

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Investor mempunyai tujuan utama dalam menanamkan dananya ke dalam perusahaan yaitu untuk mencari pendapatan atau tingkat kembalian investasi (*return*) baik berupa pendapatan dividen (*dividend yield*) maupun pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga belinya (*capital gain*). Hubungannya dengan pendapatan dividen, para investor umumnya menginginkan pembagian dividen yang relatif stabil, karena dengan stabilitas dividen dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan sehingga mengurangi ketidakpastian investor dalam menanamkan dananya ke dalam perusahaan.

Perusahaan yang akan membagikan dividen dihadapkan pada berbagai macam pertimbangan antara lain: perlunya menahan sebagian laba untuk reinvestasi yang mungkin lebih menguntungkan, kebutuhan dana perusahaan, likuiditas perusahaan, sifat pemegang saham, target tertentu yang berhubungan dengan rasio pembayaran dividen dan faktor lain yang berhubungan dengan kebijakan dividen (Brigham, 2005).

Perusahaan harus berupaya untuk membuat kebijakan dividen yang akan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham (Miller dan Modigliani, 1961). Kebijakan pembayaran dividen yang diukur dengan menggunakan *dividend payout ratio* merupakan hanya salah satu dari sekian banyak kebijakan yang dimiliki perusahaan yang harus dilaksanakan dan direalisasikan kepada para

pemegang saham, hal ini karena tanpa ada pembagian dividen, maka dikhawatirkan para pemegang saham akan beralih ke perusahaan yang lain yang sudah jelas pembagian dividennya.

Pembagian dividen merupakan fenomena yang sangat menarik untuk diteliti, selain alasan pembagian dividen saham mengindikasikan bahwa perusahaan sedang mengekspresikan kepercayaan diri (*confidants*) terhadap pemegang saham, tetapi disisi lain perusahaan tidak membagikan dividen karena perusahaan sedang mengalami kepentingan kas atau alasan perusahaan memperbesar laba ditahan untuk melakukan *reinvestasi*. Frankfurter dan Wood (1997) dalam Kusuma (2004) menyatakan bahwa model-model kebijakan dividen yang ada pada umumnya memiliki justifikasi teoritis yang cukup meyakinkan, namun di pihak lain dukungan dari bukti-bukti empiris masih dianggap belum jelas (*inconclusive*). Adapun fokus kajian dari penelitian ini adalah salah satu bentuk dari kebijakan dividen, yaitu kebijakan inisiasi dividen (*dividend initiation policy*).

Kebijakan inisiasi dividen merupakan salah satu bentuk kebijakan pembayaran dividen perusahaan, di samping bentuk-bentuk kebijakan dividen lainnya seperti kebijakan tentang kenaikan (*dividend increase*), penurunan (*dividend cut/decrease*), penghentian (*dividend termination*), dan pembayaran kembali dividen (*dividend resumption*). Kebijakan inisiasi dividen (*initiation dividend policy*) merupakan kebijakan yang terkait dengan keputusan manajer perusahaan untuk mengawali atau memulai melakukan pembayaran dividen reguler secara berkala (rutin). Inisiasi dividen merupakan pembayaran dividen pertama yang dilakukan oleh perusahaan setelah *IPO*, sebagaimana disebutkan oleh Bullan

*et al.* (2003) “A dividend initiation is defined as the first cash dividend payment that a firm makes since its IPO”. Sharma (2001) menyatakan bahwa inisiasi dividen merupakan indikasi pertama yang bersifat publik tentang kesediaan manajer perusahaan untuk mendistribusikan kelebihan kas kepada para pemegang saham dibandingkan menginvestasikannya ke dalam proyek-proyek baru.

Kajian-kajian teoritis maupun empiris tentang kebijakan pembayaran dividen masih diwarnai oleh kontroversi yang cukup tajam. Kontroversi ini bermula dari adanya dua proposisi yang saling bertolak belakang tentang relevansi dividen terhadap nilai perusahaan, yaitu di satu pihak *irrelevance of dividend proposition* dari Miller dan Modigliani (1961) dan di pihak *relevance of dividend proposition* oleh Gordon dan Lintner (1959), dalam perkembangannya *relevance of dividend proposition* banyak menghasilkan model-model yang melandasi kajian-kajian empiris kebijakan dividen, diantaranya adalah *signaling theory* dan *agency theory* yang merupakan dua teori utama yang dikembangkan berdasarkan asumsi *asymmetric information*.

*Signaling theory* yang dikembangkan pertama kali oleh Bhattacharya (1979) dalam Kusuma (2004) pada dasarnya menjelaskan bahwa dividen digunakan manajer untuk memberikan sinyal tentang prospek kinerja perusahaan, oleh karena itu kenaikan/penurunan dividen dianggap memiliki muatan informasi tentang prospek positif/negatif dari kinerja perusahaan. Pasar bereaksi positif/negatif terhadap kenaikan/penurunan dividen. Pembayaran dividen merupakan sinyal bagi investor luar mengenai mengenai prospek perusahaan masa mendatang. Miller dan Modigliani (1961) berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen di atas normal

merupakan suatu sinyal kepada investor bahwa manajemen perusahaan mempunyai ekspektasi yang baik di masa datang. Suatu penurunan dividen dianggap sebagai suatu sinyal “kesulitan” perusahaan masa mendatang.

Berikut adalah gambaran pembayaran dividen oleh perusahaan yang melakukan IPO di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2005-2010 selama periode 2010 – 2014 :

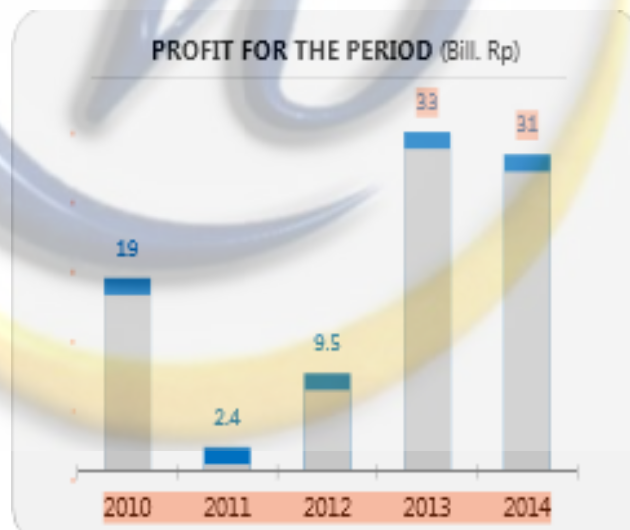


**Grafik 1.1**  
**Daftar Pembayaran Dividen oleh Perusahaan Yang Melakukan IPO**  
**Di Bursa Efek Indonesia**  
**Dari Tahun 2005-2010 Selama Periode 2010 – 2014**

Bursa Efek Indonesia mencatat perusahaan yang melakukan inisiasi dividen setahun setelah IPO periode 2005-2014 yaitu perusahaan yang memiliki DPR tertinggi adalah PT Elang Mahkota Teknologi Tbk sebesar 114%. Sedangkan DPR terendah adalah 10% oleh PT Electronic City Indonesia Tbk. Perusahaan yang melakukan IPO pada tahun 2007 yaitu PT Indo Tambangraya Megah Tbk melaporkan DPR terkecil tercatat pada tahun 2011 sebesar 26% dan DPR tertinggi

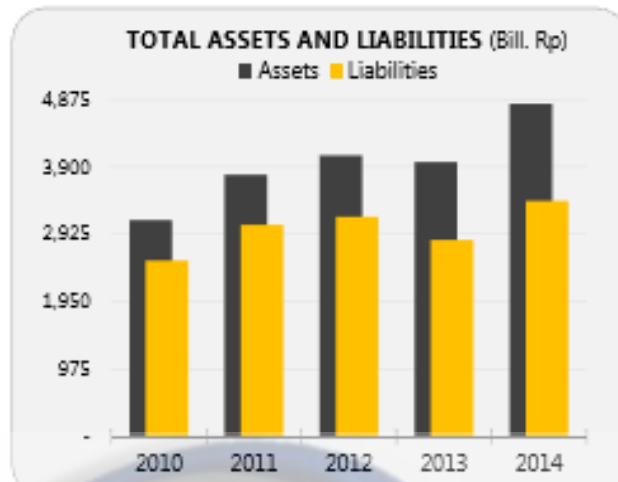
pada tahun 2013 sebesar 210%. Selanjutnya Perusahaan lain yang melakukan IPO pada tahun 2008 yaitu PT Adaro Energy Tbk melaporkan DPR periode 2011-2015 berturut-turut adalah 48%, 30%, 32%, 43%, dan 23%.

Fenomena yang ada, banyak perusahaan-perusahaan di Indonesia yang mengalami peningkatan laba bersih namun dividen kas yang diberikan cenderung diturunkan. Perusahaan property dan real estate PT. Bumi Citra Permai Tbk yang melakukan *listing date* pada tahun 2009 tapi selama kurun waktu 5 tahun yaitu dari tahun 2010 sampai tahun 2014 tidak memberikan dividen padahal perusahaan meraup keuntungan senilai Rp 33 miliar ditahun buku 2013 atau naik tiga kali lipat dibandingkan tahun sebelumnya yakni Rp 9,5 miliar.



**Grafik 1.2**  
**Laporan *Profit For The Period* PT. Bumi Citra Permai Tbk**  
**Selama Periode 2010 – 2014**

Fenomena lain juga terjadi pada PT Mandala Multifinance Tbk pada tahun 2013. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada gambar grafik 1.3 sebagai berikut :



**Grafik 1.3**  
**Laporan *Total Assets and Liabilities***  
**PT Mandala Multifinance Tbk pada tahun 2013**

Pada perusahaan finance PT Mandala Multifinance Tbk dapat dilihat bahwa liabilities mengalami penurunan di tahun 2013. Fenomena tersebut yang menjadikan terjadinya *gap* (kesenjangan) dimana liabilities turun tetapi perusahaan tidak membagikan dividen.

Ross (1977) menyatakan bahwa dua asumsi yang mendasari dividen sebagai sinyal. Pertama manajemen perusahaan merasa enggan untuk merubah kebijakan pembayaran dividennya. Apabila terjadi kenaikan pembagian dividen yang dilakukan oleh manajemen, investor luar akan menganggap sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek dimasa datang. Kedua, kedalaman informasi yang dimiliki investor dan manajemen berbeda. Manajemen biasanya memiliki informasi yang lebih mendalam tentang kondisi perusahaan yang sebenarnya. Fenomena ini bisa terjadi karena adanya *information asymmetry* diantara manajer dan investor.

Upaya peningkatan kekayaan pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan sebagai tujuan utama perusahaan sering tidak sejalan dengan tujuan pihak manajemen (manajer) perusahaan, sehingga timbul masalah keagenan (*agency problem*) antara manajer dengan pemegang saham sebagai akibat kepemilikan dan pengelolaan perusahaan dijalankan secara terpisah. Pemisahan dengan kepentingan pemegang saham (pemilik) sehingga timbul konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham.

Manajer (*agent*) cenderung menginvestasikan kembali keuntungan yang diperoleh agar perusahaan mengalami pertumbuhan yang lebih tinggi, semakin banyak keuntungan yang diinvestasikan kembali (*reinvestasi*), maka akan tersisa sedikit keuntungan yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, hal ini sangat bertolak belakang dengan keinginan pemegang saham yang menghendaki mendapat dividen yang tinggi. Perbedaan keinginan tersebut yang menyebabkan timbulnya konflik antara manajer (*agent*) dan pemegang saham, konflik ini sering disebut *agency problem*, konflik tersebut dalam kenyataan menimbulkan sejumlah biaya yang lazim disebut *agency cost*.

Urgensi strategik dari kebijakan inisiasi dividen terkait dengan dua aspek. Pertama, aspek penetapan *payout* atau kebijakan tentang berapa sebaiknya besarnya dividen yang ditetapkan sebagai dividen pertama (*initial dividend payout*) oleh perusahaan. Kedua, terkait dengan aspek *timing* atau penetapan waktu yaitu kapan perusahaan sebaiknya melakukan inisiasi dividen setelah memutuskan *go public*.

Manajer lebih suka membayar dividen secara stabil dan cenderung menghindari suatu kenaikan dividen pada tingkat tertentu yang tidak bisa dijamin

konsistensinya di masa yang akan datang karena tidak adanya dukungan dari prospek kinerja (*profitabilitas*) perusahaan. Manajer melakukan hal tersebut karena mereka menyakini bahwa pemegang saham lebih menyukai aliran dividen yang stabil (*steady stream*) ketimbang dividen berfluktuasi (Philippatos dan Sihler, 1991) dalam Ambarwati (2005). Perusahaan dengan prospek kinerja yang lemah akan menghindari untuk membayar dividen pertama dengan *payout* yang tinggi karena memiliki risiko yang lebih besar untuk tidak bisa dipertahankan (*unsustainable*) pada periode-periode selanjutnya. Diharapkan besarnya *initial dividend payout* akan memberikan sinyal tentang status kinerja perusahaan yang melakukan inisiasi dividen.

Aspek strategik yang kedua dalam kebijakan inisiasi dividen adalah terkait dengan waktu (*timing*) dan inisiasi dividen itu sendiri, oleh karena inisiasi dividen yang dilakukan oleh manajer mengindikasikan atau bisa diinterpretasikan sebagai komitmen perusahaan untuk memulai membayar dividen reguler secara konsisten untuk waktu ke depan yang tak terbatas, maka aspek waktu (*timing*), yaitu kapan perusahaan memutuskan untuk melakukan inisiasi dividen atau membayarkan dividen pertamanya setelah berstatus sebagai perusahaan *go public*, juga merupakan hal yang sangat krusial dan sangat terkait dengan kesiapan perusahaan secara finansial yang didukung oleh prospek kinerja perusahaan guna merealisasikan komitmen tersebut.

Terkait dengan waktu Sharma (2001) menjelaskan bahwa perusahaan-perusahaan yang baru melakukan *IPO* tidak diharapkan melakukan inisiasi pembayaran dividen periodik pada tahun-tahun awal setelah *IPO* karena kebutuhan



dana yang cukup besar untuk investasi. Pendapat tersebut sejalan dengan temuan Jain *et al.* (2003) dalam konteks pasar modal di Amerika Serikat yang menyatakan bahwa dari 1628 perusahaan yang *go public* dalam rentang waktu 1990-1998, hanya 6,08 persen atau 99 perusahaan yang melakukan inisiasi dividen.

Di lain pihak, di Indonesia diperoleh data yang justru menunjukkan kondisi yang sebaliknya, dari 272 perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia pada kurun waktu 2000-2014 sebanyak 144 perusahaan atau 52,94 persen melakukan inisiasi dividen pada tahun pertama pasca *IPO* atau setelah terdaftar (*listing*) di Bursa Efek Indonesia.

**Tabel 1.1**  
**Perusahaan yang Melakukan Inisiasi Dividen**  
**Setelah *Go Public* Tahun Pertama di Bursa Efek Indonesia**

Tahun Listing	Jumlah Perusahaan yang <i>Go Public</i>	Jumlah Perusahaan yang Melakukan Inisiasi Dividen pada Tahun Pertama	% Inisiasi Dividen Tahun Pertama (dalam persentasi)
2000	13	8	61,53
2001	26	13	50,00
2002	21	13	61,90
2003	7	6	85,71
2004	12	9	75,00
2005	8	8	100,00
2006	12	5	41,67
2007	22	14	63,64
2008	18	8	44,44
2009	12	7	58,33
2010	23	11	47,82
2011	25	10	40,00
2012	22	13	59,09
2013	29	15	51,72
2014	22	4	18,18
Total	272	144	52,94

Sumber : [www.idx.go.id](http://www.idx.go.id)

Perilaku kebijakan inisiasi dividen pada perusahaan-perusahaan yang *go public* menurut pendapat yang dikemukakan Sharma (2001) menimbulkan beberapa pertanyaan yang akan menjadi fokus penelitian ini. Pertama, apakah kebijakan inisiasi dividen yang diambil oleh perusahaan-perusahaan *go public* dengan *payout* yang ditetapkan sebagai dividen pertama (*initial dividend payout*) bisa dipertahankan pada periode-periode selanjutnya?. Mengingat aspek *sustainability* dan *stability* dalam pembayaran dividen merupakan taruhan atas reputasi manajer perusahaan. Kebijakan inisiasi dividen dikatakan *credible* dalam konteks ini jika kebijakan tersebut mampu menjamin adanya konsistensi dan stabilitas atau sustainabilitas dividen reguler pada periode-periode selanjutnya.

Kedua, apakah kebijakan inisiasi dividen yang diambil oleh kalangan perusahaan *go public* mempunyai konsekuensi terhadap kinerja saham perusahaan? *Signaling* model dinyatakan bahwa keputusan pembayaran dividen yang diambil perusahaan memberikan sinyal kepada pasar tentang kinerja perusahaan. Pasar bersifat efisien kredibilitas dividen perusahaan bisa dilihat dari reaksi pasar terhadap kebijakan tersebut. Kebijakan inisiasi dividen dikatakan memiliki *kredibilitas signaling* dan perspektif pasar jika terdapat hubungan positif antara kebijakan tersebut dengan kinerja perusahaan.

Ketiga, apakah perilaku kebijakan inisiasi dividen di lingkungan perusahaan-perusahaan *go public* baru terkait pula dengan mekanisme monitoring terhadap manajemen dalam konteks *agency theory* yang dikembangkan oleh Jensen dan Meckling (1976), kebijakan dividen digunakan untuk meminimalisasi *agency cost* yang timbul dari potensi *conflict of interests* antara *agent* (manajer) dengan

*principal* (pemilik perusahaan) akibat adanya pemisahan kewenangan diantara kedua belah pihak tersebut.

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham dimana pemegang sahamnya berasal dari pihak manajemen perusahaan itu sendiri (*insiders*). Proporsi kepemilikan saham yang dimiliki manajer dapat mempengaruhi kebijakan-kebijakan perusahaan, selain itu kepemilikan manajerial mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham sehingga manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dengan benar dan merasakan konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan (Jensen dan Meckling, 1976).

Ross *et al.* (2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada *asset* tetap) karena sebagian besar *free cash flow* untuk membayar hutang, sehingga tidak ada *free cash flow* dalam perusahaan yang dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan demi kepentingan manajemen yang merugikan pemegang saham. Bila cukup banyak *cash flow* dalam perusahaan maka dengan pengawasan yang tidak efektif dari pemegang saham akan menciptakan tindakan manajemen untuk menggunakan *cash flow* demi kepentingan sendiri. *Free cash flow* disamping dengan meningkatkan hutang juga dapat dikurangi dengan meningkatkan dividen karena peningkatan dividen akan meningkatkan kemungkinan perusahaan mengambil dana dari luar

sehingga perusahaan semakin sering dimonitor oleh investor baru (Sugiarto, 2009). Pembayaran dividen merupakan informasi yang akan mempengaruhi permintaan dan penawaran saham perusahaan di pasar modal, yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan. Pembayaran dividen akan membuat pemegang saham mempunyai tambahan *return* selain dari *capital gain*.

Sugeng (2009) meneliti tentang kaitan khusus antara struktur kepemilikan dan struktur modal dengan kebijakan inisiasi dividen. Kesimpulan dari penelitian tersebut adalah di lingkungan perusahaan *go public* di Indonesia, variabel *ownership structure* terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend initiation policy*, sedangkan variabel struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan inisiasi dividen walaupun dengan arah hubungan positif yang juga bertolak belakang dengan prediksi *agency cost* model khususnya *monitoring mechanism/rationale of dividend*.

Hatta (2002) dalam hasil temuannya menyatakan bahwa *insider ownership*, *free cash flow*, dan beberapa variabel lain secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Secara individual *insider ownership* dan *free cash flow* tidak berpengaruh signifikan terhadap rasio pembayaran dividen. Hasil temuan dari Pakawaru (2002) menunjukkan bahwa *cash flow* dari operasi mempunyai hubungan positif yang signifikan dengan perubahan dividen.

Hasil uji empiris Sugiarto (2009) menunjukkan data yang mendukung hipotesis penelitian yang menyatakan bahwa perusahaan-perusahaan terbuka yang dikontrol keluarga membagikan *dividend* lebih tinggi dibandingkan perusahaan-perusahaan terbuka yang dikontrol oleh bukan keluarga. Temuan penelitian

mengindikasikan kebijakan perusahaan-perusahaan dividen di Indonesia menganut teori residual. Secara umum tidak didapati kesinambungan pembagian dividen dari waktu ke waktu.

Berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya di atas maka dalam penelitian ini digunakan variabel-variabel penelitian seperti struktur modal, struktur kepemilikan, *free cash flow* dan dividen. Penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya adalah penggunaan variabel *free cash flow* sebagai variabel independen intervening. Penelitian sebelumnya *free cash flow* hanya digunakan sebagai variabel bebas saja. Digunakan variabel *free cash flow* sebagai variabel independen intervening guna untuk mengetahui apakah *free cash flow* dapat memperkuat atau memperlemah pengaruh struktur modal dan struktur kepemilikan terhadap dividen. Kebijakan pembayaran dividen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kebijakan inisiasi dividen, yang mana pada penelitian sebelumnya sebagian besar kebijakan pembayaran dividen yang digunakan adalah kebijakan pembayaran dividen reguler.

## **1.2 Rumusan Masalah**

Berdasarkan latar belakang masalah, permasalahan yang akan dikaji dalam penelitian ini adalah:

- 1) Apakah Struktur Modal berpengaruh terhadap *Free Cash Flow*?
- 2) Apakah Struktur Kepemilikan berpengaruh terhadap *Free Cash Flow*?
- 3) Apakah Struktur Modal berpengaruh terhadap Dividen?
- 4) Apakah Struktur Kepemilikan berpengaruh terhadap Dividen?
- 5) Apakah *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap Dividen?

### 1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah yang telah dipaparkan sebelumnya, maka tujuan penelitian ini adalah:

- 1) Untuk mengetahui pengaruh Struktur Modal terhadap *Free Cash Flow*.
- 2) Untuk mengetahui pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap *Free Cash Flow*.
- 3) Untuk mengetahui pengaruh Struktur Modal terhadap Dividen.
- 4) Untuk mengetahui pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Dividen.
- 5) Untuk mengetahui pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Dividen.

### 1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat dari penelitian ini ada 2, yaitu manfaat teoritis dan praktis, sebagai berikut:

#### 1) Manfaat Teoritis

Model yang dihasilkan dalam penelitian ini yang menjelaskan tentang pengaruh struktur modal, struktur kepemilikan, *free cash flow*, dan kebijakan dividen di lingkungan perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia diharapkan dapat memberikan kontribusi empiris terhadap keberlakuan *Signaling Theory* dan *Agency Theory*.

#### 2) Manfaat Praktis

Diharapkan dapat dimanfaatkan oleh emiten dan perusahaan publik sebagai informasi untuk menentukan kebijakan pembayaran dividen di dalam perusahaan.