

**ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL,
PROFITABILITAS DAN LIKUIDITAS TERHADAP
KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN STRUKTUR MODAL
SEBAGAI VARIABEL INTERVENING SERTA PENGARUH
PAJAK TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN**



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

FRENDY AKHMAD TAUFAN

NIM. C2A008065

FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS

UNIVERSITAS DIPONEGORO

SEMARANG

2013

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Frendy Akhmad Taufan

Nomor Induk Mahasiswa : C2A008065

Fakultas/ Jurusan : Ekonomi/Manajemen

Judul Penelitian Skripsi : **ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN
INSTITUSIONAL, PROFITABILITAS DAN
LIKUIDITAS TERHADAP KEBIJAKAN
DIVIDEN DENGAN STRUKTUR MODAL
SEBAGAI VARIABEL INTERVENING SERTA
PENGARUH PAJAK TERHADAP
KEBIJAKAN DIVIDEN**

Dosen Pembimbing : Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, MM

Semarang, 28 Januari 2013

Dosen Pembimbing,

(Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, MM)

NIP. 19510902198103002

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Frendy Akhmad Taufan

Nomor Induk Mahasiswa : C2A008065

Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Manajemen

Judul Penelitian Skripsi : **ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN
INSTITUSIONAL, PROFITABILITAS DAN
LIKUIDITAS TERHADAP KEBIJAKAN
DIVIDEN DENGAN STRUKTUR MODAL
SEBAGAI VARIABEL INTERVENING SERTA
PENGARUH PAJAK TERHADAP
KEBIJAKAN DIVIDEN**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 12 Februari 2013

Tim Penguji:

Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, MM. (.....)

Dr. Harjum Muharam, SE., ME. (.....)

Dra. Endang Tri Widyarti, MM. (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Frendy Akhmad Taufan menyatakan bahwa skripsi dengan judul: **Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, Profitabilitas Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening Serta Pengaruh Pajak Terhadap Kebijakan Dividen** adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang diambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang diakui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang disalin itu, atau diambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal di atas, baik disengaja maupun tidak, saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil dari tulisan saya sendiri. Bila kemudian saya terbukti melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah saya yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 28 Januari 2013

Yang membuat pernyataan,

(Frendy Akhmad Taufan)

NIM. C2A008065

ABSTRAK

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh langsung dan tidak langsung Kepemilikan Institusional, Profitabilitas dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen dengan Struktur Modal sebagai Variable intervening serta Pengaruh Pajak Terhadap Kebijakan Dividen. Penelitian ini diambil karena masih terdapat perbedaan hasil penelitian terdahulu antara penelitian satu dengan yang lain serta terdapat perbedaan antara data riil penelitian dengan teori yang ada.

Penelitian ini menggunakan data sekunder. Teknik sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*. Dari empat ratus dua puluh delapan perusahaan menurut ICMD hanya diambil dua belas perusahaan, karena memiliki laporan keuangan secara lengkap dari tahun 2008 – 2010. Metode analisis yang digunakan adalah Analisis Jalur.

Dengan menggunakan analisa regresi berganda, maka dapat diketahui bahwa Kepemilikan Institusional dan Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Struktur Modal berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap Struktur Modal. Likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap Struktur Modal. Sedangkan menurut Analisis Jalur, Struktur Modal bukan merupakan Variabel Intervening. Selain itu diperoleh bahwa nilai *adjusted R square* untuk persamaan Kebijakan Dividen adalah 21.4% sedangkan *nilai adjusted R square* untuk persamaan Struktur Modal adalah 72.1%.

Kata kunci : Kebijakan Dividen, Struktur Modal, Analisis Jalur dan ICMD.

ABSTRACT

The purpose of this research was to examine the effect of direct and indirect Institutional Ownerships, Profitability, Liquidity on Dividend Policy with Capital Structure as an Intervening Variable and the effect of Tax on Dividend Policy. This research was taken as there are differences in the results of previous researches between researches with each other and there is a difference between the real data with existing theories.

This research uses secondary data. Sampling technique used is purposive sampling. From four hundred and twenty-eight companies according ICMD which were taken twelve companies. Because, it has the complete financial statements from the year 2008 up to 2010. The method of analysis used is the path analysis.

Using multiple regression analysis, it is known that Institutional Ownerships and Profitability give significant negative effect to the Dividend Policy. Capital Structure significant positive effect on Dividend Policy. Profitability has positive significant impact on Capital Structure. Liquidity gives significant negative impact to Capital Structure. According Path Analysis, Capital Structure isn't the Intervening Variable. Besides, it was found that the value of the adjusted R square for the equation Dividend Policy is 21.4% while the value of the adjusted R square for the equation Capital Structure is 72.1%.

Keywords: Dividend Policy, Capital Structure, Path Analysis and ICMD

MOTTO

Pepatah Korea:

“Bangunlah Sebelum Rivalmu Bangun Dan Tidurlah Setelah Rivalmu Tidur Maka Kau Akan Mengalahkan Rivalmu”.

“Aku Adalah Apa Yang Aku Pikirkan”.

Socrates

“Perubahan Adalah Kata Yang Dipuja Dan Dikehendaki Semua Orang Tapi Sulit Dan Terkadang Pahit Saat Dijalankan”.

(Frendy Akhmad Taufan, 2013)

“Apa Yang Kau Panen Adalah Apa Yang Kau Tanam”.

Anonim

Hasil Karya Seseorang Mencerminkan Pikiran, Karakter, Sifat dan Tingkah Laku.

Skripsi Ini Adalah Karyaku

(Frendy Akhmad Taufan, 2013)

“Sebuah Badai Besar Akan Menempa Nelayan Menjadi Tangguh”.

Anonim

“Apabila Keadaan Belum Memberikan Kesempatan kepadaku, Maka Akan Ku

Buat Kesempatan Tersebut.:

(Frendy Akhmad Taufan, 2013)

“Orang Yang Sukses Bukanlah Orang Yang Tak Pernah Gagal, Tetapi Orang

Yang Selalu Bangkit Saat Kegagalan Dan Tak Pernah Berhenti Mencoba”

(Thomas Alfa Edison)

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kehadirat Allah SWT, atas limpahan rahmat dan karunia-Nya sehingga skripsi dengan judul: **“ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, PROFITABILITAS DAN LIKUIDITAS TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN DENGAN STRUKTUR MODAL SEBAGAI VARIABEL INTERVENING SERTA PENGARUH PAJAK TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN”** dapat selesai dengan baik.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan skripsi ini tidak terlepas dari bantuan, dukungan, bimbingan, dan saran dari berbagai pihak. Oleh karena itu penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih dalam kesempatan ini kepada:

1. Kedua orang tua, Bapak Kasdi dan Ibu Endang Murtiningsih yang dengan tulus dan sabar memberikan dorongan, semangat, kasih sayang serta doa untuk kelancaran penyusunan skripsi ini.
2. Bapak Prof. Drs. Mohammad Nasir, Msi, Akt., Ph.D, selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro.
3. Bapak Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, MM. selaku dosen pembimbing yang dengan sabar dan penuh keikhlasan memberikan waktu, petunjuk, bimbingan dan saran dalam penyelesaian skripsi.
4. Ibu Andiyani, SE MM dan Bapak Drs. R Djoko Sampurno MM selalu mantan dan dosen wali baru.
5. Bapak Dr. Harjum Muharram ME, Bapak Erman Deni SE, MM dan Bapak A. Mulyo H, Msi selaku dosen keuangan yang telah memberikan pemahaman dan wawasan keilmuan mengenai bidang keuangan.

6. Segenap dosen dan civitas academica Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro atas pembelajaran yang penulis dapat semasa kuliah.
7. Keluarga Besar Penulis, Mbak Novi, Dik Iko, Danis, Rama, Dik Bintang, Mbak Nita, Mbak Inda, Dik Vita, Tiara, Om Bambang, Tantanik, Nyange, Pakde Totok, Bude Nining, Om Supar, Bulik Yayuk, Dimas, Mas Suripno dan Mbak Murwati.
8. Teman senasib-seperjuangan sekaligus seangkatan selama menempuh kuliah di manajemen: Abisatyo dan Risky F dan Muh. Setiawan
9. Teman seangkatan: Bisri, Saiful, Dono, Yuda, Kharis, Ishadi, Aji, Luqman, Muslim, Iqbal, Agung, Iman, Andi, Izul, Ardan, Yonatan dan Ria, Mita, Ganang, Ismail, Hamdi, Otong.
10. Teman Fakultas Redha, Nafila, Mas Rino, Mas Puput, Beni, Mas Dita, Eko, Gani, Noval, A'an dan Andien.
11. Teman Universitas Mbak Nimas, Ruci, Medi, Bang Jojo, Agus, Ocha, Hafiz, Iqbal Dalu, Zulfikar Mufti, Akmad Novri, Aryo dan Ali.
12. Teman Sekolah Kehidupan: Mas Luqman, Mas Alul, Mas Shoim.
13. Keluarga Alumni Granada, Mas Uki, Mas Beni, Mas GG, Mas Apung, Akhi Rahmat, Mas Aris dan Mas Abratov.
14. Bapak dan Ibu Marhono selaku orang tua Abisatyo yang telah memberikan tempat tinggal sementara bagi penulis dalam penyelesaian skripsi.
15. Teman kos-kosan: Faik, Bintang, Mas Untung, serta Bapak dan Ibu Karsono, Winda, Ibu Winda, Mas Hendri, Gerhard dan Berlian.

16. Teman KKN UNDIP Desa Sowan Kidul Kecamatan Kedung, Anindita, Lilik, Lutfiana, Alfi, Mas Wicak, Angel, Mita, Fika dan Mei
17. Para peneliti sebelumnya atas karya yang dihasilkan sehingga membantu penulis dalam menyelesaikan laporan skripsi.
18. Dan kepada pihak-pihak yang telah membantu, yang tidak bisa disebutkan satu persatu.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan skripsi masih banyak kekurangan yang disebabkan keterbatasan pengetahuan serta pengalaman penulis. Oleh karena itu penulis mengharapkan adanya kritik dan saran yang membangun dari semua pihak. Akhirnya penulis berharap semoga skripsi ini bisa bermanfaat bagi berbagai pihak.

Semarang, 28 Januari 2013

Penulis,

(Frendy Akhmad Taufan)

NIM. C2A008065

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN.....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI.....	iv
ABSTRAK.....	v
ABSTRACT.....	vi
MOTTO.....	vii
KATA PENGANTAR.....	viii
DAFTAR TABEL.....	xvii
DAFTAR GAMBAR.....	xix
DAFTAR LAMPIRAN.....	xx
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1. Latar Belakang.....	1
1.2. Rumusan Masalah.....	18
1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	20
1.3.1. Tujuan Penelitian.....	20
1.3.2. Manfaat Penelitian.....	22
1.4. Sistematika Penulisan.....	23
BAB II TELAAH PUSTAKA.....	24
2.1. Landasan Teori.....	24
2.1.1. Dividen.....	24
2.1.1.1. Kebijakan Dividen.....	25

2.1.1.1.1. <i>Dividend Irrelevance Theory</i>	26
2.1.1.1.2. <i>Bird in the Hand Theory</i>	26
2.1.1.1.3. <i>Tax Preference Theory</i>	27
2.1.1.2. Kebijakan Pembagian Dividen.....	28
2.1.1.3. Prosedur Pembagian Dividen.....	29
2.1.1.4. <i>Dividend Payout Ratio</i>	30
2.1.2. Struktur Modal.....	32
2.1.2.1. Teori Struktur Modal.....	33
2.1.2.1.1. Pendekatan Tradisional.....	33
2.1.2.1.2. Pendekatan Modigliani dan Miller.....	34
2.1.2.1.3. Pendekatan Laba Bersih.....	36
2.1.2.1.4. Pendekatan Laba Operasi Bersih.....	36
2.1.2.1.5. <i>Balanced Theory</i> dan <i>Pecking Order</i>	37
2.1.2.2. Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal.....	39
2.1.3. Kepemilikan Institusional.....	44
2.1.4. Profitabilitas.....	45
2.1.5. Struktur Modal.....	46
2.1.6. Likuiditas.....	46
2.1.7. Pajak.....	47
2.2. Pengaruh Variabel Bebas Terhadap Varibel Terikat.....	49
2.2.1. Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen..	49
2.2.2. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen.....	49
2.2.3. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen.....	50

2.2.4. Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen.....	51
2.2.5. Pengaruh Pajak Terhadap Kebijakan Dividen.....	52
2.2.6. Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal.....	53
2.2.7. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal.....	54
2.2.8. Pengaruh Likuiditas Terhadap Struktur Modal.....	54
2.2.9. Pengaruh Tidak Langsung Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen.....	55
2.2.10. Pengaruh Tidak Langsung Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen.....	56
2.2.11. Pengaruh Tidak Langsung Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen.....	58
2.3. Penelitian Terdahulu.....	58
2.4. Hipotesis.....	66
2.5. Kerangka Penelitian.....	67
BAB III METODE PENELITIAN.....	70
3.1. Variabel Penelitian dan Definisi Operasional.....	70
3.1.1. Variable Dependen.....	71
3.1.2. Variabel Intervening.....	72
3.1.3. Variabel Independen.....	73
3.2. Populasi dan Sampel.....	80
3.3. Jenis dan Sumber Data.....	82
3.4. Metode Pengumpulan Data.....	82
3.5. Metode Analisis.....	82

3.5.1. Uji Statistik Deskriptif.....	82
3.5.2. Uji Asumsi Klasik.....	83
3.5.2.1. Uji Normalitas.....	83
3.5.2.2. Uji Multikolinearitas.....	84
3.5.2.3. Uji Autokorelasi.....	84
3.5.2.4. Uji Heteroskedastisitas.....	86
3.5.3. Uji Hipotesis.....	87
3.5.3.1. Uji Hipotesis secara Simultan (Uji F).....	87
3.5.3.2. Uji Hipotesis secara Parsial (Uji t).....	88
3.5.3.3. Koefisien Determinasi.....	89
3.5.4. Analisis Jalur.....	90
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN.....	92
4.1. Gambaran Umum dan Deskriptif Objek Penelitian.....	92
4.1.1. Gambaran Umum Objek Penelitian.....	92
4.1.2. Deskriptif Objek Penelitian.....	93
4.2. Uji Asumsi Klasik.....	96
4.2.1. Uji Normalitas Data.....	96
4.2.1.1. Uji Normalitas Kebijakan Dividen.....	97
4.2.1.2. Uji Normalitas Struktur Modal.....	99
4.2.2. Uji Multikolinearitas.....	101
4.2.2.1. Uji Multikolinearitas Kebijakan Dividen.....	102
4.2.2.2. Uji Multikolinearitas Struktur Modal.....	102
4.2.3. Uji Autokorelasi.....	103

4.2.3.1. Uji Autokorelasi Kebijakan Dividen.....	103
4.2.3.2. Uji Autokorelasi Struktur Modal.....	105
4.2.4. Uji Heteroskedastisitas.....	106
4.2.4.1. Uji Heteroskedastisitas Kebijakan Dividen.....	107
4.2.4.2. Uji Heteroskedastisitas Struktur Modal.....	108
4.3. Hasil Regresi Berganda.....	109
4.4. Pengujian Hipotesis.....	113
4.4.1. Analisis Koefisien Determinasi (R ²).....	113
4.4.1.1. Koefisien Determinasi (R ²) Kebijakan Dividen.....	114
4.4.1.2. Koefisien Determinasi (R ²) Struktur Modal.....	114
4.4.2. Uji Statistik F.....	115
4.4.2.1. Uji F Kebijakan Dividen.....	115
4.4.2.2. Uji F Struktur Modal.....	116
4.4.3. Uji Statistik t.....	116
4.4.3.1. Uji t Kebijakan Dividen.....	117
4.4.3.2. Uji t Struktur Modal.....	117
4.5. Uji Sobel.....	120
4.6. Pembahasan Hasil Penelitian.....	123
4.6.1. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen...	123
4.6.2. Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen.....	124
4.6.3. Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen.....	125
4.6.4. Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen.....	126
4.6.5. Pengaruh Pajak terhadap Kebijakan Dividen.....	127

4.6.6. Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal.....	128
4.6.7. Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal.....	129
4.6.8. Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal.....	130
4.6.9. Pembahasan Pola Hubungan Analisis Jalur.....	131
BAB V KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN.....	133
5.1. Kesimpulan.....	133
5.2. Implikasi Kebijakan.....	138
5.2.1. Implikasi Manajerial.....	138
5.2.2. Implikasi Teoritis.....	141
5.3. Keterbatasan Penelitian.....	143
5.4. Agenda Penelitian Mendatang.....	144
DAFTAR PUSTAKA.....	145
LAMPIRAN-LAMPIRAN.....	154

DAFTAR TABEL

1.1.	Nilai rata-rata variabel Penelitian.....	11
1.2.	<i>Research Gap</i>	15
2.1.	Penelitian Terdahulu.....	63
3.1.	Ringkasan Variabel Penelitian dan Definisi Operasional.....	78
3.2.	Nama Perusahaan <i>Non Financial</i>	81
3.3.	Keputusan Ada Tidaknya Autokorelasi.....	85
4.1.	Daftar Nama Perusahaan.....	93
4.2.	Perhitungan Statistik Deskriptif.....	94
4.3.	One Sample K-S Kebijakan Dividen.....	99
4.4.	One Sample K-S Struktur Modal.....	101
4.5.	Hasil Uji Multikolinearitas Kebijakan Dividen.....	102
4.6.	Hasil Uji Multikolinearitas Struktur Modal.....	102
4.7.	Uji Durbin-Watson Kebijakan Dividen.....	103
4.8.	Hasil Intrepretasi D-W Kebijakan Dividen.....	104
4.9.	Run Test Kebijakan Dividen.....	104
4.10.	Uji Durbin-Watson Struktur Modal.....	105
4.11.	Hasil Intrepretasi D-W Struktur Modal.....	105
4.12.	Run Test Struktur Modal.....	106
4.13.	Hasil Uji Glejser Kebijakan Dividen.....	108
4.14.	Hasil Uji Glejser Struktur Modal.....	109
4.15.	Hasil Regresi Berganda Kebijakan Dividen.....	110

4.16.	Hasil Regresi Berganda Struktur Modal.....	111
4.17.	Koefisien Determinasi (R ²) Kebijakan Dividen.....	114
4.18.	Koefisien Determinasi (R ²) Struktur Modal.....	114
4.19.	Hasil Uji F Kebijakan Dividen.....	116
4.20.	Hasil Uji F Struktur Modal.....	116
4.21.	Hasil Uji t Kebijakan Dividen.....	117
4.22.	Hasil Uji t Struktur Modal.....	117
4.23.	Penentuan Posisi Jalur.....	121
4.24.	Nilai Beta Tidak Langsung.....	121

DAFTAR GAMBAR

2.1.	Kerangka Pemikiran Teoritis.....	68
2.2.	Kerangka Pemikiran Teoritis.....	68
4.1.	Grafik Histogram Kebijakan Dividen.....	97
4.2.	<i>Normal Probability Plot</i> Kebijakan Dividen.....	98
4.3.	Grafik Histogram Struktur Modal.....	99
4.4.	<i>Normal Probability Plot</i> Struktur Modal.....	100
4.5.	Grafik Scatterplot Kebijakan Dividen.....	107
4.6.	Grafik Scatterplot Struktur Modal.....	108

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Hasil Analisis Output SPSS 20.....	154
Lampiran 2	Data Mentah Penelitian.....	166

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Di awal tahun 2008, perekonomian Indonesia mendapat pengaruh negatif dari krisis keuangan global, krisis energi dan krisis komoditas. Krisis keuangan global dimulai dengan kasus *subprime mortgage* dan bangkrutnya lembaga investasi Lehman Brother di Amerika Serikat, krisis energi ditandai dengan naiknya harga bahan bakar minyak (BBM) sebagai akibat naiknya harga minyak mentah internasional, sedangkan krisis komoditas ditandai dengan naiknya harga komoditas di pasar internasional. Secara makro, kasus *subprime mortgage*, bangkrutnya Lehman Brother, kenaikan harga BBM dan kenaikan harga berbagai komoditas telah mengganggu perekonomian Indonesia. Sedangkan secara mikro, krisis tersebut telah mengganggu entitas perusahaan khususnya, mengenai keuntungan yang akan diperoleh, kemakmuran pemegang saham dan nilai perusahaan. Untuk mencapai tujuan perusahaan yakni memperoleh keuntungan, meningkatkan kemakmuran pemegang saham, menjaga nilai perusahaan serta meminimalkan risiko akibat krisis, maka manajer keuangan perlu menitikberatkan pada tiga fungsi keuangan, yaitu: kebijakan pendanaan (*financial policy*), keputusan investasi (*investment policy*), dan kebijakan dividen (*dividend policy*). Nilai kemakmuran (*value of welfare*) pemegang saham dan nilai perusahaan (*value of firm*) dapat tercermin dari harga saham bagi perusahaan yang sudah *go public* (Weston dan Brigham, 1993).

Dalam rangka melakukan penilaian terhadap harga saham perusahaan *go public*, calon investor dan investor membutuhkan informasi yang berkaitan langsung dengan kebijakan perusahaan. Kebijakan yang perlu diperhatikan tersebut adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk pembiayaan investasi di masa datang (Sartono, 2001). Melalui kebijakan ini perusahaan dapat memberikan sebagian dari keuntungan bersihnya kepada pemegang saham secara tunai (Brigham dan Houston, 2006). Sebagai salah satu cara untuk meningkatkan kemakmuran bagi pemegang saham, khususnya pemegang saham yang berinvestasi dalam jangka panjang dan bukan pemegang saham yang berorientasi *capital gain*, perusahaan perlu menetapkan kebijakan dividen secara optimal, yaitu suatu kebijakan yang menjaga keseimbangan antara peningkatan kemakmuran pemegang saham dengan pertumbuhan nilai perusahaan (Weston dan Brigham, 1993). Tetapi dalam praktiknya, sering terjadi hambatan/rintangan untuk merealisasikan tujuan tersebut: seperti terjadinya penurunan profitabilitas, keharusan membayar bunga hutang dan atau terbukanya kesempatan investasi yang *profitable* menyebabkan pihak manajemen membatasi pembayaran dividen (Nuringsih, 2005). Hal ini disebabkan keuntungan yang diperoleh akan dialokasikan menjadi laba ditahan sebagai sumber internal perusahaan. Sehingga mengakibatkan harapan pemegang saham untuk mendapatkan dividen tinggi menjadi pudar. Meskipun demikian, pihak manajemen tetap berusaha untuk menghindari terjadinya pemotongan dividen

(*dividend cut*) atau paling tidak membayar dividen secara tetap atau yang dikenal dengan nama *Dividend Sticky*.

Isu pemotongan dividen atau *dividend cut* memberikan pertanda buruk mengenai kinerja keuangan perusahaan. Informasi ini akan direspon oleh pihak eksternal sebagai dampak dari kegagalan perusahaan yang berdampak buruk terhadap *performance* harga saham (*price common stock*). Bila ditelaah dari sisi internal, keputusan *dividend cut* belum tentu dilatarbelakangi oleh penurunan kinerja perusahaan. Jika perusahaan mendapat kesempatan yang *profitable*, maka tidak salah bila investasi tersebut didanai dari sumber internal daripada menggunakan hutang. Konsekuensi logis dari keputusan ini adalah mengorbankan kepentingan pemegang saham karena gagal menerima *return* dalam bentuk dividen. Berdasarkan penilaian yang berbeda dalam menetapkan dividen, perusahaan perlu mempertimbangkan antara dividen saat ini dengan pertumbuhan perusahaan di masa mendatang untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan kemakmuran pemegang sahamnya.

Bila dievaluasi secara mendasar (*fundamental*) berapakah proporsi dividen kas/tunai yang seharusnya menguntungkan bagi para pemegang saham dan juga bagi perusahaan, hal ini masih membutuhkan penelitian lebih lanjut. Black (1976) menyatakan bahwa banyak *puzzle* dibalik kebijakan dividen. Hal ini disebabkan ada tiga teori yang melatarbelakangi tentang kebijakan dividen. Dimulai dengan adanya teori *irrelevant dividen* yang dikemukakan oleh (Miller dan Modigliani, 1961) yang menyatakan bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasar dalam menghasilkan laba dan memitigasi risiko bisnisnya.

Sehingga, kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan dan biaya modalnya. Kemudian muncul *the bird in the hand theory* yang dikemukakan oleh Myron Gordon (1959) mengenai tingkat ketidakpastian yang tinggi, pemegang saham menginginkan dividen tinggi daripada *capital gain*. Selain teori-teori diatas, ada pula teori yang mengungkapkan pentingnya kebijakan dividen, yaitu *the tax preference theory* yang dikemukakan oleh Litzenberger & Ramaswamy (1979) bahwa investor memilih dividen rendah karena pajak atas dividen lebih mahal daripada pajak atas *capital gain*. Teori-teori dividen ini bermula dari bagaimana perlakuan manajer terhadap keuntungan yang diperoleh perusahaan yang pada umumnya sebagian dari penghasilan bersih setelah pajak (*EAT*) dibagikan kepada para investor dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali ke perusahaan dalam bentuk laba ditahan.

Laba ditahan merupakan salah satu sumber dana yang penting untuk membiayai investasi perusahaan, sedangkan dividen merupakan nilai pendapatan bersih setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan (*retained earning*) yang tersedia untuk pemegang saham atas sejumlah saham yang dimiliki. Laba ditahan merupakan sumber internal dengan biaya paling murah (Husnan, 1997). Apabila sumber internal nilainya relatif lebih sedikit daripada dana untuk investasi, maka manajer keuangan perlu mencari sumber pembiayaan dari luar perusahaan dengan cara menerbitkan surat hutang atau saham baru. Dengan diterbitkannya surat hutang atau saham baru, maka komposisi permodalan menjadi lebih beragam sehingga mewajibkan manajer keuangan mengimplementasikan dan menjalankan kebijakan struktur modal dengan baik.

Kebijakan pendanaan atau struktur modal adalah perbandingan atau imbangan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri (Martono dan Harjito, 2008). Modal yang digunakan perusahaan selalu melibatkan biaya dalam mendapatkannya. Menurut Husnan (1997) biaya tersebut bisa bersifat eksplisit (artinya nampak dan dibayar oleh perusahaan), tetapi bisa juga bersifat implisit (tidak nampak bersifat *opportunitis* atau diisyaratkan oleh pemodal). Bagi modal berbentuk hutang, biaya dananya relatif mudah untuk diidentifikasi yaitu, biaya bunga sedangkan bagi modal yang berbentuk modal sendiri, biaya dananya tidak nampak. Meskipun demikian, tidak berarti bahwa biaya dana dari modal sendiri lebih murah daripada biaya dana berbentuk hutang. Kebijakan mengenai struktur modal juga melibatkan *trade off* yakni antara risiko dan tingkat pengembalian (*return*). Penambahan hutang akan memperbesar risiko perusahaan, tapi akan memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*). Risiko yang makin tinggi akibat besarnya hutang cenderung akan menurunkan harga saham, tapi meningkatnya *expected return* yang diharapkan akan meningkatkan harga saham. Dari sini muncul konsep struktur modal optimal (*optimal capital structure*) yaitu struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risiko dan pengembalian sehingga dapat memaksimalkan harga saham.

Struktur modal yang ditargetkan (*target capital structure*) yaitu bauran atau perpaduan dari hutang, saham preferen dan saham biasa yang dikehendaki perusahaan dalam struktur modalnya. Meskipun struktur modal yang ditargetkan

akan berubah-ubah sesuai dengan perubahan kondisi perusahaan, industri dan perekonomian, pada umumnya perusahaan telah menghitung dan mempunyai pedoman untuk mencapai struktur modal tertentu. Dengan adanya struktur modal ditargetkan, setiap pembiayaan akan berpatokan pada bauran modal tersebut. Jika penggunaan hutang berada dibawah target, maka perusahaan harus mencari pinjaman. Demikian juga, jika rasio hutang telah diatas target, ada kemungkinan perusahaan harus menjual saham baru.

Risiko yang dihadapi oleh perusahaan merupakan faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal. Menurut (Brigham dan Houston, 2001) risiko dapat dikategorikan menjadi: risiko bisnis (*business risk*) yaitu tingkat risiko dari aktiva perusahaan yang tidak menggunakan hutang dan risiko keuangan (*financial risk*) yaitu risiko tambahan bagi pemegang saham biasa akibat keputusan penggunaan hutang.

Secara konseptual, operasionalisasi suatu perusahaan mengandung risiko bisnis. Jika perusahaan menggunakan hutang, maka risiko akan dibebankan utamanya pada pemegang saham biasa. Risiko bisnis adalah ketidakpastian yang berkaitan dengan proyeksi tingkat pengembalian aktiva (*ROA*) atau ekuitas (*ROE*) dengan asumsi perusahaan tidak menggunakan hutang. Fluktuasi *ROE* ini disebabkan oleh banyak faktor seperti perekonomian nasional, keberhasilan produk baru yang dikeluarkan oleh perusahaan atau pesaingnya, kebakaran, pemogokan, dan lain-lain. Unsur ketidakpastian mendapatkan *ROE* ini disebut sebagai risiko bisnis. Risiko bisnis tergantung pada sejumlah faktor, antara lain: variabilitas permintaan (unit yang terjual), variabilitas harga jual, variabilitas

harga masukan, kemampuan untuk menyesuaikan harga keluaran terhadap perubahan harga masukan dan sejauh mana biaya-biaya bersifat tetap: *leverage* operasi.

Sementara itu risiko keuangan lebih diartikan sebagai tambahan risiko yang ditanggung oleh pemegang saham sebagai akibat penggunaan *leverage* keuangan. Artinya makin besar penggunaan sekuritas berbiaya tetap dengan prosentase bunga tertentu (hutang dan saham preferen), maka pemegang saham biasa akan menanggung seluruh risiko bisnis, sehingga risiko terhadap turunnya nilai saham ditanggung oleh pemegang saham akan berlipat ganda jika dibandingkan kondisi awal. Perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan di satu pihak dan juga dapat membayarkan dividen kepada para investor serta membayar bunga kepada kreditor di pihak lain, tetapi kedua tujuan tersebut seringkali bertentangan sehingga menurut Easterbrook (1984) masalah kebijakan dividen berkaitan dengan masalah keagenan (*Agency Problem*) dan menurut Indahningrum dan Handayani (2009) hutang yang terlalu besar juga akan menimbulkan konflik keagenan antara *shareholders* dan *debtholders*.

Masalah keagenan (*Agency Theory*) adalah perbedaan kepentingan antara manajemen sebagai pengelola perusahaan (*Agent of Owner*) dengan pemegang saham sebagai pemilik perusahaan. Masalah keagenan tidak hanya terjadi pada manajemen dengan pemegang saham tetapi juga bisa terjadi antara *stockholder* dan *debtholder* (Putra, 2006). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa konflik keagenan disebabkan oleh pembuatan keputusan pencarian dana dan pembuatan keputusan bagaimana dana tersebut diinvestasikan (*investment*

decision). Ada beberapa cara yang dapat dilakukan pemegang saham untuk mengurangi kekhawatiran atas sumber daya perusahaan yang berada di bawah kendali manajemen. Salah satu cara yang lazim digunakan adalah melalui struktur kepemilikan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional adalah dua mekanisme *corporate governance* utama yang membantu mengendalikan masalah keagenan. Cara lain yang dapat digunakan pemegang saham adalah dengan membagikan sejumlah laba yang diperoleh perusahaan dalam bentuk dividen. Kebijakan pemberian dividen ini bukan ditentukan oleh manajemen tetapi oleh pemegang saham melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) sehingga besar-kecilnya dividen yang dibagikan sangat tergantung pada keinginan pemegang saham. Timbulnya konflik keagenan ini memaksa pihak perusahaan (*principal*) melakukan pengawasan terhadap manajemen dengan tujuan meminimalkan kecurangan-kecurangan (*moral hazard*) yang dapat dilakukan oleh pihak manajemen.

Untuk mengurangi kesempatan pihak agen melakukan tindakan yang merugikan *principal*, Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasikan ada dua cara yang dapat dilakukan yaitu investor melakukan pengawasan (*monitoring*) dan manajer sendiri melakukan pembatasan atas tindakan-tindakannya (*bonding*). Pada satu sisi, kedua kegiatan tersebut dapat mengurangi kesempatan/pelempangan penyimpangan oleh manajer sehingga nilai perusahaan meningkat sedangkan pada sisi lain keduanya akan memunculkan biaya sehingga dapat mengurangi nilai perusahaan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) cara lain dalam menyelesaikan permasalahan agensi adalah dengan meningkatkan proporsi utang. Argumen tersebut didukung oleh pernyataan bahwa dengan meningkatnya utang akan semakin memperkecil porsi saham yang akan dijual dan dengan semakin besarnya hutang maka semakin kecil dana menganggur yang dapat dipakai perusahaan untuk pengeluaran yang kurang perlu. Semakin besar utang juga harus mencadangkan lebih banyak kas untuk membayar bunga serta pokok pinjaman. Dalam hal ini adanya utang akan dapat mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen. Menurut Jensen (1986) mekanisme untuk mengurangi *free cash flow* ini dikelompokkan sebagai *bonding*, yaitu suatu mekanisme yang dipakai manajemen untuk membuktikan bahwa manajer tidak akan menghamburkan dana perusahaan dan berani mengambil risiko kehilangan pekerjaan jika tidak mampu mengelola perusahaan dengan baik. Disisi pemegang saham, kebijakan peningkatan utang dapat mengurangi pengawasan pemegang saham terhadap manajemen karena pihak ketiga yang meminjamkan dana (*bondholder*) akan melakukan pengawasan terhadap manajemen agar pinjamannya tidak disalahgunakan.

Dalam kebijakan dividen, rasio antara dividen yang dibayarkan per lembar saham (*DPS*) dengan laba bersih per saham (*EPS*) yang diperoleh perusahaan disebut *Dividend Payout Ratio (DPR)*. *DPR* menunjukkan tingkat bagi-hasil atau pengembalian kepada investor. Semakin tinggi *DPR* maka semakin tinggi pengembalian yang diberikan kepada pemegang saham. Dalam model kebijakan residual, dividen yang dibayarkan ditentukan dari besarnya laba bersih dikurangi

jumlah saldo laba ditahan yang dibutuhkan untuk membiayai proyek-proyek investasi perusahaan. Oleh karena itu, dalam menentukan kebijakan dividen perusahaan perlu mempertimbangkan faktor-faktor yang mempengaruhinya, baik dari segi internal maupun eksternal. Faktor internal seperti adanya pertumbuhan, profitabilitas, likuiditas dan struktur modal dimungkinkan dapat mempengaruhi perusahaan dalam kebijakan membayar dividennya.

Struktur modal bisa didefinisikan dengan banyak cara. Di Amerika Serikat adalah sesuatu yang umum, untuk mendefinisikan struktur modal dalam bentuk rasio hutang jangka panjang. Pada sejumlah negara khususnya negara berkembang, perusahaan menggunakan baik hutang jangka pendek maupun jangka panjang untuk mendanai asetnya, termasuk aktiva lancar. Umumnya perusahaan di negara berkembang mengganti hutang jangka pendeknya dengan hutang jangka panjang dan melakukan *roll over* hutang jangka pendeknya. Oleh karena itu, lebih cocok dalam konteks ekonomi yang sedang berkembang, untuk mendefinisikan struktur modal sebagai rasio total hutang terhadap ekuitas. Struktur modal adalah perimbangan jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Sementara itu struktur keuangan adalah perimbangan antara total hutang dengan modal sendiri. Dengan kata lain struktur modal adalah merupakan bagian dari struktur keuangan (Sartono, 2001). Struktur modal merupakan variabel perantara (*intervening variable*) antara kepemilikan institusional, profitabilitas dan likuiditas terhadap kebijakan dividen yang diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio (DER)*. *DER* adalah kemampuan perusahaan dalam mengembalikan hutang dengan melihat

modal sendiri perusahaan. Dimana *total debt* merupakan total liabilities (baik hutang jangka pendek maupun hutang jangka panjang). Sedangkan total modal sendiri dibagi dengan total modal saham yang disetor dan laba ditahan.

Berdasarkan Data Empiris Laporan Keuangan BEI periode 2008-2010 mengenai perkembangan nilai *mean* variabel yang mempengaruhi *DPR* dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

TABEL 1.1

Nilai *mean* faktor-faktor yang mempengaruhi *DPR*

Variabel	2008	2009	2010
Institutional Ownership	0.7607	0.7904	0.7401
ROE	0.2361	0.4837	0.2847
DER	1.2325	1.5192	0.8517
Current Ratio	2.6792	2.4617	2.9983
Tax	0.3648	0.3442	0.2959
DPR (%)	55.74	30.84	27.82

Sumber: ICMD 2011

Berdasarkan tabel diatas, dapat dilihat bahwa pada tahun 2008 variabel kepemilikan institusional mempunyai nilai rata-rata sebesar 0.7607 mengalami peningkatan nilai sebesar 0.0297 menjadi 0.7904 pada tahun 2009, akan tetapi pada tahun 2010, nilai rata-rata variabel kepemilikan institusional menjadi 0.7401 akibat penurunan sebesar 0.0503 dari nilai rata-rata tahun 2009. Nilai variabel rata-rata *ROE* mencatatkan nilai tertinggi pada tahun 2009 yakni 0.4837, akan tetapi mengalami penurunan pada tahun 2010 menjadi sebesar 0.2847. Variabel *DER* mengalami peningkatan nilai rata-rata pada tahun 2009 dengan nilai 1.5192, akan tetapi mengalami penurunan yang sangat tajam pada tahun 2010 menjadi 0.8517. Nilai rata-rata(*mean*) variabel *Current Ratio* mengalami selisih penurunan sebesar 0.2175 (selisih antara 2.6792 dan 2.4617) dari tahun 2008 ke 2009. Akan

tetapi mengalami kenaikan yang cukup signifikan sebesar 0.5366 (Selisih 2.4617 dan 2.9983) dari tahun 2009 ke 2010. Variabel *Tax* dan *DPR* mencatatkan nilai rata-rata yang cenderung turun dimulai pada tahun 2008 sampai 2010.

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menganalisis faktor-faktor yang diduga mempengaruhi kebijakan dividen, antara lain:

Widaningsih (2005) melakukan penelitian mengenai “Analisis Hubungan Interdependensi Antara Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang, Kebijakan Dividen Dan Kepemilikan Institusional”. Hasil penelitian tersebut menunjukkan kepemilikan institusional (*Institusional ownership*) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian Widaningsih (2005) sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Fauz dan Rosidi (2007) serta Darminto (2008). Tetapi kontra dengan hasil penelitian Dewi (2008) yang menunjukkan kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan Chasanah (2008) yang menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Sadalia dan Saragih (2008) melakukan penelitian mengenai “Pengaruh *Profitability* Dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Dividen Tunai Pada Perusahaan Terbuka di Bursa Efek Indonesia” dan menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap Dividen Tunai. Hasil penelitian Sadalia dan saragih (2008) sesuai dengan hasil penelitian Darminto (2008) mengenai pengaruh positif signifikan profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Namun berbeda dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Deitiana

(2009) yang menunjukkan bahwa *Return on Equity (ROE)* mempunyai pengaruh negatif tidak signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen kas.

Mulyono (2009) melakukan penelitian mengenai “Pengaruh *Debt To Equity Ratio, Insider Ownership, Size Dan Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen”. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian Mulyono (2009) memperkuat hasil penelitian yang dilakukan oleh Widiyanti dan Indarto (2012) serta P. Dewi (2011). Namun Kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan Marlina dan Danica (2009), Sunarto (2004), Wicaksana (2012) serta Hadiwidjaja (2008) yang menunjukkan bahwa *Debt To Equity Ratio* tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Sedangkan hasil penelitian Sutrisno (2001), Nuringsih (2005), Darminto (2008) dan Dewi (2011) menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Deitiana (2009) melakukan penelitian mengenai “Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Pembayaran Dividen Kas” dan menemukan bahwa *current ratio* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap DPR. Hasil penelitian Deitiana (2009) sejalan dengan hasil penelitian Darminto (2008) mengenai pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen. Namun berbeda dengan hasil penelitian Widiyanti dan Indarto (2012) yang menunjukkan bahwa variabel *current ratio* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Wibisono (2010) menunjukkan bahwa likuiditas yang diprosikan dengan *current ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Gill et al (2010) melakukan penelitian mengenai “*Determinant Of Dividend Payout Ratio: Evidence From United State*”. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pajak berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian Gill et al (2010) sejalan dengan hasil penelitian Sugiarto (2008) yang menunjukkan bahwa pajak berhubungan positif signifikan terhadap DPR. Namun kontadiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan Anil dan Kapoor (2008) yang menunjukkan bahwa pajak tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio* sedangkan hasil penelitian Hadiwidjaja (2009) menunjukkan bahwa pajak berpengaruh negatif signifikan terhadap DPR.

Widjaja dan Kasenda (2008) melakukan penelitian mengenai “Pengaruh Kepemilikan Institusional, Aktiva Berwujud, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Dalam Industri Barang Konsumsi di BEI”. Hasil menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian Widjaja dan Kasenda (2008) memperkuat hasil penelitian Widaningsih (2005). Namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang Indahningrum dan Handayani (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Mas’ud (2008) melakukan penelitian mengenai “Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Hubungannya Terhadap Nilai Perusahaan”. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Profitabilitas yang diprosikan dengan *return on equity (ROE)* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian Mas’ud (2008) sejalan dengan hasil penelitian

Rachmawardani (2007) namun berbeda dengan hasil penelitian Widjaja dan Kasenda (2008), Wijaya dan Hadianto (2008) serta Indahningrum dan Handayani (2009) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang sedangkan menurut Kesuma (2009) serta Seftianne dan Handayani (2011) profitabilitas berpengaruh negatif tidak signifikan.

Rachmawardani (2007) melakukan penelitian mengenai Analisis Pengaruh Aspek Likuiditas, Risiko Bisnis, Profitabilitas, Dan Pertumbuhan Penjualan Terhadap Struktur Modal Perusahaan (Studi empiris pada sektor keuangan dan perbankan di BEJ Tahun 2000-2005). Hasil menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian Rachmawardani (2007) sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Margaretha dan Ramadhan (2010). Namun kontradiktif dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wijaya dan Hadianto (2008) serta Husein (2008) yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal sedangkan hasil penelitian Seftianne dan Handayani (2011) menunjukkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Berdasarkan hasil penelitian terdahulu mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen yang dijelaskan di atas, maka dapat diringkas ke dalam tabel dibawah ini:

TABEL 1.2
RESEARCH GAP

NO	Variabel	Hasil Penelitian	
		Berpengaruh Signifikan (+/-)	Tidak Berpengaruh
1	Kepemilikan Institusional	Dewi (2008) menunjukkan kepemilikan institusional	Widaningsih (2005), Fauz dan Rosidi (2007) serta

	Terhadap Kebijakan Dividen	berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>dividend payout ratio</i> . Sedangkan Chasanah menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan.	Darminto (2008) menyatakan bahwa kepemilikan institusional (<i>Institusional Ownership</i>) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
2	Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen	Sadalia dan Saragih (2008) dan Darminto (2008) menunjukkan bahwa Profitabilitas mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap dividen tunai.	Deitiana (2009) yang menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan pembayaran dividen kas.
3	Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen	Mulyono (2009), Widiyanti dan Indarto (2011) P. Dewi (2011) menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Sutrisno (2001), Nuringsih (2005) dan Dewi (2011) menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.	Marlina dan Danica (2009), Sunarto (2004), Wicaksana (2012) serta Hadiwidjaja (2008) menunjukkan bahwa struktur modal berpengaruh tidak signifikan terhadap <i>dividend payout ratio</i> .
4	Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen	Widiyanti dan Indarto (2012) menunjukkan bahwa variabel <i>current ratio</i> berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan Wibisono (2010) menunjukkan bahwa likuiditas yang diprosikan dengan <i>current ratio</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>DPR</i> .	Deitiana (2009) dan Darminto (2008) menunjukkan bahwa Likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen kas.
5	Pajak Terhadap Kebijakan Dividen	Gill et al (2010) menunjukkan bahwa pajak berpengaruh positif signifikan terhadap <i>DPR</i> . Hasil penelitian Gill et al (2010) sejalan dengan hasil penelitian Sugiarto (2008) yang menunjukkan bahwa pajak berhubungan positif signifikan terhadap <i>DPR</i>	Anil dan Kapoor (2008) menunjukkan bahwa <i>tax</i> tidak berpengaruh terhadap <i>DPR</i> .

		sedangkan Hadiwidjaja (2009) menunjukkan <i>tax</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>DPR</i>	
6	Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal	Widjaja dan Kasenda (2008) serta Widaningsih (2005) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan menurut Indahningrum dan Handayani (2009) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.	
7	Profitabilitas Terhadap Struktur Modal	Mas'ud (2008) dan Rachmawardani (2007) menunjukkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal sedangkan menurut Widjaja dan Kasenda (2008), Wijaya dan Hadianto (2008) serta Indahningrum dan Handayani (2009) profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan hutang	Kesuma (2009) serta Seftianne dan Handayani (2011) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif tidak signifikan.
8	Likuiditas Terhadap Struktur Modal	Rachmawardani (2007) serta Margaretha dan Ramadhan (2010) menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan Wijaya dan Hadianto (2008) serta Husein (2008) menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal sedangkan	Seftianne dan Handayani (2011) menunjukkan bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Atas dasar perbedaan dalam penemuan diatas, maka penelitian ini mendasarkan pada faktor-faktor yang secara langsung dan tidak langsung

mempengaruhi kebijakan dividen dimana kebijakan dividen ini diproksikan dengan *dividend payout ratio*. Maka penelitian ini dilakukan untuk menguji apakah perubahan *dividend payout ratio* disebabkan karena faktor kepemilikan institusional, profitabilitas, struktur modal, likuiditas dan pajak.

Penelitian ini diberi Judul “*Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, Profitabilitas dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening Serta Pengaruh Pajak Terhadap Kebijakan Dividen*”.

1.2. Rumusan Masalah

Bagi investor dan calon investor yang ingin mendapatkan *return* dalam bentuk dividen atas modal yang sudah ditanamkan perlu memperhatikan kebijakan-kebijakan yang dikeluarkan oleh pihak manajemen. Salah satu kebijakan yang perlu diperhatikan dan berkaitan dengan dividen adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan. Karena besaran dividen yang dibagikan perusahaan diduga dipengaruhi oleh sejumlah faktor maka apabila faktor tersebut nilainya berfluktuasi maka nilai dividen yang dibagikan pun berfluktuasi.

Berdasarkan latar belakang penelitian yang dijelaskan diatas, timbul masalah penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen. Masalah penelitian tersebut bersumber dari:

Fenomena gap yaitu ketidaksesuaian antara teori dengan data empiris yang disebabkan oleh perbedaan perkembangan nilai antara variabel independen dengan variabel dependen. Tabel 1.1 menjelaskan mengenai perkembangan nilai variabel independen yang diproksikan dengan *return on equity*, *current ratio* dan *debt to equity ratio* mengalami fluktuasi naik-turun, sedangkan perkembangan nilai variabel kepemilikan institusional nilainya relatif stabil dan pajak mengalami penurunan. Nilai variabel dependen DPR mengalami penurunan. *Research gap* yaitu terdapat hasil penelitian yang tidak konsisten dari waktu ke waktu dan juga terdapat hasil berbeda pada tempat penelitian yang berbeda mengenai pengaruh variabel independen (kepemilikan institusional, profitabilitas, struktur modal, likuiditas dan pajak) terhadap variabel dependen (kebijakan dividen).

Dengan adanya masalah penelitian (*research problem*) mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi DPR, maka diperlukan penelitian lebih lanjut mengenai faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi DPR pada perusahaan *non financial*.

Dari perumusan masalah diatas, maka diajukan pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan *non financial* yang tercatat di BEI tahun 2008-2010?
2. Bagaimana pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan *non financial* yang tercatat di BEI tahun 2008-2010?
3. Bagaimana pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan *non financial* yang tercatat di BEI tahun 2008-2010?

4. Bagaimana pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan *non financial* yang tercatat di BEI tahun 2008-2010?
5. Bagaimana pengaruh Pajak terhadap Kebijakan Dividen pada perusahaan *non financial* yang tercatat di BEI tahun 2008-2010?
6. Bagaimana pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal pada perusahaan *non financial* yang tercatat di BEI tahun 2008-2010?
7. Bagaimana pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal pada perusahaan *non financial* yang tercatat di BEI tahun 2008-2010?
8. Bagaimana pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal pada perusahaan *non financial* yang tercatat di BEI tahun 2008-2010?
9. Bagaimana pengaruh Kepemilikan Institusional, Profitabilitas dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening pada perusahaan *non financial* yang tercatat di BEI tahun 2008-2010?

1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan dari penelitian "*Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, Profitabilitas dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Struktur Modal Sebagai Variabel Intervening Serta Pengaruh Pajak Terhadap Kebijakan Dividen*" adalah

1. Untuk menganalisis pengaruh dan seberapa jauh pengaruh dari kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen.

2. Untuk menganalisis pengaruh dan seberapa jauh pengaruh dari profitabilitas terhadap kebijakan dividen.
3. Untuk menganalisis pengaruh dan seberapa jauh pengaruh dari struktur modal terhadap kebijakan dividen.
4. Untuk menganalisis pengaruh dan seberapa jauh pengaruh dari likuiditas terhadap kebijakan dividen.
5. Untuk menganalisis pengaruh dan seberapa jauh pengaruh dari pajak terhadap kebijakan dividen.
6. Untuk menganalisis pengaruh dan seberapa jauh pengaruh dari kepemilikan institusional terhadap struktur modal.
7. Untuk menganalisis pengaruh dan seberapa jauh pengaruh dari profitabilitas terhadap struktur modal.
8. Untuk menganalisis pengaruh dan seberapa jauh pengaruh dari likuiditas terhadap struktur modal.
9. Untuk menganalisis pengaruh dan seberapa jauh pengaruh dari Kepemilikan Institusional, Profitabilitas dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen dengan Struktur Modal sebagai Variabel Intervening pada perusahaan *non financial* yang tercatat di BEI tahun 2008-2010?

1.3.2. Manfaat Penelitian

Kegunaan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagi para investor dan calon investor dapat memberikan acuan pengambilan keputusan investasi terkait dengan tingkat keputusan dividen dan struktur modal perusahaan.
2. Bagi pihak manajemen perusahaan, penelitian ini dapat digunakan sebagai salah satu acuan dalam pengambilan keputusan dividen serta penentuan struktur modal yang sesuai dengan kondisi perusahaan.
3. Bagi akademisi dan peneliti, penelitian ini diharapkan dapat menjadi rujukan pengembangan ilmu bisnis dan keuangan mengenai kebijakan dan pembayaran dividen serta penentuan struktur modal yang sesuai dengan kondisi perusahaan.

1.4. Sistematika Penulisan

BAB I : PENDAHULUAN

Dalam pendahuluan berisi tentang latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian serta sistematika penulisan.

BAB II : TELAAH PUSTAKA

Telaah pustaka menguraikan landasan teori yang digunakan sebagai acuan perbandingan untuk membahas masalah yang diangkat, membahas penelitian terdahulu yang sejenis dan kerangka pemikiran penelitian yang

menggambarkan hubungan antar variabel penelitian serta hipotesis penelitian.

BAB III : METODOLOGI PENELITIAN

Bab ini berisi uraian mengenai variabel penelitian dan definisi operasional, populasi dan sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, serta metode analisis yang digunakan untuk menganalisis data penelitian.

BAB IV : HASIL DAN PEMBAHASAN

Menjelaskan deskripsi objek penelitian, seluruh proses dan teknik analisis data sampai hasil dari pengujian seluruh hipotesis penelitian dengan metode yang digunakan.

BAB V : PENUTUP

Bab penutup berisi kesimpulan terhadap hasil pengujian hipotesis, keterbatasan dalam penelitian dan saran untuk penelitian selanjutnya.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Dividen

Ang (1997) menyatakan bahwa dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak (*tax*) dikurangi laba ditahan (*retained earning*) yang ditahan sebagai cadangan modal bagi perusahaan. Dividen diberikan atas rekomendasi direksi perusahaan dan mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam RUPS (*Rapat Umum Pemegang Saham*).

Menurut Ang (1997), berdasarkan bentuk dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham, dividen dapat dibedakan menjadi dua jenis yaitu:

1. Dividen Tunai (*Cash Dividend*)

Dividen tunai merupakan dividen yang dibayarkan dalam bentuk uang tunai (*fresh money*). Pada umumnya pemegang saham lebih menyukai jenis dividen ini karena dapat mengurangi ketidakpastian akan investasi di masa depan.

2. Dividen Saham (*Stock Dividend*)

Dividen saham merupakan dividen yang dibayarkan dalam bentuk saham dengan proporsi tertentu kepada para pemegang saham. Bentuk pembayaran dividen seperti ini menggambarkan bahwa perusahaan sedang melakukan ekspansi atau perluasan usaha sehingga lebih membutuhkan dana secara tunai.

Berdasarkan atas tahun buku, menurut Ang (1997) dividen dapat dibedakan menjadi dua jenis yaitu:

1. Dividen Interim

Merupakan dividen yang dibayarkan oleh perusahaan antara satu tahun buku dengan tahun buku berikutnya atau antara dividen final satu dengan dividen final berikutnya. Dividen interim dapat dibayarkan beberapa kali dalam setahun.

2. Dividen Final

Merupakan dividen hasil pertimbangan setelah penutupan buku dengan tahun buku sebelumnya yang dibayarkan pada tahun buku berikutnya.

2.1.1.1. Kebijakan dividen

Manajemen dan pemegang saham mempunyai kepentingan yang berbeda dalam memperlakukan laba bersih setelah pajak (*earning after tax*). Perusahaan yang diwakili oleh manajemen seringkali menginginkan laba yang diperoleh dari hasil investasi, ditahan dalam bentuk laba ditahan dan selanjutnya diinvestasikan kembali ke dalam kegiatan yang menguntungkan sedangkan pemegang saham umumnya lebih menginginkan laba tersebut dibagikan dalam bentuk dividen tunai. Dua kepentingan yang berbeda dalam memperlakukan laba setelah pajak ini seringkali menimbulkan konflik antara manajemen dengan pemegang saham sehingga perlu adanya suatu kebijakan yang optimal dalam mengatur pembagian dividen. Menurut Brigham dan Houston (2006) kebijakan dividen yang optimal merupakan kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan antara dividen

saat ini dan pertumbuhan dimasa mendatang sehingga dapat memaksimalkan harga saham perusahaan. Dibawah ini beberapa teori yang mendasari kebijakan dividen perusahaan:

2.1.1.1.1. *Dividend Irrelevance Theory*

Dividend irrelevance theory adalah suatu teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya (Brigham dan Houston, 2006). Teori ini mengikuti pendapat Miller dan Modigliani (MM) yang menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *dividend payout ratio* akan tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum bunga dan pajak (EBIT) dan risiko bisnis. Untuk membuktikan teori Modigliani dan Miller (MM) mengenai *Irrelevance Theory* dikemukakan berbagai asumsi sebagai berikut :

- a. Tidak ada pajak perseorangan dan pajak penghasilan perusahaan.
- b. Tidak ada biaya emisi atau *flotation cost* dan biaya transaksi.
- c. Kebijakan penganggaran modal perusahaan independen terhadap kebijakan dividen.
- d. Investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang kesempatan investasi di masa yang akan datang.
- e. Distribusi pendapatan diantara dividen dan laba ditahan tidak berpengaruh terhadap tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor.

2.1.1.1.2. *Bird In The Hand Theory*

Teori ini menjelaskan bahwa nilai perusahaan akan turun apabila rasio pembayaran dividen diturunkan atau tidak dibayarkan sama sekali, karena para

investor lebih yakin terhadap penerimaan dividen dibandingkan keuntungan selisih harga saham (*capital gain*). Pendapat Gordon dan Lintner oleh Modigliani dan Miller (MM) diberi nama *the bird in the hand fallacy*.

Gordon dan Lintner menyatakan bahwa investor lebih tertarik pada satu burung di tangan lebih berharga dari pada seribu burung di udara. Sementara ini Modigliani dan Miller (MM) berpendapat bahwa hampir semua investor berkepentingan untuk menginvestasikan kembali dividen yang diperoleh ke perusahaan yang sama atau saham yang sama oleh sebab itu, tingkat resiko pendapatan investor di masa yang akan datang bukan ditentukan oleh kebijakan dividen tetapi ditentukan oleh tingkat resiko arus kas operasi.

2.1.1.1.3. Tax Preference Theory

Apabila *capital gain* dikenakan pajak dengan tarif lebih rendah dari pada pajak atas dividen, maka saham yang memiliki pertumbuhan tinggi menjadi lebih menarik. Tetapi sebaliknya jika *capital gain* dikenai pajak yang sama dengan pendapatan atas dividen, maka keuntungan *capital gain* menjadi berkurang. Namun demikian pajak atas *capital gain* masih lebih baik dibandingkan dengan pajak atas dividen, karena pajak atas *capital gain* baru dibayar setelah saham dijual sementara pajak atas dividen harus dibayar setiap tahun setelah pembayaran dividen.

Selain itu, periode investasi juga mempengaruhi pendapatan investor. Jika investor hanya membeli saham untuk jangka waktu satu tahun, maka tidak ada bedanya antara pajak atas *capital gain* dan pajak atas dividen. Jadi investor akan meminta tingkat pengembalian yang tinggi atas pengenaan pajak

yang lebih tinggi terhadap perusahaan yang membagikan *dividend yield*. Oleh karenanya, teori ini menyarankan bahwa perusahaan sebaiknya menentukan *dividend payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen.

2.1.1.2. Kebijakan Pembagian Dividen

Perusahaan harus memutuskan berapa besar keuntungan yang akan ditahan dalam bentuk laba ditahan dan berapa besar keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Menurut Riyanto (1998) ada tiga jenis alternatif kebijakan mengenai pembayaran dividen yaitu:

1. Kebijakan dividen stabil.

Kebijakan dividen stabil adalah jumlah dividen perlembar saham yang dibayarkan relatif tetap setiap tahun selama jangka waktu tertentu.

2. Kebijakan dividen dengan penetapan *dividend payout ratio* yang konstan.

Kebijakan ini menetapkan *dividend payout ratio* yang konstan misalnya 50%. Ini berarti bahwa jumlah dividen yang dibagikan perlembar saham akan berfluktuasi sesuai dengan perkembangan laba bersih yang diperoleh perusahaan setiap tahunnya.

3. Kebijakan dividen dengan penetapan dividen minimal ditambah jumlah ekstra tertentu.

Kebijakan ini menetapkan jumlah rupiah minimal dividen perlembar saham setiap tahunnya dan apabila dalam kondisi keuangan yang lebih baik, perusahaan akan membayarkan dividen ekstra diatas jumlah minimal

dibayarkan tersebut. Tetapi bila keuangan perusahaan dalam keadaan yang kurang baik, maka yang dibayarkan hanya dividen minimal saja.

4. Kebijakan dividen yang fleksibel.

Kebijakan ini menetapkan besarnya *dividend payout ratio* setiap tahunnya disesuaikan dengan posisi keuangan dan kebijakan keuangan perusahaan.

2.1.1.3. Prosedur Pembagian Dividen

Didalam pembayaran dividen, emiten akan mengumumkan secara resmi jadwal pelaksanaan pembayaran dividen tersebut baik dividen tunai maupun dividen saham. Tanggal-tanggal yang perlu diperhatikan dalam pembayaran dividen adalah sebagai berikut (Ang, 1997) :

1. Tanggal Pengumuman (*Declaration Date*)

Tanggal saat direksi mengumumkan rencana pembagian dividen.

2. Tanggal *Cum Dividend* (*Dividend Cum Date*)

Tanggal terakhir perdagangan saham yang masih melekat hak investor yang memegang saham untuk mendapatkan dividen.

3. Tanggal *Ex Dividend* (*Ex Dividend Date*)

Tanggal pada saat hak atas dividen periode berjalan dilepaskan dari sahamnya, umumnya jangka waktunya empat hari kerja sebelum tanggal pencatatan pemegang saham.

4. Tanggal Pencatatan Pemegang Saham (*Date of The Record*)

Tanggal dimana investor harus terdaftar sebagai pemegang saham emiten sehingga mempunyai hak untuk mendapatkan dividen tunai.

5. Tanggal Pembayaran dividend (*Payment Date*)

Tanggal pembayaran dividen kepada para pemegang saham yang sudah tercatat di *Date of The Record*.

2.1.1.4. *Dividend Payout Ratio*

Van Horne dan Wachowicz (2007) menyatakan *dividend payout ratio* adalah dividen tunai tahunan yang dibagi dengan laba tahunan atau dividen perlembar saham yang dibagi dengan laba perlembar saham. Rasio ini menunjukkan presentase laba yang dibayarkan kepada pemegang saham secara tunai. Sedangkan menurut Robert Ang (1997) dividen dapat didefinisikan sebagai nilai tambah pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi laba ditahan yang umumnya digunakan sebagai cadangan modal perusahaan. Sehingga *dividend payout ratio (DPR)* merupakan suatu keputusan untuk menentukan berapa besar bagian laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan berapa besar akan disisihkan untuk investasi dimasa yang akan datang. *dividend payout ratio* juga berkaitan erat dengan *debt to equity ratio*.

Sistematika DPR dapat dirumuskan sebagai berikut (Ang, 1997) :

$$DPR = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}}$$

Ang (1997) menyatakan bahwa *dividend payout ratio* merupakan perbandingan antara *dividend per share* dengan *earning per share*, jadi secara perspektif yang dilihat adalah pertumbuhan *dividend per share* terhadap pertumbuhan *earning per share* pada periode yang bersangkutan.

Kebijakan dividen merupakan salah satu kebijakan yang sangat penting dan krusial bagi pemegang saham dan perusahaan. Oleh karena itu, perlu untuk mengetahui faktor-faktor apa saja yang mempengaruhinya. Menurut Sutrisno (2001) faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen antara lain:

1. Cash Position

Posisi kas suatu perusahaan merupakan faktor yang harus dipertimbangkan, sebelum membuat keputusan untuk menentukan dividen yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham atau dipergunakan untuk modal investasi.

2. Growth Potential

Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan maka akan semakin besar pula dana yang dibutuhkan untuk melakukan ekspansi operasi. Semakin besar dana yang dibutuhkan di masa mendatang, akan memungkinkan perusahaan menahan keuntungan dan tidak membagikan dividen kepada pemegang saham.

3. Firm Size

Suatu perusahaan besar yang sudah mapan akan memiliki akses mudah menuju pasar modal, sedangkan perusahaan yang baru dan masih kecil akan mengalami banyak kesulitan untuk mengakses pasar modal. Karena kemudahan akses yang dimiliki perusahaan besar, umumnya perusahaan besar memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan baru dan masih kecil.

4. Debt to Equity Ratio

Debt to Equity Ratio mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang perusahaan tersebut.

5. *Profitability*

Profitability adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasinya. Dividen adalah sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan. Oleh karenanya, dividen akan dibagikan jika perusahaan mendapat laba. Keuntungan yang layak bagi para pemegang saham adalah keuntungan yang sudah memenuhi kewajiban seperti bunga dan pajak.

6. *Holding*

Holding merupakan banyaknya pihak dari para pemegang saham dalam suatu periode. Untuk pihak luar dihitung menjadi satu pihak, sedangkan untuk pihak dalam perusahaan dihitung dengan pihak kepemilikannya berdasarkan banyaknya orang atau institusi.

7. *Dividend Payout Ratio*

Dividend payout ratio yang ditentukan perusahaan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham setiap tahun yang dilakukan berdasarkan besar kecilnya laba setelah pajak. Jumlah dividen yang dibayarkan akan mempengaruhi harga saham atau kesejahteraan para pemegang saham.

2.1.2. Struktur Modal

Struktur modal adalah kebijakan mengenai pembiayaan pembelanjaan permanen perusahaan, yang terutama berupa total kewajiban dan modal sendiri (Husnan dan Pudjiastuti, 2002). Sedangkan menurut San dan Heng (2009) kebijakan struktur modal adalah kerangka keuangan perusahaan yang terdiri dari hutang dan modal sendiri. Jadi struktur modal suatu perusahaan adalah hanya

sebagian dari struktur keuangannya. Setiap keputusan pendanaan mengharuskan manajer perusahaan untuk mempertimbangkan aspek manfaat dan biaya dari sumber-sumber dana yang akan digunakan, karena masing-masing sumber dana mempunyai konsekuensi finansial yang berbeda.

Secara umum, sumber pendanaan perusahaan dibagi menjadi dua kategori yaitu pendanaan internal dan pendanaan eksternal. Pendanaan internal dapat diperoleh dari laba ditahan, agio saham dan modal saham sedangkan pendanaan eksternal dapat diperoleh dari penerbitan hutang dan penerbitan saham baru.

2.1.2.1. Teori Struktur Modal

Berikut ini akan dijelaskan lebih luas mengenai beberapa konsep struktur modal yang dikemukakan oleh para ahli seperti: pendekatan tradisional, pendekatan Modigliani dan Miller (MM), pendekatan laba bersih atau *net income* (NI), pendekatan laba bersih operasi atau *net operating income* (NOI), *pecking order* dan *balanced theory*.

2.1.2.1.1. Pendekatan Tradisional

Pendekatan tradisional menjelaskan bahwa pasar modal sempurna dan tidak ada pajak, nilai perusahaan (biaya modal perusahaan) bisa dirubah dengan merubah struktur modalnya. Pendapat ini dominan sampai dengan awal 1950-an. Keadaan perusahaan akan menjadi lebih baik setelah perusahaan menggunakan hutang karena nilai perusahaan meningkat (biaya modal perusahaan menurun).

Pendekatan ini mengasumsikan bahwa hingga *leverage* tertentu, risiko perusahaan tidak mengalami perubahan, sehingga baik k_e maupun k_d relatif konstan (Agus, 2001). Namun demikian setelah *leverage* melewati batas tertentu,

biaya hutang dan biaya modal sendiri akan meningkat. Peningkatan biaya modal akan semakin besar dan bahkan akan semakin besar daripada manfaat hutang karena penggunaan hutang yang lebih murah. Akibatnya biaya modal rata-rata tertimbang pada awalnya menurun dan setelah *leverage* tertentu akan meningkat. Oleh karena itu, nilai perusahaan awalnya meningkat dan akan menurun sebagai akibat dari penggunaan hutang yang semakin besar. Dengan demikian menurut pendekatan tradisional terdapat struktur modal optimal untuk setiap perusahaan. Struktur modal optimal tersebut terjadi pada saat nilai perusahaan maksimum atau struktur modal yang mengakibatkan WACC minimum.

2.1.2.1.2. Pendekatan Modigliani dan Miller

Pendekatan MM menyebutkan bahwa kemungkinan munculnya proses *arbitrase* akan membuat harga saham (nilai perusahaan) yang tidak menggunakan hutang maupun yang menggunakan hutang, nilainya sama. Proses *arbitrase* muncul karena investor selalu menyukai investasi yang memerlukan dana yang lebih sedikit tetapi memberikan penghasilan bersih yang sama dengan tingkat risiko yang sama pula. Dalam keadaan pasar modal sempurna dan tidak ada pajak, MM merumuskan bahwa biaya modal akan berperilaku sebagai berikut:

$$K_e = K_{eu} + (K_{eu} - K_d) (B/S)$$

Keterangan:

K_e = biaya modal sendiri setelah menggunakan hutang

K_{eu} = biaya modal sendiri sebelum menggunakan hutang

K_d = biaya bunga

S = nilai modal sendiri

B = nilai hutang

Dengan demikian MM menunjukkan bahwa dalam keadaan pasar modal sempurna dan tidak ada pajak, maka keputusan pendanaan menjadi tidak relevan. Artinya penggunaan hutang atau modal sendiri akan memberikan dampak yang sama bagi kemakmuran pemilik perusahaan. Dalam keadaan ada pajak, MM berpendapat bahwa keputusan pendanaan menjadi relevan, karena pada umumnya bunga yang dibayarkan dapat dipergunakan untuk mengurangi penghasilan yang dikenakan pajak (bersifat *tax deductible*). Dengan kata lain, apabila ada dua perusahaan yang memperoleh laba operasi sama, tetapi yang satu menggunakan hutang sedangkan satunya tidak, maka perusahaan yang membayar bunga akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil. Penghematan membayar pajak merupakan manfaat bagi pemilik perusahaan, maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar daripada perusahaan yang tidak menggunakan hutang.

Dalam praktiknya terdapat berbagai kritikan berkenaan dengan pendekatan MM antara lain:

1. Pendekatan MM mengasumsikan bahwa tidak adanya biaya transaksi, maka proses *arbitrase* boleh dikatakan tanpa biaya, namun di dalam realita komisi untuk para broker itu cukup tinggi.
2. Pada awalnya MM mengasumsikan bahwa investor dan perusahaan memiliki akses yang sama terhadap lembaga keuangan. Akan tetapi investor besar mungkin memperoleh hutang dengan bunga yang lebih rendah sedangkan investor individu mungkin harus meminjam dengan suku bunga yang tinggi.

3. Tidak adanya *agency problem* yang dapat menimbulkan biaya besar.
4. Tidak ada pertimbangan *financial distress* yang mungkin dihadapi perusahaan.

2.1.2.1.3. Pendekatan Laba Bersih

Pendekatan laba bersih mengasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi (K_e) yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah hutangnya dengan tingkat biaya hutang (K_d) yang konstan pula. Hal ini disebabkan K_e dan K_d konstan maka semakin besar hutang yang digunakan perusahaan, biaya modal rata-rata tertimbang (K_o) akan semakin kecil.

$$K_o = \frac{D}{(D + E)} K_d(1 - T) + \frac{E}{(D + E)} K_e$$

Dimana: K_d = biaya hutang

K_e = biaya modal sendiri

K_o = biaya modal rata-rata tertimbang

D = nilai pasar hutang perusahaan

E = nilai pasar saham biasa

T = tingkat pajak perusahaan

2.1.2.1.4. Pendekatan Laba Operasi Bersih

Pendekatan NOI mengasumsikan bahwa investor memiliki reaksi yang berbeda terhadap penggunaan hutang oleh perusahaan. Pendekatan ini melihat bahwa biaya modal rata-rata tertimbang konstan berapapun tingkat hutang yang digunakan. Pertama diasumsikan bahwa biaya hutang konstan seperti halnya dalam pendekatan laba bersih.

Kedua, penggunaan hutang yang semakin besar oleh pemilik modal sendiri dilihat sebagai peningkatan risiko perusahaan. Oleh karena itu tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh pemilik modal sendiri akan meningkat sebagai akibat meningkatnya risiko perusahaan. Konsekuensinya biaya modal rata-rata tertimbang tidak mengalami perubahan dan keputusan struktur modal menjadi tidak penting.

2.1.2.1.5. Balanced Theory dan Pecking Order

Berdasarkan *balanced theory*, perusahaan berusaha mempertahankan struktur modal yang ditargetkan dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan. Sedangkan menurut *pecking order theory*, perusahaan berusaha menerbitkan sekuritas pertama kali berdasarkan sumber internal seperti *retained earning*, kemudian hutang berisiko rendah dan terakhir ekuitas (Myers, 1984). *Balanced theory* yang selanjutnya disebut dengan *trade off theory* sebagai penyeimbang manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat lebih besar, hutang akan ditambah. Menurut Husnan (1997) bahwa secara garis besar dapat disimpulkan bahwa *balanced theory* mengikuti pola keseimbangan antara keuntungan penggunaan dana dari hutang dengan tingkat bunga yang tinggi dan biaya kebangkrutan. *Asimetric information*, biaya transaksi dan biaya emisi merupakan faktor-faktor yang mempengaruhi pendanaan berdasarkan *pecking order theory*, sehingga mendorong perilaku *pecking order theory* (Myers 1984 dalam Beskin 1989). Untuk mengurangi berbagai biaya yang timbul dari pemilihan dana antara hutang dan ekuitas para manajer akan menerbitkan sekuritas yang berisiko paling kecil. *Pecking order*

theory cenderung memilih pendanaan sesuai dengan urutan risiko yaitu *retained earning*.

Menurut Myers dan Majluf (1984) *pecking order theory* menyatakan beberapa hal antara lain:

1. Perusahaan cenderung memilih *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan)
2. Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian dividen yang ditargetkan dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran dividen secara drastis.
3. Kebijakan dividen yang relatif susah untuk dirubah, disertai dengan fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga, mengakibatkan dana hasil operasi kadang-kadang melebihi kebutuhan dana untuk investasi, meskipun dalam kesempatan lain mungkin kurang.
4. Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas paling aman terlebih dahulu. Perusahaan akan menerbitkan obligasi terlebih dahulu, kemudian diikuti dengan sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi) baru, bila masih belum mencukupi saham baru diterbitkan.
5. Dalam *pecking order theory*, tidak ada suatu target *debt to equity ratio*, karena ada dua jenis modal sendiri, yaitu internal dan eksternal. Modal sendiri yang berasal dari dalam perusahaan lebih disukai daripada modal sendiri yang berasal dari luar perusahaan.

Ada dua alasan mengapa dana eksternal lebih disukai dalam bentuk hutang daripada modal sendiri. Pertama, perimbangan biaya emisi. Biaya emisi obligasi lebih murah dari biaya emisi saham baru, hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham. Hal ini disebabkan antara lain kemungkinan terjadi asimetri informasi diantara pihak manajemen dan calon investor.

2.1.2.2. Faktor yang mempengaruhi Struktur Modal

Terlepas dari pendekatan mana yang akan diambil untuk menentukan struktur modal yang optimal, para manajer keuangan perlu mempertimbangkan beberapa faktor yang menentukan struktur modal. Menurut Husnan (1997) faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal antara lain:

1. Lokasi distribusi keuntungan

Lokasi distribusi keuntungan adalah seberapa besar nilai yang diharapkan (*expected value*) dari keuntungan operasi perusahaan. Semakin besar *expected value* keuntungan, semakin kecil perusahaan menderita kerugian. Hal ini pula yang menjelaskan mengapa perusahaan yang memilih menerbitkan obligasi kemudian mengalami kenaikan harga saham. Para pemodal nampaknya menggunakan keputusan untuk menerbitkan obligasi tersebut sebagai *signal* bahwa perusahaan akan menghadapi kesempatan investasi yang menguntungkan. Dengan demikian kenaikan harga saham mungkin disebabkan oleh penghematan pajak karena menggunakan hutang dan diharapkan perusahaan akan memperoleh NPV positif dari penggunaan hutang tersebut.

2. Stabilitas penjualan dan keuntungan

Stabilitas penjualan yang mempengaruhi stabilitas keuntungan juga merupakan faktor yang mempengaruhi rasio hutang yang dipergunakan perusahaan. Semakin stabil keuntungan, semakin besar kemungkinan perusahaan mampu memenuhi kewajiban finansialnya. Dengan demikian maka perusahaan akan semakin berani menggunakan hutang. Hal ini dapat dijelaskan dalam konsep *Capital Assets Pricing Models* (CAPM). Perusahaan yang mempunyai keuntungan operasi yang stabil akan mempunyai beta aktiva yang rendah. Dengan demikian perusahaan akan berani menggunakan *leverage* yang lebih besar.

3. Kebijakan dividen

Apabila perusahaan cenderung membagikan dividen yang jumlahnya tetap, maka pembayaran tersebut akan merupakan beban tetap bagi perusahaan. Dengan demikian maka perusahaan yang menggunakan *leverage* yang tinggi akan sulit untuk mempertahankan pembayaran dividen yang tetap tersebut. Hal ini disebabkan karena *leverage* yang tinggi juga akan menimbulkan beban tetap yang tinggi pula.

4. Pengendalian

Pemilik perusahaan mungkin memilih menggunakan hutang karena tidak ingin kehilangan kendali atas perusahaan. Apabila perusahaan menerbitkan saham baru maka proporsi kepemilikan pemegang saham yang lama akan berkurang. Pemegang saham lama yang tidak memiliki cukup modal, padahal perusahaan memerlukan tambahan dana dapat memutuskan untuk menerbitkan obligasi dengan maksud agar tidak kehilangan kendali atas perusahaan.

5. Risiko kebangkrutan

Apabila perusahaan dihadapkan pada meningkatnya tingkat bunga pinjaman sewaktu perusahaan akan menggunakan hutang yang semakin besar, maka hal ini berarti bahwa calon pembeli obligasi mulai memasukkan risiko kebangkrutan dalam analisisnya. Dengan demikian perusahaan mungkin berpendapat untuk lebih baik tidak melanggar batas pinjaman yang sudah dirasa aman.

Sedangkan Menurut Riyanto (2001) struktur modal perusahaan dipengaruhi oleh banyak faktor dimana faktor-faktor yang utama adalah:

1. Tingkat bunga

Pada waktu perusahaan merencanakan pemenuhan kebutuhan modal adalah sangat dipengaruhi oleh tingkat bunga yang berlaku pada waktu itu. Tingkat suku bunga akan mempengaruhi pemilihan jenis modal apa yang akan ditarik, apakah perusahaan akan mengeluarkan saham atau obligasi. Sebagaimana diuraikan dimuka bahwa penarikan obligasi hanya dibenarkan apabila tingkat bunganya lebih rendah daripada *earning power* dari tambahan modal tersebut.

2. Stabilitas dari Earning

Stabilitas dan besarnya *earning* yang diperoleh oleh perusahaan akan menentukan apakah perusahaan tersebut dibenarkan untuk menarik modal dengan beban tetap atau tidak. Suatu perusahaan yang mempunyai *earning* yang stabil akan dapat memenuhi kewajiban finansialnya sebagai akibat dari penggunaan modal asing. Sebaliknya perusahaan yang mempunyai *earning* tidak stabil akan

menanggung risiko tidak dapat membayar bunga atau tidak dapat membayar angsuran-angsuran hutang pada tahun-tahun atau keadaan yang buruk.

3. Susunan dari Aktiva

Kebanyakan perusahaan industri dimana sebagian besar dari modalnya tertanam dalam bentuk aktiva tetap akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan modalnya dari modal permanen yaitu modal sendiri, sedang modal asing sifatnya adalah sebagai pelengkap. Hal ini dapat dihubungkan dengan adanya aturan struktur finansial konservatif yang horizontal yang menyatakan bahwa besarnya modal sendiri hendaknya paling sedikit dapat menutup jumlah aktiva tetap plus aktiva lain yang sifatnya permanen.

4. Kadar Risiko dari Aktiva

Tingkat atau kadar risiko dari setiap aktiva di dalam perusahaan adalah tidak sama. Makin panjang jangka waktu penggunaan suatu aktiva di dalam perusahaan, makin besar derajat risikonya. Dengan perkembangan dan kemajuan teknologi dan ilmu pengetahuan yang tak ada henti-hentinya, dalam artian ekonomis dapat mempercepat tidak digunakannya suatu aktiva, meskipun dalam artian teknis masih dapat digunakan.

5. Besarnya Jumlah Modal yang dibutuhkan

Besarnya jumlah modal yang dibutuhkan juga mempunyai pengaruh terhadap jenis modal yang akan ditarik. Apabila modal yang dibutuhkan dapat dipenuhi hanya dari satu sumber saja, maka tidak perlu mencari sumber lain. Sebaliknya apabila jumlah modal yang dibutuhkan adalah sangat besar, sehingga tidak dapat dipenuhi dari satu sumber saja, maka perlu dicari sumber yang lain.

Dengan demikian, apabila jumlah modal yang dibutuhkan sangat besar, maka dirasakan perlu bagi perusahaan untuk mengeluarkan beberapa golongan securities secara bersama-sama, sedangkan bagi perusahaan yang membutuhkan modal yang tidak begitu besar cukup hanya mengeluarkan satu golongan securities saja.

6. Keadaan pasar Modal

Keadaan pasar modal sering mengalami perubahan karena adanya gelombang konjungtur. Pada umumnya apabila gelombang meninggi (*up-swing*) para investor lebih tertarik untuk menanamkan modalnya dalam saham. Berkaitan dengan itu maka perusahaan dalam rangka untuk mengeluarkan atau menjual securities haruslah menyesuaikan dengan keadaan pasar modal tersebut.

7. Sifat manajemen

Sifat manajemen akan mempunyai pengaruh yang langsung dalam pengambilan keputusan mengenai cara pemenuhan kebutuhan dana. Manajer yang bersifat optimis yang memandang masa depannya dengan cerah, yang mempunyai keberanian untuk menanggung risiko yang besar (*risk seeker*), akan lebih berani untuk membiayai pertumbuhan penjualannya dengan dana yang bersumber dari hutang (*debt financing*) meskipun metode pembelanjaan dengan utang ini memberikan beban finansial yang tetap. Sebaliknya seorang manajer yang bersifat pesimis akan lebih suka membelanjai pertumbuhan penjualannya dengan dana yang bersumber dari dalam perusahaan atau dengan modal saham (*equity financing*) yang tidak mempunyai beban tetap.

8. Besarnya suatu perusahaan

Suatu perusahaan yang besar dimana sahamnya tersebar sangat luas, setiap perluasan modal saham hanya akan mempunyai pengaruh kecil terhadap kemungkinan hilangnya atau bergesernya control dari pihak dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan. Sebaliknya perusahaan yang kecil dimana sahamnya hanya tersebar di lingkungan kecil, penambahan jumlah saham akan mempunyai pengaruh yang besar terhadap kemungkinan hilangnya kontrol pihak dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan. Dengan demikian maka pada perusahaan yang besar dimana sahamnya tersebar sangat luas akan lebih berani mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhan pertumbuhan penjualan dibandingkan dengan perusahaan yang kecil.

2.1.3. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan Institusional merupakan salah satu cara yang dapat digunakan untuk mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dan pihak manajemen perusahaan. Menurut Jensen dan Meckling (1976) biaya keagenan dapat dikurangi, salah satu caranya dengan melakukan monitoring melalui investor-investor institusional.

Menurut Wahidahwati (2002) bahwa distribusi saham antara pemegang saham dari luar seperti investor institusional dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini disebabkan karena kepemilikan institusional mewakili sumber kekuasaan yang mampu digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap kedudukan manajemen. Jadi kepemilikan saham atas perusahaan mencerminkan hak atas

kepemilikan perusahaan, sehingga semakin tinggi kepemilikan yang dimiliki pihak institusional maka kontrol perusahaan akan semakin tinggi pula.

Pemilik perusahaan mungkin memilih menahan lebih banyak laba atau menggunakan hutang karena tidak ingin kehilangan kendali atas perusahaan. Apabila perusahaan menerbitkan saham baru maka proporsi kepemilikan pemegang saham yang lama akan berkurang. Pemegang saham lama yang tidak memiliki cukup modal, padahal perusahaan memerlukan tambahan dana dapat menahan laba dan atau menerbitkan obligasi dengan maksud agar tidak kehilangan kendali atas perusahaan.

2.1.4. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan salah satu faktor utama yang selalu diperhatikan baik oleh manajemen perusahaan maupun pemegang saham. Profitabilitas dapat diprosikan dalam variabel *return on equity*. *Return On Equity* menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan ekuitas atau modal yang dimiliki. Laba yang dimaksud adalah keuntungan yang tersedia untuk pemegang saham (*earning for stockholders*) atau laba setelah pajak (*EAT*).

Semakin besar nilai *ROE* perusahaan menunjukkan kemampuan manajemen dalam memberdayakan dan maemanfaatkan modal sendiri sangatlah efektif dan efisien sehingga keuntungan yang diperoleh perusahaan relatif besar. Begitu sebaliknya, semakin kecil nilai *ROE* perusahaan menunjukkan kemampuan manajemen dalam memberdayakan dan maemanfaatkan modal sendiri sangat tidak efektif dan efisien sehingga laba yang diperoleh relatif kecil.

Sadalia dan Saragih (2008) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki laba besar bersih setelah pajak cenderung untuk membagikan dividen yang relatif besar kepada para pemegang saham. Hal ini sejalan dengan pendapat Mas'ud (2008) yang menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki laba besar dapat membayar biaya tetap berupa biaya bunga tepat waktu dan jumlahnya.

2.1.5. Struktur Modal

Variabel struktur modal diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio (DER)*. *Debt to Equity Ratio (DER)* digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* (penggunaan utang) terhadap *total shareholders' equity* yang dimiliki perusahaan (Robbert Ang, 1997). Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham dalam bentuk dividen karena kewajiban dalam membayar hutang lebih diutamakan daripada pembagian dividen (Marlina dan Danica, 2009). Modigliani dan Miller (1968) menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya *DER* akibat dari adanya efek *corporate tax shield*. Sehingga perusahaan yang memiliki hutang besar akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil daripada perusahaan yang memiliki hutang kecil.

2.1.6. Likuiditas

Likuiditas merupakan salah satu faktor penting yang perlu dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk memberikan dan menetapkan jumlah dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham serta perlu tidaknya

menggunakan hutang untuk modal investasi. Keputusan suatu perusahaan untuk membagikan dividen serta besarnya dividen yang dapat dibagikan kepada para pemegang saham sangat tergantung pada likuiditas perusahaan tersebut. Perusahaan yang memiliki likuiditas tinggi akan cenderung menggunakan dana tersebut untuk modal investasi serta membayar dividen. Dengan demikian, likuiditas mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen dan struktur modal. Menurut Widiyanti dan Indarto (2012) menyebutkan bahwa likuiditas terhadap *dividend payout ratio* berpengaruh positif dan signifikan, artinya semakin tinggi likuiditas maka semakin tinggi *dividend payout ratio* atau semakin rendah likuiditas maka semakin rendah *dividend payout ratio*. Sedangkan menurut Wijaya dan Hadianto (2008) serta Husein (2008) menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal, artinya semakin besar likuiditas suatu perusahaan maka perusahaan tersebut dapat mendanai investasinya dengan modal sendiri daripada menggunakan hutang.

2.1.7. Pajak

Pajak (*Tax*) adalah salah satu variabel yang digunakan untuk mengukur tingkat profitabilitas perusahaan dalam periode fiskal. Pajak yang dibayarkan oleh perusahaan atas pendapatan kena pajak adalah berdasarkan struktur tarif pajak perusahaan yang diatur didalam UU Pajak. Pajak menunjukkan tingkat ekspektasi pemegang saham atas return dari saham yang dimiliki. Perusahaan yang memiliki pajak besar menandakan bahwa penghasilan yang diperoleh perusahaan juga besar. Perusahaan yang memiliki pajak besar cenderung membagikan dividen

dengan porsi yang besar pula. Apabila perusahaan mengalami kerugian dalam satu tahun pajak, dapat digunakan untuk menutupi keuntungan pada tahun-tahun berikutnya sehingga tahun-tahun tersebut pajak penghasilan perusahaan lebih kecil atau tidak terutang. Kompensasi kerugian dalam pajak penghasilan diatur didalam UU No 36 tahun 2008 pasal 6 ayat 2 huruf b. Adapun beberapa hal penting yang perlu diperhatikan dalam kompensasi kerugian ini adalah:

1. Istilah kerugian merujuk kepada kerugian fiskal bukan kerugian komersial. Kerugian atau keuntungan fiskal adalah selisih antara penghasilan dan biaya-biaya yang telah memperhitungkan ketentuan Pajak Penghasilan.
2. Kompensasi kerugian hanya diperkenankan selama lima tahun ke depan secara berturut-turut. Apabila pada akhir tahun kelima ternyata masih ada kerugian yang tersisa maka sisa kerugian tersebut tidak dapat lagi dikompensasikan.
3. Kompensasi kerugian hanya untuk wajib pajak, baik badan maupun orang pribadi, yang melakukan kegiatan usaha yang penghasilannya tidak dikenakan PPh Final dan perhitungan Pajak Penghasilannya tidak menggunakan norma penghitungan.
4. Kerugian usaha di luar negeri tidak bisa dikompensasikan dengan penghasilan dari dalam negeri.

2.2. Pengaruh Variabel Bebas Terhadap Variabel Terikat

2.2.1. Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan institusional adalah proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi pada akhir tahun yang diukur dalam prosentase. Menurut *agency teory*, tingkat saham institusional yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku *opportunistic* manajer, yaitu manajer melaporkan laba secara *opportunis* untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya. Menurut Dewi (2008) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi biaya keagenan. Penelitian Dewi (2008) didukung oleh penelitian Crutchley et all (1999) dalam Widaningsih, (2005) yang menyebutkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen karena semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan sehingga mengurangi biaya keagenan dan perusahaan akan cenderung memberikan dividen yang rendah.

Dari penelitan terdahulu dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H1 : Terdapat Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen.

2.2.2. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas merupakan variabel yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Pada tingkat profitabilitas tinggi, perusahaan mengalokasikan dividen yang rendah (Jensen, Solberg dan Zorn,

1992). Hal ini dikarenakan perusahaan mengalokasikan sebagian besar keuntungan sebagai sumber dana internal. Pada ROE tinggi, perusahaan membayar dividen rendah karena keuntungan akan digunakan untuk meningkatkan porsi laba ditahan. Dengan cara seperti ini, sumber dana internal meningkat sehingga perusahaan dapat menunda penggunaan hutang atau emisi saham baru. sebaliknya bila ROE rendah maka perusahaan membayar dividen yang tinggi. Hal ini dilakukan karena perusahaan mengalami penurunan profit sehingga untuk menjaga reputasi dipihak investor, perusahaan akan membagikan dividen tinggi (Nuringsih, 2005).

Dari penelitian terdahulu dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H2 : Terdapat Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

2.2.3. Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen

Debt to Equity Ratio digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* terhadap *total shareholder's equity* yang dimiliki perusahaan. Menurut Modigliani dan Miller (1968) dalam Mulyono (2009) menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya DER karena adanya efek dari *corporate tax shield*. Sehingga dengan menggunakan hutang perusahaan akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar. Ang (1997) menyatakan bahwa DER dapat dihitung dengan rumus: $DER = TD/TE$

Keterangan:

DER : *Debt To Equity Ratio*

TD : *Total Debt*

TE : *Total Equity*

Semakin besar Struktur Modal yang diproksikan dengan (*DER*) menandakan struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang-hutang relatif terhadap ekuitas. Pembayaran dividen yang lebih besar meningkatkan kesempatan untuk memperbesar modal dari sumber eksternal. Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan (Mulyono, 2009).

Dari penelitian terdahulu dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H3 : Terdapat Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen

2.2.4. Pengaruh Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen

Likuiditas yang diproksikan dengan *current ratio* menggambarkan kemampuan likuiditas perusahaan untuk membayar kewajiban financial jangka pendek tepat pada waktunya. Menurut Husnan (2004) *Current Ratio* adalah suatu rasio untuk mengukur seberapa jauh aktiva lancar perusahaan bisa dipakai untuk memenuhi kewajiban lancarnya.

Keputusan suatu perusahaan untuk membagikan dividen serta besarnya dividen yang dapat dibagikan kepada para pemegang saham sangat tergantung pada likuiditas perusahaan tersebut. Meskipun perusahaan memperoleh laba yang tinggi namun apabila likuiditas menunjukkan keadaan yang tidak begitu baik, perusahaan mungkin tidak dapat membayar dividen. Dengan demikian, likuiditas

memiliki pengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*. Menurut Widiyanti dan Indarto (2012) menyebutkan bahwa likuiditas terhadap *dividend payout ratio* bersifat positif dan signifikan artinya semakin tinggi likuiditas maka semakin tinggi *dividend payout ratio* atau semakin rendah likuiditas maka semakin rendah *dividend payout ratio*.

Dari penelitian terdahulu dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H4 : Terdapat Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen.

2.2.5. Pengaruh Pajak Terhadap Kebijakan Dividen

Pajak yang dibayarkan oleh perusahaan atas pendapatan kena pajak adalah berdasarkan struktur tarif pajak perusahaan yang diatur didalam UU Pajak. Pajak menunjukkan tingkat ekspektasi pemegang saham atas return dari saham yang dimiliki. Perusahaan yang memiliki pajak besar menandakan bahwa penghasilan yang diperoleh perusahaan juga besar. Perusahaan yang memiliki pajak besar cenderung membagikan dividen dengan porsi yang besar pula. Menurut Gill et al (2010) pajak berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian Gill et al (2010) sejalan dengan hasil penelitian Sugiarto (2008) yang menunjukkan bahwa pajak berhubungan positif signifikan terhadap DPR. Semakin besar pajak menunjukkan laba yang diperoleh perusahaan semakin besar, maka semakin besar pula harapan pemegang saham akan dividen yang didapat.

Dari penelitian terdahulu dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H5 : Terdapat Pengaruh Pajak terhadap Kebijakan Dividen

2.2.6. Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Struktur Modal

Kepemilikan Institusional adalah kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk seperti bank, perusahaan asuransi, dana pensiun dan institusi lainnya (Wahidahwati, 2002). Dalam penelitian ini jumlah kepemilikan institusional dihitung dengan membandingkan proporsi kepemilikan saham oleh institusi dengan jumlah saham yang beredar seluruhnya.

Menurut *agency theory* bahwa tingkat kepemilikan yang tinggi oleh institusi dalam suatu perusahaan akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh investor institusional sehingga akan dapat mengontrol manajer untuk tidak melakukan perbuatan yang tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham yang akhirnya dapat mengurangi *agency cost*. Kontrol yang efektif dari investor institusional telah mengambil alih peran hutang sebagai alat kontrol manajemen, sehingga menyebabkan penggunaan hutang menurun. Widjaja dan Kasenda (2008) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Penyebab hal ini kemungkinan karena keberadaan pemilik institusional dapat memantau lebih ketat kebijakan pendanaan, sehingga manajemen tidak dapat menggunakan hutang dalam jumlah yang besar hanya untuk kepentingan manajemen sendiri seperti melakukan ekspansi besar-besaran untuk membuat kinerjanya seakan-akan terlihat baik. Jadi semakin besar kepemilikan institusional dalam suatu perusahaan akan membuat pendanaan dengan hutang semakin kecil.

Dari penelitian terdahulu dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H6 : Terdapat Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal

2.2.7. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Struktur Modal

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba atau keuntungan dalam kaitannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri (Sartono, 1998). Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dan mengukur tingkat efisiensi operasional dan efisiensi dalam menggunakan harta yang dimiliki. Perusahaan yang ekspansif dan mempunyai proyeksi investasi positif sekaligus keuntungan besar membutuhkan sumber modal yang banyak untuk menjalankan proyek tersebut, akan tetapi apabila perusahaan hanya memiliki sedikit modal internal maka perusahaan perlu menggunakan hutang sebagai modal operasi. Dengan keuntungan yang besar, perusahaan mampu membayar bunga sekaligus pokok pinjaman tepat waktu dan jumlahnya. Sehingga perusahaan yang ekspansif dan memiliki profitabilitas besar cenderung memanfaatkan hutang sebagai modal operasi. Mas'ud (2008) menunjukkan bahwa Profitabilitas yang diprosikan dengan *return on equity* (*ROE*) mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Dari penelitian terdahulu dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H7 : Terdapat Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal

2.2.8. Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal

Menurut *Pecking Order Theory*, perusahaan yang mempunyai likuiditas yang tinggi akan cenderung tidak menggunakan pembiayaan dari hutang. Hal ini disebabkan perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi mempunyai dana internal yang besar, sehingga perusahaan tersebut akan lebih menggunakan dana

internalnya terlebih dahulu untuk membiayai investasinya sebelum menggunakan pembiayaan eksternal melalui hutang. Penelitian Husein (2008) menyatakan bahwa tingkat likuiditas mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal. Hasil penelitian tersebut juga konsisten dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Wijaya dan Hadianto (2008).

Dari penelitian terdahulu dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H8 : Terdapat Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal

2.2.9. Pengaruh Tidak Langsung Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan Institusional adalah kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk seperti bank, perusahaan asuransi, dana pensiun dan institusi lainnya (Wahidahwati, 2002). Dalam penelitian ini jumlah kepemilikan institusional dihitung dengan membandingkan proporsi kepemilikan saham oleh institusi dengan jumlah saham yang beredar seluruhnya. Menurut *agency teory* bahwa tingkat kepemilikan yang tinggi oleh institusi dalam suatu perusahaan akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh investor institusional sehingga akan dapat mengontrol manajer untuk tidak melakukan perbuatan yang tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham yang akhirnya dapat mengurangi *agency cost*. Kontrol yang efektif dari investor institusional telah mengambil alih peran hutang sebagai alat kontrol manajemen, sehingga menyebabkan penggunaan hutang menurun. Widjaja dan Kasenda (2008)

menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Struktur modal berkaitan dengan penggunaan modal eksternal sebagai akibat keterbatasan modal internal perusahaan. Penggunaan modal eksternal dalam bentuk hutang bisa mengakibatkan masalah *financial distress* dan kebangkrutan (Nuringsih, 2005). Berdasarkan dampak ini, bila perusahaan memiliki hutang yang tinggi, hal tersebut dapat mengurangi pembayaran dividen kepada para pemegang saham. Hasil penelitian Sutrisno (2001) menunjukkan struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Dari penelitian terdahulu dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H9 : Terdapat Pengaruh Tidak Langsung Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen.

2.2.10. Pengaruh Tidak Langsung Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk memperoleh laba atau keuntungan dalam kaitannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri (Sartono, 1998). Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dan mengukur tingkat efisiensi operasional dan efisiensi dalam menggunakan harta yang dimiliki. Perusahaan yang ekspansif dan mempunyai proyeksi investasi positif sekaligus keuntungan besar membutuhkan sumber modal yang banyak untuk menjalankan proyek tersebut, akan tetapi apabila perusahaan hanya memiliki sedikit modal internal maka perusahaan perlu

menggunakan hutang sebagai modal operasi. Dengan keuntungan yang besar, perusahaan mampu membayar bunga sekaligus pokok pinjaman tepat waktu dan jumlahnya. Sehingga perusahaan yang ekspansif dan memiliki profitabilitas besar cenderung memanfaatkan hutang sebagai modal operasi. Mas'ud (2008) menunjukkan bahwa Profitabilitas yang diproksikan dengan *return on equity (ROE)* mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Struktur modal diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio*. Menurut Modigliani dan Miller (1968) dalam Mulyono (2009) menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya DER karena adanya efek dari *corporate tax shield*. Sehingga dengan menggunakan hutang perusahaan akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar. Semakin besar Struktur Modal yang diproksikan dengan (*DER*) menandakan struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang-hutang relatif terhadap ekuitas. Pembayaran dividen yang lebih besar meningkatkan kesempatan untuk memperbesar modal dari sumber eksternal. Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan (Mulyono, 2009).

Dari penelitian terdahulu dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H10 : Terdapat Pengaruh Tidak Langsung Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

2.2.11. Pengaruh Tidak Langsung Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen

Menurut *Pecking Order Theory*, perusahaan yang mempunyai likuiditas yang tinggi akan cenderung tidak menggunakan pembiayaan dari hutang. Hal ini disebabkan perusahaan dengan tingkat likuiditas tinggi mempunyai dana internal yang besar, sehingga perusahaan tersebut akan lebih menggunakan dana internalnya terlebih dahulu untuk membiayai investasinya sebelum menggunakan pembiayaan eksternal melalui hutang. Penelitian Husein (2008) menyatakan bahwa tingkat likuiditas mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal.

Struktur modal berkaitan dengan penggunaan modal eksternal sebagai akibat keterbatasan modal internal perusahaan. Penggunaan modal eksternal dalam bentuk hutang bisa mengakibatkan masalah *financial distress* dan kebangkrutan (Nuringsih, 2005). Berdasarkan dampak ini, bila perusahaan memiliki hutang yang tinggi, hal tersebut dapat mengurangi pembayaran dividen kepada para pemegang saham. Hasil penelitian Sutrisno (2001) menunjukkan struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Dari penelitian terdahulu dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H11 : Terdapat Pengaruh Tidak Langsung Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen

2.3. Penelitian Terdahulu

Penelitian-penelitian terdahulu yang digunakan sebagai bahan perbandingan dan referensi dalam penelitian ini adalah:

Dewi (2008) melakukan penelitian mengenai Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen. Analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Secara parsial Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan Ukuran Perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Sadalia dan Saragih (2008) melakukan penelitian mengenai pengaruh *profitability*, dan *investment opportunity set* terhadap dividen tunai pada perusahaan terbuka di Bursa Efek Indonesia. Objek penelitian adalah perusahaan tahun 2004-2007 yang berkumulah 327 dan metode penelitian yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan variabel *profitability* dan *investment opportunity set* berpengaruh terhadap dividen tunai sedangkan secara parsial hanya variabel *ROE* dan *NPM* berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen tunai.

Nuringsih (2005) melakukan penelitian mengenai analisis pengaruh kepemilikan manajerial, kebijakan utang, ROA dan Ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen: studi kasus pada perusahaan 1995-1996. Metode yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sedangkan variabel kebijakan hutang dan ROA berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Mulyono (2009) melakukan penelitian mengenai pengaruh *debt to equity ratio*, *insider ownership*, *size* dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen, studi kasus pada industri manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2005-2007. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *DER* dan *IOS* secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap *DPR* sedangkan variabel *Insider ownership* dan *firm size* secara parsial tidak berpengaruh terhadap *DPR*.

Widiyanti dan Indarto (2012) melakukan penelitian Mengenai Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2010). Metode Penelitian menggunakan analisis regresi berganda sedangkan variabel penelitian menggunakan *ROI*, *NPM*, *Current Ratio*, *DER*, *TATO* dan *EPS*. Hasil menunjukkan secara parsial Secara parsial Variabel *ROI*, *Current Ratio* dan *DER* berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen.

Wibisono (2010) melakukan penelitian Pengaruh Rasio Likuiditas, *Leverage*, dan Profitabilitas Terhadap *Dividend Payout Ratio* (Studi pada Perusahaan *Go Public* di Bursa Efek Jakarta). Alat analisis menggunakan analisis rasio keuangan dan analisis regresi berganda. Variabel yang digunakan *Current Ratio*, *Cash Ratio*, *Debt to Total Asset*, *Debt to Equity Ratio*, *ROI* dan *ROE*. Hasil Menunjukkan Likuiditas yang diproksikan dengan *current ratio* berpengaruh negatif signifikan terhadap *DPR* sedangkan profitabilitas yang diproksikan dengan *ROI* dan *ROE* positif signifikan terhadap *DPR*.

Gill et al (2010) melakukan penelitian mengenai determinants of dividend of payout ratios: evidence from united state. Objek penelitian adalah perusahaan jasa dan manufaktur tahun 2007 sebanyak 266 perusahaan dan metode yang digunakan adalah analisis OLS. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara simultan variabel *profitability, cash, tax, growth, MTBV, D/E* berpengaruh secara signifikan terhadap *standard payout ratio* perusahaan jasa dan manufaktur dan *profitability, cash, tax, growth, MTBV, D/E* berpengaruh secara signifikan terhadap *adjusted payout ratio* perusahaan jasa dan manufaktur sedangkan secara parsial *growth* berpengaruh negatif signifikan terhadap *standart payout* pada perusahaan jasa. Variabel *profitability* dan *tax* berpengaruh positif signifikan terhadap *standart payout* pada perusahaan manufaktur. Variabel *D/E* berpengaruh positif signifikan terhadap *adjusted payout* pada perusahaan jasa dan variabel *MTBV* berpengaruh positif signifikan terhadap *adjusted payout* pada perusahaan manufaktur.

Widjaja dan Kasenda (2008) melakukan penelitian mengenai “Pengaruh Kepemilikan Institusional, Aktiva Berwujud, Ukuran Perusahaan Dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Dalam Industri Barang Konsumsi di BEI”. Sampel yang digunakan adalah 33 perusahaan sedangkan metode yang digunakan adalah analisis regresi. Secara parsial menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional dan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal sedangkan variabel aktiva berwujud dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.

Mas'ud (2008) melakukan penelitian mengenai “Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Dan Hubungannya Terhadap Nilai Perusahaan”. sampel yang digunakan adalah 59 perusahaan manufaktur yang listed tahun 2001-2005 sedangkan model analisis yang digunakan adalah structural equation modelling (SEM). Secara parsial variabel profitabilitas, ukuran perusahaan, *growth*, *asset structure*, *cost of financial distress* berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal sedangkan variabel *tax shield effect* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Wijaya dan Hadiano (2008) melakukan penelitian mengenai pengaruh struktur aktiva, ukuran, likuiditas, dan profitabilitas terhadap struktur modal emiten sektor ritel di Bursa Efek Indonesia: sebuah pengujian hipotesis pecking order. Metode yang digunakan adalah analisis regresi dengan *pooled data*. Hasil menunjukkan bahwa secara parsial hanya variabel likuiditas dan profitabilitas yang berpengaruh signifikan. Likuiditas berpengaruh negatif signifikan sedangkan profitabilitas berpengaruh positif signifikan.

Husein (2008) melakukan penelitian mengenai penerapan pendekatan kointegrasi dan model koreksi kesalahan dalam uji pengaruh likuiditas dan laba terhadap struktur modal perusahaan. variabel penelitian yang digunakan adalah likuiditas dan profitabilitas sedangkan model penelitian menggunakan uji stasioneritas data. Hasil menunjukkan bahwa secara parsial variabel likuiditas dan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal serta terdapat hubungan dinamis antara likuiditas dan profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan.

Tabel 2. 1

Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul	Metode	Variabel Independen	Hasil
1	Dewi (2008)	Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen	Analisis Regresi Berganda	Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan	Secara parsial Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan Ukuran Perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.
2	Sadalia dan Saragih (2008)	Pengaruh <i>Profitability</i> , Dan <i>Investment Opportunity Set</i> Terhadap Dividen Tunai Pada Perusahaan Terbuka Di Bursa Efek Indonesia	Analisis regresi berganda	<i>ROE, NPM, MVA/BVA, MVE/BVE, CAP/BVA, PPE/BVA</i>	Secara parsial hanya variabel <i>ROE</i> dan <i>NPM</i> berpengaruh positif signifikan terhadap dividen tunai.
3	Nuringsih (2005)	Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen	Analisis Regresi	Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, ROA Dan Ukuran Perusahaan	Secara parsial hanya variable kebijakan hutang dan ROA yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen
4	Mulyono (2009)	Pengaruh <i>Debt To Equity Ratio</i> ,	Analisis regresi	<i>Debt to equity ratio</i> ,	Hanya <i>DER</i> dan <i>IOS</i> yang

		<i>Insider Ownership, Size Dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen.</i>	berganda	<i>insider ownership, size dan investment opportunity set</i>	berpengaruh positif signifikan terhadap DPR.
5	Widiyanti dan Indarto (2012)	Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen (Studi Kasus pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2010)	Analisis Regresi Berganda	<i>ROI, NPM, Current Ratio, DER, TATO, EPS,</i>	Secara parsial Variabel ROI, Current Ratio dan DER berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen.
6	Wibisono (2010)	Pengaruh Rasio Likuiditas, <i>Leverage</i> , dan Profitabilitas Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> (Studi pada Perusahaan <i>Go Public</i> di Bursa Efek Jakarta)	Analisis rasio keuangan dan analisis regresi berganda	<i>Current Ratio, Cash Ratio, Debt to Total Asset, Debt to Equity Ratio, ROI dan ROE</i>	Likuiditas yang diproksikan dengan current ratio berpengaruh negatif signifikan terhadap DPR sedangkan profitabilitas yang diproksikan dengan ROI dan ROE positif signifikan terhadap DPR.
7	Gill et al (2010)	Determinants Of Dividend Payout Ratios: Evidence From United State	Analisis OLS	<i>Profitability, cash, tax, growth, MTBV, D/E</i>	Secara parsial <i>growth</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>standart payout</i> pada perusahaan jasa. Variabel <i>profitability</i> dan <i>tax</i> berpengaruh signifikan positif terhadap <i>standart payout</i> pada

					perusahaan manufaktur. Variabel <i>D/E</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>adjusted payout</i> pada perusahaan jasa dan variabel <i>MTBV</i> berpengaruh signifikan terhadap <i>adjusted payout</i> pada perusahaan manufaktur.
8	Widjaja dan Kasenda (2008)	“Pengaruh Kepemilikan Institusional, Aktiva Berwujud, Ukuran Perusahaan Dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Pada Perusahaan Dalam Industri Barang Konsumsi Di BEI”	Analisis regresi berganda	Kepemilikan institusional, aktiva berwujud, ukuran perusahaan dan profitabilitas	Secara parsial menunjukkan kepemilikan institusional dan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal sedangkan aktiva berwujud dan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.
9	Mas’ud (2008)	“Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Dan Hubungannya Terhadap Nilai Perusahaan”	Structural Equation Modelling (SEM)	Profitabilitas (ROE), ukuran perusahaan, growth, asset structure, cost of financial distress dan tax shield effect	Secara parsial profitabilitas (ROE), ukuran perusahaan, growth, asset structure, cost of financial distress berpengaruh positif signifikan terhadap struktur modal.
10	Wijaya dan Hadiano	Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran,	Analisis Regresi dengan	Struktur Aktiva, Ukuran,	Likuiditas berpengaruh negatif signifikan

	(2008)	Likuiditas, Dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Ritel Di Bursa Efek Indonesia: Sebuah Pengujian Hipotesis Pecking Order	Pooled Data	Likuiditas, Dan Profitabilitas	sedangkan profitabilitas berpengaruh positif signifikan.
11	Husein (2008)	Penerapan Pendekatan Kointegrasi Dan Model Koreksi Kesalahan Dalam Uji Pengaruh Likuiditas Dan Laba Terhadap Struktur Modal Perusahaan	Uji Stasioneritas	Likuiditas dan Profitabilitas	Likuiditas dan profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap struktur modal serta terdapat hubungan dinamis antara likuiditas dan profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan.

2.4. Hipotesis

Berdasarkan penjelasan pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H1 : Terdapat Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen.

H2 : Terdapat Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen.

H3 : Terdapat Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen.

H4 : Terdapat Pengaruh Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen.

H5 : Terdapat Pengaruh Pajak terhadap Kebijakan Dividen.

H6 : Terdapat Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Struktur Modal.

H7 : Terdapat Pengaruh Profitabilitas terhadap Struktur Modal.

H8 : Terdapat Pengaruh Likuiditas terhadap Struktur Modal.

H9 : Terdapat Pengaruh Tidak Langsung Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Dividen.

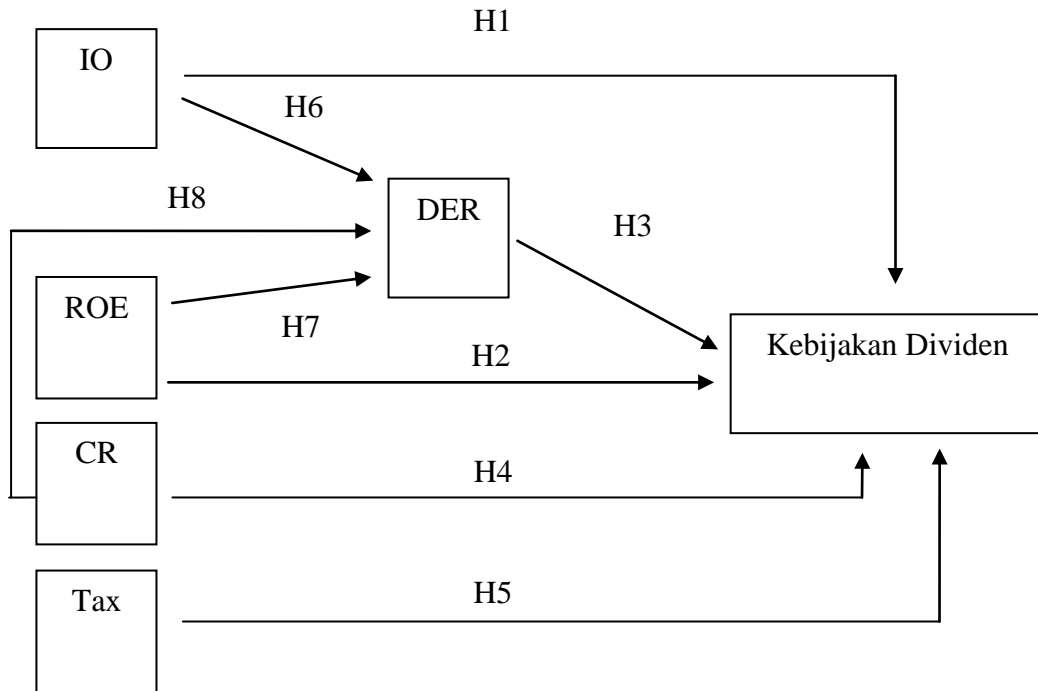
H10: Terdapat Pengaruh Tidak Langsung Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen.

H11: Terdapat Pengaruh Tidak Langsung Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen.

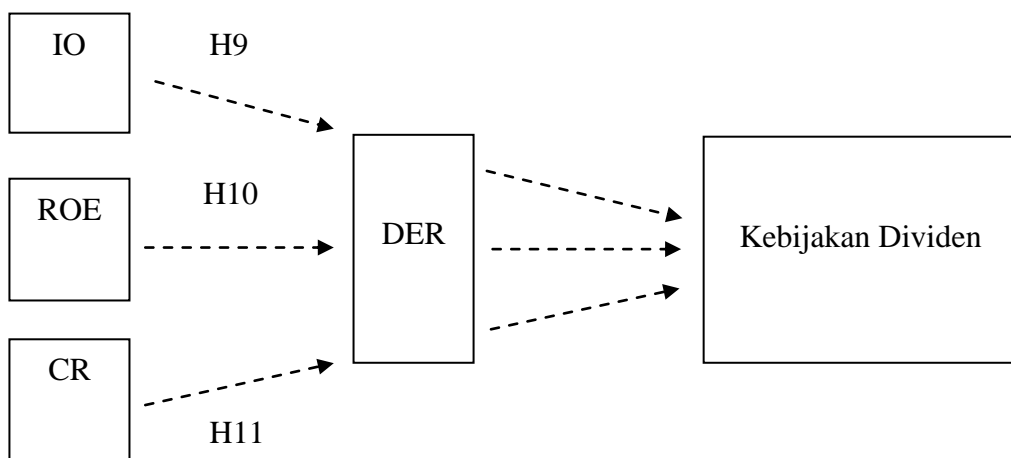
2.5. Kerangka Penelitian

Dalam penelitian ini, variabel dependen yang digunakan adalah kebijakan dividen, variabel independen yang digunakan adalah kepemilikan institusional, profitabilitas, likuiditas dan pajak dan variabel intervening yang digunakan adalah struktur modal. Keempat variabel independen dan satu variabel intervening tersebut diduga mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen, sehingga dalam penelitian ini diperlukan uji statistik untuk menguji apakah variabel independen dan variabel intervening terbukti berpengaruh positif atau negatif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan landasan teori dan penelitian terdahulu, maka dapat digambarkan kerangka pemikiran teoritis:

Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran Teoritis
Pengaruh Langsung Variabel Terikat terhadap Variabel Bebas



Gambar 2.2
Kerangka Pemikiran Teoritis
Pengaruh Tidak Langsung Variabel Terikat terhadap Variabel Bebas



Sumber Kerangka Pemikiran adalah Dewi (2008), Sadalia dan Saragih (2008), Nuringsih (2005), Mulyono (2009), Widiyanti dan Indarto (2012), Gill et al (2010), Widjaja dan Kasenda (2008) serta Mas'ud (2008), Wijaya dan Hadiano (2008) dan Husein (2009).

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Variabel penelitian adalah suatu sifat atau nilai dari objek atau kegiatan yang mempunyai variasi tertentu yang ditetapkan oleh penelitian untuk dipelajari dan ditarik kesimpulan (Sugiyono, 2007). Variabel penelitian ini terdiri dari tiga macam variabel, yaitu variabel terikat (*dependent variable*) atau variabel yang tergantung pada variabel lainnya, variabel intervening (*intervening variable*) atau variabel perantara serta variabel bebas (*independent variable*) atau variabel yang tidak tergantung pada variabel lainnya. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Dividend Payout Ratio* (DPR) sebagai variabel terikat (*dependent variable*), *Debt to Equity Ratio* (DER) sebagai variabel intervening (*intervening variable*) serta Kepemilikan Institusional (*INST*), *Return On Equity* (ROE), *Current Ratio* (CR) dan *Tax Rate* sebagai variabel bebas (*Independent variable*).

Definisi operasional adalah penentuan konstruk sehingga menjadi variabel yang dapat diukur. Definisi operasional menjelaskan cara tertentu yang digunakan oleh peneliti dalam mengoperasionalkan konstruk, sehingga memungkinkan bagi peneliti yang lain untuk melakukan replikasi pengukuran dengan cara yang sama atau mengembangkan cara pengukuran konstruk yang lebih baik.

3.1.1. Variabel Dependen

Penelitian ini menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel dependen untuk mengetahui variabel-variabel independen yang mempunyai pengaruh signifikan secara simultan dan parsial terhadap perubahan pembayaran dividen serta untuk mengetahui faktor mana yang paling dominan yang mempengaruhi kebijakan dividen yang diproksikan melalui dividend payout ratio.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan keputusan untuk menentukan berapa besar bagian dari pendapatan perusahaan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan yang akan ditahan didalam perusahaan sehingga dicapai kebijakan dividen yang optimal (Brigham, 1997).

Kebijakan dividen merupakan rasio yang membandingkan dividen kas yang tersedia untuk para pemegang saham dengan laba perlembar saham (Marlina dan Danica, 2008). Laba perlembar saham diperoleh melalui pengurangan laba bersih dengan dividen untuk pemilih saham preferen lalu dibagi dengan jumlah lembar saham yang beredar (Nuringsih, 2005). Kebijakan dividen dalam penelitian ini diproksikan melalui dividend payout ratio. Menurut Marlina dan Danica (2008) Dividen Payout Ratio dirumuskan sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{dividen kas per lembar saham}}{\text{laba yang diperoleh per lembar saham}}$$

Dimana:

Dividen kas perlembar saham adalah pembagian dividen tunai atas perlembar saham yang dimiliki pemegang saham.

Laba per lembar saham adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dan mendistribusikan laba tersebut kepada pemegang saham (Ross, dkk. 2009). Kebijakan dividen yang diproksikan dengan dividend payout ratio digunakan juga pada penelitian yang dilakukan oleh Mulyono (2009), Deitiana (2009) dan Nuringsih (2005).

3.1.2. Variabel Intervening

Variabel intervening dalam penelitian ini adalah Struktur Modal. Variabel struktur modal diproksikan dengan Debt to Equity Ratio (DER). Debt to Equity Ratio mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya, yang ditunjukkan oleh berapa besar modal sendiri yang digunakan untuk membayar utang (Sutrisno, 2001) sedangkan menurut Kesuma (2009) Debt to Equity Ratio (DER) adalah rasio yang mengukur presentasi kebutuhan modal yang dibelanjai dengan hutang. Ukuran variabel DER adalah total hutang dan total modal sendiri dalam persen (%). Menurut Sutrisno (2001):

DER dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$DER = \frac{\text{total hutang}}{\text{total modal sendiri}}$$

Total hutang adalah seluruh hutang dengan berbagai tanggal jatuh tempo baik berupa current liability dan longterm liability untuk semua kreditur. Hutang (liability) telah didefinisikan oleh Financial Accounting Standard Board (FASB) di Amerika sebagai pengorbanan manfaat ekonomi yang kemungkinan besar akan terjadi di masa mendatang akibat adanya keharusan badan usaha tertentu pada saat ini untuk menstransfer aktiva dan memberikan pelayanan kepada badan usaha lain

dimasa mendatang sebagai akibat dari transaksi dan peristiwa masa lalu (Smith dan Skousen, 1992 dalam Dewi, 2008).

Total modal sendiri adalah variabel yang terdiri dari saham biasa dan paid in surplus serta laba ditahan (Ross dkk, 2009). Variabel DER digunakan juga dalam penelitian yang dilakukan oleh Marlina dan Danica (2009), Wicaksana (2012) dan Mulyono (2009).

3.1.3. Variabel Independen

Variabel Independen (independent variabel) adalah tipe variabel yang menjelaskan atau mempengaruhi variabel yang lain. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah Kepemilikan Institusional (X1), Profitabilitas (X2), Likuiditas (X3) dan Pajak (X4).

1. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh pihak institusi seperti perusahaan dana pensiun, perusahaan asuransi, bank, dll. Institusi tersebut biasanya dapat menguasai mayoritas saham perusahaan karena memiliki sumber daya yang lebih besar dibandingkan dengan para pemegang saham lainnya.

Menurut Dewi (2008) kepemilikan institusional menunjukkan prosentase saham yang dimiliki oleh pemilik institusi dan kepemilikan oleh blockholder, yaitu kepemilikan individu atau atas nama perseorangan diatas 5 persen tetapi tidak termasuk kedalam golongan kepemilikan insider. Menurut Fauz dan Rosidi (2007) kepemilikan institusional adalah rasio jumlah kepemilikan saham oleh

investor institusi dari luar perusahaan dibandingkan dengan jumlah saham yang beredar. Kepemilikan institusional dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Institutional Ownership} = \frac{\text{saham yang dimiliki institutional}}{\text{total saham perusahaan}}$$

Saham yang dimiliki institusional menggambarkan tingkat kepemilikan saham oleh investor institusi dalam perusahaan ditambah kepemilikan oleh blockholders. Investor institusi yang dimaksud seperti: perusahaan asuransi, dana pensiun, perbankan atau perusahaan lain. Blockholders adalah kepemilikan individu atau atas nama perseorangan diatas 5 persen tetapi tidak termasuk ke dalam golongan kepemilikan manajerial (Dewi, 2009).

Total saham perusahaan adalah jumlah saham perusahaan yang beredar dan diperdagangkan di masyarakat (Ross dkk, 2009). Variabel kepemilikan institusional juga digunakan dalam penelitian Chasanah (2008), Nuringsih (2005), Indahningrum dan Handayani (2009), Widjaja dan Kasenda (2008) Septianne dan Handayani (2011).

2. Profitabilitas

Profitabilitas menunjukkan ukuran kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Profitabilitas diproksikan dengan Return on Equity (ROE). Return On Equity menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan profitabilitas dengan memanfaatkan ekuitas atau modal yang dimiliki. Profitabilitas adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya (Sutrisno, 2001). Menurut Sadalia dan Saragih (2008) ROE merupakan rasio laba bersih terhadap ekuitas saham

biasa yang mengukur tingkat pengembalian atas investasi dari pemegang saham biasa.

ROE dapat dirumus sebagai berikut:

$$\text{ROE} = \frac{\text{laba bersih setelah pajak}}{\text{total modal sendiri}}$$

Laba setelah pajak adalah laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan setelah dikurangi dengan biaya tetap berupa biaya bunga dan pajak (Ross dkk, 2009).

Total modal sendiri adalah variabel yang terdiri dari sejumlah saham biasa, paid in surplus serta laba ditahan (Ross dkk, 2009). Variabel ROE juga digunakan dalam penelitian yang dilakukan oleh Deitiana (2009).

3. Likuiditas

Likuiditas merupakan faktor penting yang perlu dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk menetapkan besarnya dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Variabel likuiditas diproksikan dengan *current ratio*. *Current Ratio* merupakan rasio likuiditas yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya seperti melunasi kewajiban jangka pendek yang telah jatuh tempo maupun dalam membayar dividen (Widiyanti dan Indarto, 2012).

(Marlina dan Danica, 2009) menjelaskan bahwa Current Ratio merupakan variabel penting yang perlu dipertimbangkan manajemen dalam menentukan Dividend Payout Ratio. Faktor ini merupakan faktor internal yang dapat dikendalikan oleh manajemen sehingga, pengaruhnya dapat dirasakan secara

langsung. Menurut Husnan (2004) Current Ratio dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{aktiva lancar}}{\text{Kewajiban Lancar}}$$

Aktiva lancar adalah aktiva likuid perusahaan yang terdiri dari kas dan setara kas, piutang usaha, piutang lain-lain dan persediaan.

Kewajiban lancar adalah hutang jangka pendek perusahaan yang terdiri dari pinjaman jangka pendek, hutang usaha pihak ketiga, hutang pajak, beban yang masih harus dibayar, dan hutang lain-lain (Ross dkk, 2009). Variabel Current Ratio juga digunakan dalam penelitian yang dilakukan oleh Deitiana (2009), Wijaya dan Hadianto (2008), Husein (2008), Widiyanti dan Indarto (2012) serta Wibisono (2010).

4. Pajak

Pajak mencerminkan kewajiban perusahaan untuk membayar sejumlah uang kepada pemerintah atas laba yang diperoleh. Menurut Hadiwidjaya (2008) *Tax rate* adalah rasio yang mengukur tingkat pajak penghasilan perusahaan yang dikenakan atas laba sebelum pajak. Semakin besar laba yang dihasilkan, semakin besar pula pajak yang harus dibayar oleh perusahaan, begitu juga sebaliknya. Pajak diprosikan dengan tax rate. Menurut Gill et al (2010) menyatakan bahwa tax mencerminkan kehendak investor akan jaminan hasil dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan. Apabila perusahaan mengalami kerugian dalam satu tahun pajak, dapat digunakan untuk menutupi keuntungan pada tahun-tahun berikutnya sehingga tahun-tahun tersebut pajak penghasilan perusahaan lebih kecil atau tidak terutang. Kompensasi kerugian dalam pajak penghasilan diatur

didalam UU No. 36 tahun 2008 pasal 6 ayat 2 huruf b. Beberapa hal penting yang perlu diperhatikan dalam kompensasi kerugian ini adalah:

5. Istilah kerugian merujuk kepada kerugian fiskal bukan kerugian komersial. Kerugian atau keuntungan fiskal adalah selisih antara penghasilan dan biaya-biaya yang telah memperhitungkan ketentuan Pajak Penghasilan.
6. Kompensasi kerugian hanya diperkenankan selama lima tahun ke depan secara berturut-turut. Apabila pada akhir tahun kelima ternyata masih ada kerugian yang tersisa maka sisa kerugian tersebut tidak dapat lagi dikompensasikan.
7. Kompensasi kerugian hanya untuk Wajib Pajak, baik badan maupun orang pribadi, yang melakukan kegiatan usaha yang penghasilannya tidak dikenakan PPh Final dan perhitungan Pajak Penghasilannya tidak menggunakan norma penghitungan.
8. Kerugian usaha di luar negeri tidak bisa dikompensasikan dengan penghasilan dari dalam negeri.

Tax dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Tax} = \frac{\text{pajak perusahaan}}{\text{laba sebelum pajak}}$$

Pajak Perusahaan adalah sejumlah kewajiban perusahaan (diukur dengan prosentase tertentu) atas laba yang diperoleh sebelum pajak kepada negara yang dinyatakan dengan uang.

Laba sebelum pajak diperoleh dengan cara kalkulasi dari laba operasi dikurangi dengan beban operasi dan umum, penyusutan dan biaya bunga (Ross

dkk, 2009). Variabel pajak juga digunakan dalam penelitian yang dilakukan oleh Anil dan Kapoor (2008), Sugiarto (2008) dan Hadiwidjaja (2008).

RINGKASAN VARIABEL PENELITIAN DAN DEFINISI OPERASIONAL

Tabel 3.1

Variabel	Definisi Operasional	Formula
Dependen (Y) Kebijakan Dividen	Kebijakan dividen merupakan rasio yang membandingkan dividen kas yang tersedia untuk para pemegang saham dengan laba perlembar saham (Marlina dan Danica, 2008).	$DPR = \frac{\text{dividen kas per lembar saham}}{\text{laba yang diperoleh per lembar saham}}$
		Dividen kas perlembar saham adalah pembagian dividen tunai atas perlembar saham yang dimiliki pemegang saham (Ross dkk, 2009).
		Laba perlembar saham diperoleh melalui pengurangan antara laba bersih dengan dividen untuk pemilik saham preferen lalu dibagi dengan jumlah lembar saham yang beredar (Nuringsih, 2005)
Perantara (Z) Struktur Modal	<i>Debt to Equity Ratio (DER)</i> adalah rasio yang mengukur presentasi kebutuhan modal yang dibelanjai dengan total hutang (Kesuma, 2009).	$DER = \frac{\text{total hutang}}{\text{total modal sendiri}}$
		Total hutang adalah seluruh hutang dengan berbagai tanggal jatuh tempo baik berupa <i>current liability</i> dan <i>longterm liability</i> untuk semua kreditur (Ross dkk, 2009).
		Total modal sendiri adalah variabel yang terdiri dari saham biasa dan paid in surplus serta laba ditahan (Ross dkk, 2009).
Independen (X1)	Kepemilikan institusional	$IO = \frac{\text{saham yang dimiliki institusi}}{\text{total saham perusahaan}}$

Kepemilikan Institusional	adalah rasio kepemilikan saham oleh investor institusi dari luar perusahaan dibandingkan dengan jumlah saham yang beredar (Fauz dan Rosidi, 2007).	<p>Saham yang dimiliki institusional menggambarkan tingkat kepemilikan saham oleh investor institusi dalam perusahaan ditambah kepemilikan oleh <i>blockholders</i>.</p> <p>Investor institusi yang dimaksud seperti: perusahaan asuransi, dana pensiun, perbankan atau perusahaan lain.</p> <p>Blockholders adalah kepemilikan individu atau atas nama perseorangan diatas 5 persen tetapi tidak termasuk ke dalam golongan kepemilikan manajerial (Dewi, 2008).</p> <p>Total saham perusahaan adalah jumlah saham perusahaan yang beredar dan diperdagangkan di masyarakat (Ross dkk, 2009).</p>
Independen (X2) Profitabilitas	<i>ROE</i> merupakan rasio laba bersih terhadap ekuitas saham biasa yang mengukur tingkat pengembalian atas investasi dari pemegang saham biasa (Sadalia dan Saragih, 2008).	$ROE = \frac{\text{lab a bersih setelah pajak}}{\text{total modal sendiri}}$ <p>Laba setelah pajak adalah laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan setelah dikurangi dengan biaya tetap berupa biaya bunga dan pajak (Ross dkk, 2009).</p> <p>Total modal sendiri adalah variabel yang terdiri dari sejumlah saham biasa, paid in surplus serta laba ditahan (Ross dkk, 2009).</p>
Independen (X3) Likuiditas	<i>Current Ratio</i> merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya seperti melunasi	$Current Ratio = \frac{\text{aktiva lancar}}{Kewajiban Lancar}$ <p>Aktiva lancar adalah aktiva likuid perusahaan yang terdiri dari kas dan setara kas, piutang usaha, piutang lain-lain dan persediaan.</p> <p>Kewajiban lancar adalah hutang jangka pendek perusahaan yang terdiri dari pinjaman jangka pendek, hutang usaha pihak ketiga, hutang pajak, beban yang masih harus dibayar, dan hutang lain-lain (Ross dkk, 2009).</p>

	kewajiban yang telah jatuh tempo dan membayar dividen. (Widiyanti dan Indarto, 2012).	
Independen (X4) Pajak	Tax rate adalah rasio yang mengukur tingkat pajak penghasilan perusahaan yang dikenakan atas laba sebelum pajak (Hadiwidjaja, 2008).	$Tax\ rate = \frac{pajak\ perusahaan}{laba\ sebelum\ pajak}$
		Pajak Perusahaan adalah sejumlah kewajiban perusahaan (diukur dengan prosentase tertentu) atas laba yang diperoleh sebelum pajak kepada negara yang dinyatakan dengan uang.
		Laba sebelum pajak diperoleh dengan cara kalkulasi dari laba operasi dikurangi dengan beban operasi dan umum, penyusutan dan biaya bunga (Ross dkk, 2009).

3.2. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan *non financial go public* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) berdasarkan Indonesian Capital Market Directory (ICMD) untuk periode pengamatan tahun, 2008, 2009 dan 2010. Seluruh perusahaan *non financial go public* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia sampai tahun 2010 berjumlah 428 perusahaan. Sampel penelitian berjumlah 12 perusahaan dari 8 kategori (*Pharmaceuticals, Tobacco Manufactured, Automotive and Applied Products, Consumer Goods, Mining and Mining Service, Food and Beverages, Cement dan Telecommunication*). Penentuan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling*, yaitu sampel

dipilih berdasarkan pertimbangan subjektif peneliti, dimana persyaratan yang dibuat sebagai kriteria, harus dipenuhi sebagai sampel.

Adapun kriteria sampel dalam penelitian ini yaitu:

1. Seluruh perusahaan *non financial* yang sudah *go public* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia berdasarkan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) selama periode pengamatan tahun 2008, 2009 dan 2010.
2. Perusahaan yang melakukan pembayaran dividen tunai secara berturut-turut selama periode 2008, 2009 dan 2010.
3. Perusahaan yang memiliki data *Dividend Payout Ratio*, *Debt Equity Ratio*, Kepemilikan Institusional, *Return On Equity*, *Current Ratio* dan *Tax rate*.

Berdasarkan Kriteria-kriteria yang disebutkan diatas, maka perusahaan *non financial* yang memenuhi kriteria tersebut adalah:

Tabel 3.2

Daftar nama perusahaan *Non Financial*

No	Nama Perusahaan	Kategori
1	PT. Daya Varia Laboratoria Tbk	Pharmaceuticals
2	PT. Gudang Garam Tbk	Tobacco Manufactured
3	PT. Intraco Penta Tbk	Automotive and Applied Products
4	PT. Mandom Indonesia Tbk	Consumer Goods
5	PT Medco Energi Internasional Tbk	Mining and Mining Service
6	PT. Multi Bintang Indonesia Tbk	Food and Beverages
7	PT Perusahaan Gas Negara (Persero) Tbk	Mining and Mining Service
8	PT. Semen Gresik (Persero) Tbk	Cement
9	PT. Telekomunikasi Indonesia (Persero) Tbk	Telecommunication
10	PT. Tempo Scan Pasific Tbk	Pharmaceuticals
11	PT. Tunas Ridean Tbk	Automotive and Applied Products
12	PT. United Tractors Tbk	Automotive and Applied Products

Sumber: ICMD 2011

3.3. Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data yang sudah diolah pihak lain serta melalui studi pustaka yang masih ada hubungannya dengan masalah yang dihadapi dan diteliti serta disajikan dalam bentuk informasi sedangkan Sumber data berasal dari Laporan ICMD, Laporan Keuangan dari Bursa Efek Indonesia.

Data sekunder yang akan digunakan meliputi:

1. Data laporan keuangan semua perusahaan *non financial* berdasarkan laporan *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) selama periode 2008-2010.
2. Laporan Keuangan yang berasal dari Bursa Efek Indonesia Jalan Pandanaran, Semarang.

3.4. Metode Pengumpulan Data

Teknis pengumpulan data dilakukan dengan metode dokumenter yaitu: dengan cara mengumpulkan data-data yang dibutuhkan seperti laporan keuangan tahunan perusahaan 2008, 2009 dan 2010 yang dimuat di *Indonesian Capital Market Directory* tahun 2011.

3.5. Metode Analisis

3.5.1. Uji Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk mendeskripsikan variabel-variabel dalam penelitian ini. Alat analisis yang digunakan adalah rata-rata (*mean*), standar

deviasi, maksimum dan minimum (Ghozali, 2005). Statistik deskriptif menyajikan ukuran-ukuran numerik yang sangat penting bagi data sampel. Uji statistik deskriptif tersebut dilakukan dengan menggunakan program SPSS 20.

3.5.2. Uji Asumsi Klasik

3.5.2.1. Uji Normalitas

Uji Normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terikat dan variabel bebas mempunyai distribusi normal atau mendekati normal (Ghozali, 2005). Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal pada grafik atau melihat histogram dari residualnya (Ghozali, 2005). Data tersebut normal atau tidak dapat diuraikan lebih lanjut sebagai berikut:

1. Jika data menyebar di atas garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi normal, maka model regresi sudah memenuhi asumsi normalitas.
2. Jika data menyebar jauh dari garis diagonal dan atau tidak mengikuti arah garis diagonal atau grafik histogramnya menunjukkan pola distribusi yang tidak normal, maka model regresi tidak memenuhi asumsi normalitas.

Uji normalitas dapat juga menggunakan uji kolmogrov-smirnov untuk mengetahui signifikansi data yang terdistribusi normal. Dengan pedoman pengambilan keputusan.

1. Nilai signifikansi atau nilai probabilitas $<0,05$, distribusi adalah tidak normal.
2. Nilai signifikansi atau nilai probabilitas $>0,05$, distribusi adalah normal (Ghozali, 2005).

3.5.2.2. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas atau tidak, model yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi yang tinggi diantara variabel bebas. Jika variabel bebas saling berkorelasi maka variabel-variabel ini tidak orthogonal (nilai korelasi tidak sama dengan nol). Uji multikolinearitas ini dapat dilihat dari nilai *tolerance* dan *variance inflation factor* (VIF). *Tolerance* mengukur variabel bebas terpilih yang tidak dapat dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. Jadi nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF yang tinggi (karena $VIF=1/tolerance$) dan menunjukkan adanya kolinearitas yang tinggi. Nilai *cut off* yang menurun dipakai adalah nilai *tolerance* 0,10 atau nilai VIF 10. Jadi multikolinearitas terjadi jika nilai *tolerance* $<0,10$ atau VIF > 10 (Ghozali, 2005).

3.5.2.3. Uji Autokorelasi

Uji ini bertujuan untuk mengetahui apakah ada korelasi antar kesalahan pengganggu pada periode t dengan periode $t-1$ (sebelumnya). Model regresi yang baik adalah yang bebas dari autokorelasi. Cara yang dapat digunakan untuk

mendeteksi ada atau tidaknya autokorelasi adalah dengan uji Durbin Watson (DW). Pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi (Ghozali, 2005):

1. Bila nilai DW terletak diantara batas atas (d_u) dan ($4-d_u$), maka koefisien autokorelasi sama dengan nol berarti tidak ada autokorelasi positif.
2. Bila nilai DW lebih rendah daripada batas bawah (d_l), maka koefisien autokorelasi lebih besar dari nol berarti ada autokorelasi positif.
3. Bila nilai DW lebih besar daripada batas bawah ($4-d_l$), maka koefisien autokorelasi lebih besar dari nol berarti ada autokorelasi negatif.
4. Bila nilai DW terletak antara batas atas (d_u) dan batas bawah (d_l) atau DW terletak antara ($4-d_u$) dan ($4-d_l$), maka hasilnya tidak dapat disimpulkan.

Tabel 3.3

Keputusan Ada Tidaknya Autokorelasi

Hipotesis nol	Keputusan	Jika
Tidak ada autokorelasi positif	Tolak	$0 < d < d_l$
Tidak ada autokorelasi positif	No decision	$d_l \leq d \leq d_u$
Tidak ada autokorelasi negatif	Tolak	$4 - d_l < d < 4$
Tidak ada autokorelasi negatif	No decision	$d - d_u \leq d \leq d - d_l$
Tidak ada autokorelasi, positif/negatif	Tidak ditolak	$d_u < d < 4 - d_u$

Sumber: Imam Ghozali (2005)

Selain itu keputusan mengenai ada tidaknya autokorelasi dalam model dapat menggunakan uji *Run Test*. Jika antar residual tidak terdapat hubungan korelasi maka dikatakan bahwa residual adalah random atau acak (Ghozali, 2005).

Apabila tingkat signifikansi hasil uji *Run Test* dibawah α (0,05) maka didalam model terdapat autokorelasi. Tetapi apabila tidak signifikan pada α (0,05) maka tidak terdapat autokorelasi.

3.5.2.4. Uji Heteroskedastisitas

Menurut Imam Ghozali (2005) uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual pengamatan satu ke residual pengamatan yang lain. Jika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedastisitas dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Cara menguji ada tidaknya heteroskedastisitas, yaitu dengan menggunakan analisis grafik. Pengujian scatter plot, model regresi yang tidak terjadi heteroskedastisitas harus memenuhi syarat sebagai berikut:

1. Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.
2. Jika tidak ada pola yang jelas serta titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

Analisis menggunakan plot mempunyai kelemahan yang cukup signifikan. Oleh karena itu perlu dilakukan uji statistik yang dapat digunakan untuk mendeteksi ada-tidaknya heteroskedastisitas dalam suatu penelitian. Uji statistik yang sering digunakan dalam penelitian adalah uji glejser. Glejser mengusulkan untuk meregres nilai absolut residual terhadap variabel independen. Jika salah satu variabel independen signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen, maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas (Ghozali, 2005)

3.5.3. Uji Hipotesis

Metode analisis untuk mengetahui variabel independen yang berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan *non financial* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008-2010 yaitu *institutional ownership*, *current ratio*, *return on equity*, *debt equity ratio*, dan *tax* digunakan persamaan umum regresi linier berganda atas lima variabel bebas terhadap variabel tidak bebas model umum regresi berganda, yaitu (Gujarati, 1993)

$$\text{Persamaan 1: } Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + e$$

$$\text{Persamaan 2: } Y_2 = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_4 X_4 + e$$

Dimana:

Y : Kebijakan dividen

α : Konstanta

$\beta_{1,2,3,4,5}$: Beta Koefisien Regresi

X1 : *Institutional Ownership*

X2 : *Return On Equity*

X3/Y2 : *Debt Equity Ratio*

X4 : *Current Ratio*

X5 : *Tax*

e : variabel Residual

3.5.3.1. Uji Hipotesis secara Simultan (Uji F)

Pengujian koefisien regresi keseluruhan menunjukkan apakah variabel bebas secara keseluruhan atau bersama-sama mempunyai pengaruh terhadap variabel tidak bebas (kebijakan dividen). Pengujian dilakukan sebagai berikut:

1. Membandingkan antara F tabel dan F hitung

Nilai f hitung dapat dicari dengan rumus (Gujarati, 1999)

$$F_{\text{hitung}} = \frac{R^2/(k-1)}{(1-R^2)/(N-k)}$$

Keterangan

R^2 : Koefisien determinasi

K : Banyaknya koefisien regresi

N : Banyaknya observasi

- a. Bila $F_{\text{hitung}} < F_{\text{tabel}}$, variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel kebijakan dividen
 - b. Bila $F_{\text{hitung}} > F_{\text{tabel}}$, variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan dividen
2. Berdasarkan Probabilitas

Dalam skala probabilitas lima persen, jika probabilitas (signifikan) lebih besar dari α (0,05) maka variabel independen secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap variabel kebijakan dividen. Jika lebih kecil dari α (0,05), maka variabel independen secara bersama-sama berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

3.5.3.2. Uji Hipotesis secara Parsial (Uji t)

Pengujian parsial regresi dimaksudkan untuk melihat apakah variabel independen secara individual mempunyai pengaruh terhadap variabel dependen. Dengan asumsi variabel independen lainnya konstan. Pengujian dilakukan dengan pengujian dua arah sebagai berikut:

1. Membandingkan antara variabel t tabel dan t hitung

Nilai t hitung dapat dicari dengan rumus (Gujarati, 1999)

$$t_{hitung} = \frac{\text{Koefisien Regresi}}{\text{Standar Deviasi}}$$

- a. Bila $-t \text{ tabel} < -t \text{ hitung}$ dan $t \text{ hitung} < t \text{ hitung}$, variabel independen secara individual tidak berpengaruh terhadap variabel dependen.
 - b. Bila $-t \text{ tabel} > -t \text{ hitung}$ dan $t \text{ hitung} > t \text{ hitung}$, variabel independen secara individual berpengaruh terhadap variabel dependen.
2. Berdasarkan probabilitas

Jika probabilitas (signifikan) lebih besar dari α (0,05) maka variabel independen secara individual tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, jika lebih kecil dari α (0,05) maka variabel bebas secara individual berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

3.5.3.3. Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi (R^2) mengukur seberapa jauh kemampuan model yang dibentuk dalam menerangkan variansi variabel independen. Koefisien determinasi dapat dicari dengan rumus (Gujarati, 1999) :

$$R^2 = \frac{ESS}{TSS} = 1 - \frac{\sum i^2}{\sum yi^2}$$

Nilai R^2 besarnya antara 0-1 ($0 < R^2 < 1$) koefisien determinasi ini digunakan untuk mengetahui seberapa besar variabel independen mempengaruhi variabel dependen. Apabila R^2 mendekati 1 berarti variabel independen semakin berpengaruh terhadap variabel tidak bebas.

3.5.4. Analisis Jalur (Path Analysis)

Pengujian terhadap hipotesis dapat dilakukan dengan cara analisis jalur (*path analysis*). Analisis jalur (*path analysis*) adalah penggunaan analisis regresi untuk menaksir hubungan kausalitas antar variabel yang telah ditetapkan (Ghozali, 2005). Manfaat dari path analysis menurut Dewi (2011) adalah untuk:

1. Penjelasan terhadap fenomena yang diteliti atau permasalahan yang diteliti.
2. Prediksi nilai variabel terikat (Y) berdasarkan nilai variabel bebas (X) dan variabel Intervening (M).
3. Faktor ditermin yaitu penentuan variabel bebas (X) dan Variabel Intervening (M) mana yang berpengaruh dominan terhadap variabel terikat (Y), juga dapat digunakan untuk menelusuri mekanisme (jalur-jalur) pengaruh variabel bebas (X) dan variabel intervening (M) terhadap variabel terikat (Y)

Widarjono (2010) dalam Dewi (2011) menyatakan ada beberapa tahap yang harus dilalui dalam analisis jalur (*path analysis*). Pertama, membuat spesifikasi model analisis jalur. Di dalam membuat model analisis jalur hubungan

antara satu variabel dengan variabel lainnya seharusnya dilakukan berdasarkan landasan teori yang ada. Spesifikasi model merupakan dasar dalam menentukan hubungan antar variabel di dalam analisis jalur. Kedua, setelah membuat spesifikasi model maka langkah selanjutnya adalah melakukan estimasi untuk mendapatkan koefisien analisis jalur. Ketiga, melakukan uji signifikansi analisis jalur. Analisis jalur menggunakan uji sobel (*Sobel Test*). Uji sobel dilakukan untuk menguji kekuatan pengaruh tidak langsung X ke Y melalui M. Pengaruh tidak langsung X ke Y melalui M dihitung dengan cara mengalikan jalur beta X ke M dengan jalur beta M ke Y atau **ab**. Jadi koefisien **ab** adalah koefisien pengaruh X terhadap Y setelah mengontrol M. Standard error koefisien **a** dan **b** ditulis dengan S_a dan S_b dan besarnya standard error pengaruh tidak langsung adalah s_{ab} yang dihitung dengan rumus di bawah ini:

$$s_{ab} = \sqrt{b^2 s_{a^2} + a^2 s_{b^2} + s_{a^2} s_{b^2}}$$

Untuk menguji signifikansi pengaruh tidak langsung, maka perlu menghitung nilai t dari koefisien ab dengan rumus sebagai berikut:

$$t = \frac{ab}{s_{ab}}$$

Nilai t hitung dibandingkan dengan nilai t tabel, jika nilai t hitung > nilai t tabel maka dapat disimpulkan terjadi pengaruh mediasi. Asumsi uji sobel memerlukan jumlah sampel yang besar, jika jumlah sampel kecil maka uji sobel menjadi kurang konservatif.