar dividen. Sedangkan apabila tingkat kepemilikan manajerial yang rendah, perusahaan melakukan pembagian dividen yang besar untuk memberikan sinyal yang bagus tentang kinerja di masa yang akan datang.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Sisca Christianty Dewi yaitu penggunaan variabel kepemilikan manajerial sebagai variabel independen. Terdapat beberapa perbedaan antara penelitian ini dengan

penelitian Sisca Christianty Dewi (2008), antara lain penggunaan sampel penelitian di mana Sisca menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2002-2005 sedangkan penelitian ini menggunakan perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2014-2017. Perbedaan lainnya terletak pada penggunaan kesempatan investasi sebagai variabel independen serta likuiditas sebagai variabel pemoderasi

4. Pengaruh Profitability dan *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen Tunai dengan Likuiditas sebagai Variabel Penguat oleh Michell Suharli (2007)

Hasil pengujian untuk variabel kesempatan investasi menunjukkan nilai t sebesar 1.434 dengan signifikansi sebesar 0.154, korelasi antara kesempatan investasi dengan dividen tunai perusahaan adalah sebesar -0,047. Tanda negatif menunjukkan bahwa kesempatan investasi dengan dividen tunai perusahaan mempunyai korelasi yang negatif. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan memiliki banyak kesempatan berinvestasi. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen tunai kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan, bahkan untuk mengatasi *underinvestment*. Hasil pengujian berikutnya yaitu likuiditas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara kesempatan investasi dan kebijakan dividen tunai perusahaan nilai t sebesar -2.027 dengan signifikansi sebesar 0.044. Nilai signifikansi yang di dapat berada

pada level 0,2. Kesempatan investasi tidak signifikan karena memiliki tingkat signifikansi lebih dari 0.1, sedangkan variabel likuiditas sebagai variabel pemoderasi diterima karena memenuhi tingkat signifikansi antara 0-20%. Perusahaan yang menginvestasikan dananya lebih banyak akan menyebabkan jumlah dividen tunai yang dibayarkan berkurang. Likuiditas yang baik mampu mengeliminir hipotesis tersebut karena saat itu perusahaan dapat menunda pembayaran utang jangka pendek sehingga variabel likuiditas dapat memperkuat pengaruh kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Michell Suharli yaitu penggunaan variabel kesempatan investasi sebagai variabel independen dan penggunaan variabel likuiditas sebagai variabel pemoderasi. Terdapat beberapa perbedaan antara penelitian ini dengan penelitian Michell Suharli (2007), antara lain penggunaan sampel penelitian di mana Michell Suharli menggunakan seluruh perusahaan di Indonesia yang listing di BEJ periode 2002-2003 sedangkan penelitian ini menggunakan perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2014-2017. Perbedaan lainnya terletak pada penggunaan variabel kepemilikan manajerial sebagai variabel independen.

5. Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA, dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen oleh Kartika Nuringsih (2005)

Hasil pengujian untuk variabel kepemilikan manajerial menunjukkan nilai koefisien regresi 0,232 menunjukkan arah positif antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan dividen. Nilai t hitung 1,219 lebih kecil dari t tabel 1,682 menunjukkan bahwa hasil tidak signifikan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa apabila manajer meningkatkan kepemilikan manajerial menyebabkan kekayaannya menjadi tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga sebagai kompensasi mereka menginginkan dividen tinggi. Pada tingkat kepemilikan manajerial yang semakin besar, preferensi pemegang saham semakin menginginkan dividen tinggi daripada laba ditahan.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Kartika Nuringsih yaitu penggunaan variabel kepemilikan manajerial sebagai variabel independen. Terdapat beberapa perbedaan antara penelitian ini dengan penelitian Kartika Nuringsih (2005), antara lain penggunaan sampel penelitian yang digunakan adalah perusahaan manufaktur selama periode 1995-1996 sedangkan penelitian ini menggunakan perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2014-2017. Perbedaan lainnya terletak pada penggunaan variabel kepemilikan institusional dan kesempatan investasi sebagai variabel independen serta likuiditas sebagai variabel pemoderasi.

6. Likuiditas Memoderasi Pengaruh Profitabilitas Dan *Investment Opportunity Set* (IOS) Pada Kebijakan Dividen oleh Putu Sri Ariandani dan Ketut Yadnyana (2016)

Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai signifikansi uji t untuk variabel *investment opportunity set* (IOS) sebesar $0,397 > \alpha = 0,05$. Hasil ini menunjukkan bahwa *investment opportunity set* (IOS) tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti *investment opportunity set* (IOS) yang rendah tidak akan menjamin tingkat dividen yang akan dibayarkan kepada investor akan tinggi. Dengan demikian adanya faktor lain yang lebih berperan dalam mempengaruhi kebijakan dividen. Dengan kata lain tinggi atau rendahnya tingkat IOS, maka tidak akan mempengaruhi jumlah pembayaran dividen oleh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2012-2014.

Hasil penelitian selanjutnya dilihat bahwa nilai signifikansi uji t untuk variabel moderasi sebesar $0,686 > \alpha = 0,05$. Hasil ini menunjukkan bahwa likuiditas tidak mampu memoderasi pengaruh *investment opportunity set* (IOS) pada kebijakan dividen. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa koefisien regresi moderasi likuiditas (β_5) bertanda positif sedangkan koefisien regresi IOS (β_2) bertanda negatif yang berarti likuiditas memperlemah pengaruh negatif IOS pada DPR sehingga semakin tinggi tingkat likuiditas, maka semakin rendah kecenderungan bahwa *investment opportunity set* akan menurunkan

pembayaran dividen namun tidak signifikan pada level signifikansi 5%.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Ariandani dan Yadnyana yaitu penggunaan variabel kesempatan investasi sebagai variabel independen dan penggunaan variabel likuiditas sebagai variabel pemoderasi. Terdapat beberapa perbedaan antara penelitian ini dengan penelitian Ariandani dan Yadnyana (2016) antara lain penggunaan sampel penelitian dimana Ariandani dan Yadnyana menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2012-2014 sedangkan penelitian ini menggunakan perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2014-2017. Perbedaan lainnya terletak pada penggunaan variabel kepemilikan manajerial sebagai variabel independen.

7. Pengaruh Profitabilitas dan Kepemilikan Manajerial pada Kebijakan Dividen dengan Likuiditas sebagai Variabel Moderasi oleh Ni Wayan Yunisari dan Ni Made Dwi Ratnadi (2018)

Hasil penelitian Yunisari dan Ratnadi (2018) menunjukkan nilai *p-value* untuk variabel kepemilikan manajerial sebesar $0,687 > \alpha = 0,05$ dan koefisien regresi (β_2) sebesar $-0,304$. Hasil ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan pada kebijakan dividen. Hal ini berarti besar kecilnya persentase kepemilikan manajerial suatu perusahaan tidak mempengaruhi jumlah dividen yang akan dibagikan. Hasil berikutnya menunjukkan nilai *p-value* untuk

variabel moderasi sebesar $0,176 > \alpha = 0,05$ dengan koefisien regresi (β_4) sebesar 0,020. Hasil ini menunjukkan bahwa likuiditas tidak mampu memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial pada kebijakan dividen. Hal ini berarti likuiditas tidak mampu menurunkan pembayaran dividen pada saat persentase kepemilikan manajerial besar dan likuiditas tidak mampu meningkatkan pembayaran dividen pada saat persentase kepemilikan manajerial kecil.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Yunisari dan Ratnadi yaitu penggunaan variabel kepemilikan manajerial sebagai variabel independen dan penggunaan variabel likuiditas sebagai variabel pemoderasi. Terdapat beberapa perbedaan antara penelitian ini dengan penelitian Yunisari dan Ratnadi (2018) antara lain penggunaan sampel penelitian dimana Yunisari dan Ratnadi menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2012-2016 sedangkan penelitian ini menggunakan perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2014-2017. Perbedaan lainnya terletak pada penggunaan variabel kesempatan investasi sebagai variabel independen.

8. *Investment Opportunity Set Dan Free Cash Flow Pada Tingkat Pembayaran Dividen Perusahaan Manufaktur* oleh Dwi Aristantia dan I Made Pande Dwiana Putra (2015)

Hasil pengujian secara parsial menunjukkan bahwa nilai koefisien regresi variabel *investment opportunity set* sebesar -0,058

dengan tingkat signifikansi sebesar 0,876. Koefisien regresi yang bernilai negatif berarti semakin tinggi nilai *investment opportunity set* maka semakin menurun tingkat pembayaran dividen, begitu juga sebaliknya. Hal ini disebabkan oleh laba perusahaan yang digunakan untuk memanfaatkan kesempatan investasi diimbangi dengan menurunnya jumlah dividen yang dibagikan. Namun, tingkat signifikansi yang lebih besar dari 0,05 berarti bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh pada tingkat pembayaran dividen.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Aristantia dan Putra yaitu penggunaan variabel kesempatan investasi sebagai variabel independen. Terdapat beberapa perbedaan antara penelitian ini dengan penelitian Aristantia dan Putra (2015) antara lain penggunaan sampel penelitian dimana Aristantia dan Putra menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2009-2013 sedangkan penelitian ini menggunakan perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2014-2017. Perbedaan lainnya terletak pada penggunaan variabel kepemilikan manajerial sebagai variabel independen dan penggunaan variabel likuiditas sebagai variabel moderasi.

9. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Profitabilitas Dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Periode 2009-2013 oleh Merlinda Silfiana dan Erny Rachmawati (2015)

Hasil penelitian Silfiana dan Rachmawati adalah variabel Kepemilikan Manajerial menunjukkan nilai t_{hitung} sebesar -2,634 dengan signifikan 0,009. Hal ini berarti bahwa $-2,634 \leq -1,655$ dan nilai signifikan $0,009 < 0,05$ maka, dapat disimpulkan bahwa Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Hal ini berarti semakin besar kepemilikan manajerial maka akan berpengaruh pada semakin kecilnya kebijakan dividen. Hasil berikutnya adalah variabel kesempatan investasi yang diproksikan dengan *Market To Book Value* (MTBV) menunjukkan nilai t_{hitung} sebesar 5,599 dengan signifikan 0,000. Hal ini berarti bahwa $5,599 > -1,655$ dan nilai signifikan $0,000 < 0,05$ maka, dapat disimpulkan bahwa MTBV tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Dengan demikian, semakin besar nilai MTBV maka semakin besar pula nilai kebijakan dividennya.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Silfiana dan Rachmawati yaitu penggunaan variabel kepemilikan manajerial dan kesempatan investasi sebagai variabel independen. Terdapat beberapa perbedaan antara penelitian ini dengan penelitian Silfiana dan Rachmawati (2015) antara lain penggunaan sampel penelitian dimana Silfiana dan

Rachmawati menggunakan perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2009-2013 sedangkan penelitian ini menggunakan perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2014-2017. Perbedaan lainnya terletak pada penggunaan variabel likuiditas sebagai variabel moderasi.

10. Pengaruh Profitabilitas, Kesempatan Investasi, *Free Cash Flow*, Dan *Debt Policy* Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur oleh Dessy Ulfa Wulandari dan Ketut Alit Suardana (2017)

Hasil penelitian Wulandari dan Suardana adalah pengaruh kesempatan investasi pada kebijakan dividen menunjukkan besarnya tingkat signifikansi yaitu sebesar $0,021 < \alpha=0,05$ dengan $t_{hitung} = -2,350$. Hal tersebut menunjukkan bahwa variabel kesempatan investasi berpengaruh negatif signifikan pada kebijakan dividen perusahaan. Investasi yang tinggi oleh perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki tingkat pertumbuhan yang baik. Hal tersebut dapat menjadi sinyal kepada para investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan sehingga perilaku perusahaan yang profitable cenderung mengambil kesempatan investasi yang ada. Keputusan perusahaan tersebut berdampak pada tingkat pembayaran dividen yang diperoleh oleh para pemegang saham. Para pemegang saham akan merelakan laba yang seharusnya dibagikan sebagai dividen untuk membiayai investasi perusahaan sehingga laba yang diperoleh para pemegang saham cenderung rendah.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Wulandari dan Suardana yaitu penggunaan variabel kesempatan investasi sebagai variabel independen. Terdapat beberapa perbedaan antara penelitian ini dengan penelitian Wulandari dan Suardana (2017) antara lain penggunaan sampel penelitian dimana Wulandari dan Suardana menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2011-2014 sedangkan penelitian ini menggunakan perusahaan sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2014-2017. Perbedaan lainnya terletak pada penggunaan variabel kepemilikan manajerial sebagai variabel independen dan penggunaan variabel likuiditas sebagai variabel moderasi.

11. Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dan Kesempatan Investasi Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Pemoderasi oleh Pujiati (2015)

Hasil Penelitian Pujiati (2015) adalah Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Kepemilikan Institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Kesempatan Investasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Likuiditas mampu memoderasi pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen. Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Kesempatan Investasi berpengaruh bersama-sama terhadap Kebijakan Dividen.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian Pujiati yaitu penggunaan variabel kepemilikan manajerial dan kesempatan investasi sebagai variabel independen serta likuiditas sebagai variabel moderasi. Studi kasus pada perusahaan sektor Industri Barang Konsumsi. Perbedaan antara penelitian ini dengan penelitian Pujiati (2015) adalah periode pengamatan pada penelitian Pujiati adalah 2008-2013 sedangkan penelitian ini periode 2014-2017.

C. Pengembangan Hipotesis

Penelitian ini menggunakan Kebijakan Dividen sebagai variabel dependen. Kepemilikan Manajerial dan Kesempatan Investasi digunakan sebagai variabel independen serta Likuiditas sebagai variabel pemoderasi.

1. Kepemilikan Manajerial Berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen

Teori keagenan menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan. Manajer memiliki kecenderungan untuk berperilaku konsumtif dan oportunistik karena mereka menerima keuntungan secara penuh dan sedikit menanggung biaya dari kegiatan tersebut. Prosedur pengawasan dibutuhkan untuk meminimalisir konflik keagenan yang terjadi (Dewi, 2008). Adanya kepemilikan manajerial dapat meminimalisir biaya agensi yang timbul dari adanya konflik keagenan. Penelitian yang dilakukan oleh Dewi (2008) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada

kebijakan dividen perusahaan. Hasil penelitian tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Silfiana dan Rachmawati (2015) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada kebijakan dividen. Pada tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi, manajer akan mengalokasikan laba perusahaan pada laba ditahan daripada pembayaran dividen dengan alasan sumber dana internal lebih efisien dibanding sumber dana eksternal (Pujiati, 2015). Penetapan dividen yang rendah akan membuat perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga perusahaan akan memiliki sumber dana internal yang relatif tinggi untuk membiayai kegiatan investasi di masa depan. Dengan adanya keterlibatan manajer dalam kepemilikan perusahaan akan membuat manajer bertindak berhati-hati dalam pengambilan keputusan karena mereka ikut menanggung konsekuensi atas keputusan yang diambil (Nuringsih, 2005). Semakin tinggi kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan, maka semakin rendah jumlah dividen yang dibagikan karena perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang tinggi cenderung mengalokasikan laba yang diperolehnya pada laba ditahan dibandingkan membagikannya dalam bentuk dividen (Dewi, 2008). Berdasarkan alasan tersebut, hipotesis yang dapat dikembangkan dalam penelitian ini adalah :

H₁ : Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.

2. Likuiditas memperkuat hubungan antara Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen

Pada tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi, manajer mengalokasikan laba pada laba ditahan daripada pembayaran dividen dengan alasan sumber dana internal lebih efisien dibanding sumber dana eksternal (Nuringsih, 2005). Penetapan dividen yang rendah akan membuat perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga memiliki sumber dana internal yang relatif tinggi untuk membiayai investasi di masa mendatang. Pihak manajemen perusahaan akan menggunakan potensi Likuiditas yang ada untuk melunasi utang atau mendanai operasi perusahaan. Oleh karena itu, manajemen tidak perlu khawatir akan adanya peningkatan *financial distress* dan kebangkrutan akibat penggunaan utang tinggi karena baik operasi maupun investasi dapat dibiayai dengan potensi Likuiditas yang ada sehingga tetap mampu membayarkan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Pujiati (2015) menunjukkan bahwa likuiditas mampu memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen. Hasil yang bertentangan ditemukan oleh Yuniasari dan Ratnadi (2018) yang menyatakan bahwa likuiditas tidak mampu memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan alasan tersebut, hipotesis yang dapat dikembangkan dalam penelitian ini adalah :

H₂ : Likuiditas memperkuat hubungan antara Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen.

3. Kesempatan Investasi Berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen

Peningkatan nilai perusahaan dapat melalui Kebijakan Dividen. Selain itu, perusahaan dituntut untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan dapat diwujudkan dengan menggunakan Kesempatan Investasi sebaik-baiknya. Bagi perusahaan yang berada dalam kondisi sangat baik memungkinkan pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi. Investasi berhubungan dengan pendanaan, jika investasi sebagian besar didanai *internal equity* maka akan mempengaruhi besarnya dividen yang akan dibagikan. Dana yang seharusnya dapat dibayarkan sebagai dividen tunai kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan. Oleh karena itu semakin tinggi Kesempatan Investasi perusahaan maka Kebijakan Dividen akan semakin rendah.

Penelitian yang dilakukan oleh Suharli (2007), Wulandari dan Suardana (2017), dan Pujiati (2014) yang membuktikan bahwa kesempatan investasi berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan dividen. Namun penelitian yang dilakukan oleh Natalia (2013), Aristanstia dan Putra (2015), dan Marpaung dan Hadianto (2009) menunjukkan hasil yang berbeda yaitu kesempatan investasi tidak

berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan temuan-temuan tersebut, maka hipotesis penelitian ini adalah:

H₃ : Kesempatan Investasi berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen.

4. Likuiditas memperkuat hubungan antara Kesempatan Investasi dan Kebijakan Dividen

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka pendeknya yang segera harus dipenuhi. Perusahaan dengan Likuiditas yang baik mampu membayar dividen yang lebih banyak. Akan tetapi, perusahaan yang memilih untuk melakukan investasi yang besar maka jumlah dividen yang dibayarkan akan berkurang. Pemanfaatan Kesempatan Investasi yang menguntungkan dapat mengatasi masalah *underinvestment*. Terlebih jika perusahaan dalam kondisi yang baik maka perusahaan akan cenderung memilih berinvestasi daripada membayar dividen. Ditinjau dari segi sudut pemegang saham, Likuiditas yang tinggi tidak selalu menguntungkan karena berpeluang menimbulkan dana-dana yang menganggur yang sebenarnya dapat digunakan untuk berinvestasi dalam proyek-proyek yang menguntungkan perusahaan. Dengan demikian, Likuiditas mampu memperkuat pengaruh Kesempatan Investasi terhadap Kebijakan Dividen.

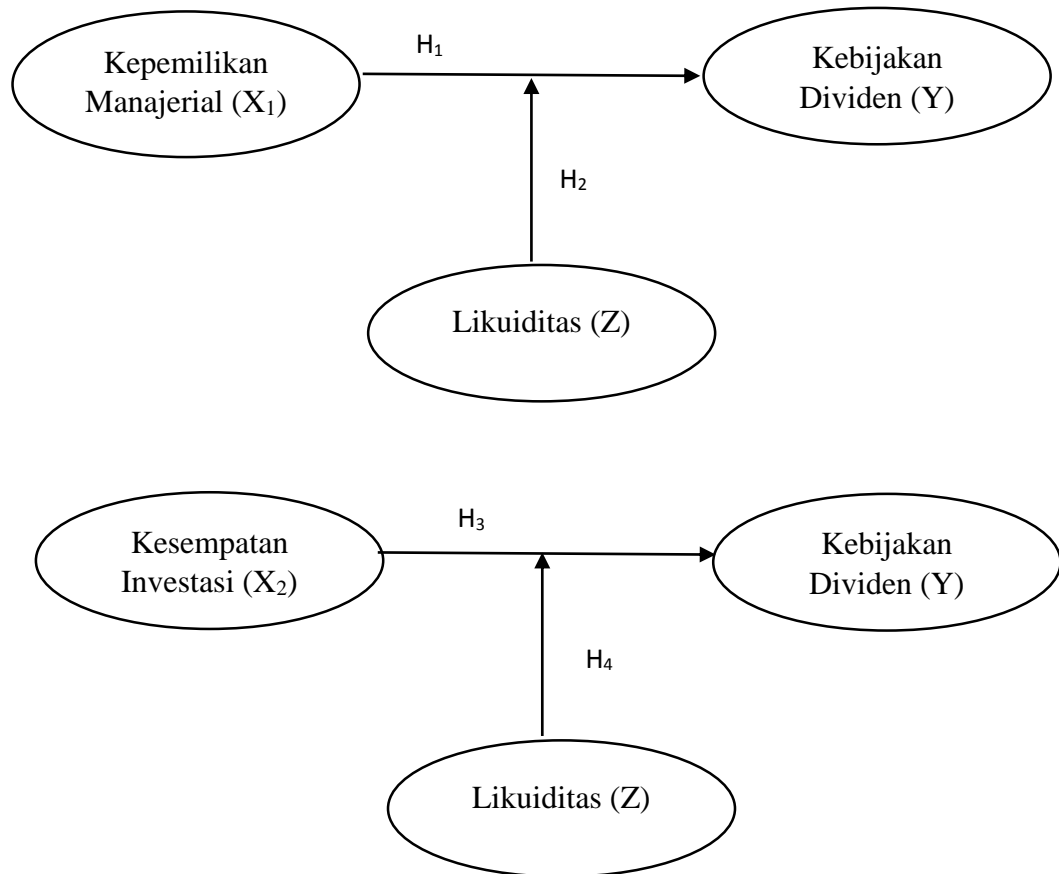
Penelitian yang dilakukan oleh Suharli (2007) dan Pujiati (2015) menunjukkan bahwa likuiditas mempengaruhi hubungan antara *Investment*

Opportunity Set dan Kebijakan Dividen. Namun penelitian yang dilakukan oleh Ariandani dan Yadnyana (2016) menunjukkan hasil yang berbeda yaitu likuiditas tidak mampu memoderasi pengaruh kesempatan investasi pada kebijakan dividen. Berdasarkan temuan-temuan tersebut, maka hipotesis penelitian ini adalah:

H₄ : Likuiditas memperkuat hubungan antara Kesempatan Investasi dan Kebijakan Dividen.

D. Kerangka Pemikiran

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran



Sumber : Diolah Penulis, 2018

Keterangan :

→ = Pengaruh interaksi masing-masing variabel independen terhadap Kebijakan Dividen serta pengaruh interaksi variabel moderasi terhadap variabel independen dengan variabel dependen.