

# **TESIS**

## ***INVESTMENT OPPORTUNITY SET, MULTIPLE LARGE SHAREHOLDER DAN STRUKTUR MODAL TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN MELALUI LIKUIDITAS***

**(Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)**

## ***INVESTMENT OPPORTUNITY SET, MULTIPLE LARGE SHAREHOLDER AND CAPITAL STRUCTURE ON DIVIDEND POLICY THROUGH LIQUIDITY***

**(Study On Manufacturing Companies Listed On The Indonesian Stock Exchange)**

**UDYONO**

**A012212021**



**PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN**

**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS**

**UNIVERSITAS HASANUDDIN**

**MAKASSAR**

**2023**

# **TESIS**

## ***INVESTMENT OPPORTUNITY SET, MULTIPLE LARGE SHAREHOLDER DAN STRUKTUR MODAL TERHADAP KEBIJAKAN DIVIDEN MELALUI LIKUIDITAS***

**(Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)**

## ***INVESTMENT OPPORTUNITY SET, MULTIPLE LARGE SHAREHOLDER AND CAPITAL STRUCTURE ON DIVIDEND POLICY THROUGH LIKUIDITY***

**(Study On Manufacturing Companies Listed On The Indonesian Stock Exchange)**

sebagai persyaratan untuk memperoleh gelar Magister

disusun dan diajukan oleh

**UDYONO**

**A012212021**



Kepada

**PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN**

**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS**

**UNIVERSITAS HASANUDDIN**

**MAKASSAR**

**2023**

# LEMBAR PENGESAHAN TESIS

## ***INVESTMENT OPPORTUNITY SET, MULTIPLE LARGE SHAREHOLDER DAN STRUKTUR MODAL TERHADAP KEBIJAKAN DEVIDEN MELALUI LIKUIDITAS***

disusun dan diajukan oleh :

**UDYONO  
A012212021**

Telah dipertahankan di hadapan Panitia Ujian yang dibentuk dalam rangka  
Penyelesaian Studi Program Magister Program Studi Magister Manajemen  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin  
pada tanggal **09 JUNI 2023**  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat kelulusan

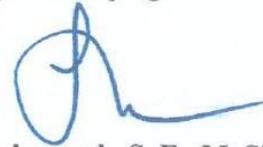
Menyetujui,

Pembimbing Utama,



**Prof. Dr. Cepi Panilevi, S. E., M. Si.**  
NIP. 19601113 199303 1 001

Pembimbing Pendamping,



**Dr. H. M. Sobarsyah, S. E., M. Si.**  
NIP. 19680629 199403 1 002

Ketua Program Studi,



**Dr. H. M. Sobarsyah, S. E., M. Si.**  
NIP. 19680629 199403 1 002

Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis,



**Prof. Dr. H. Abd. Rahman Kadir, S. E., M. Si., CIPM.**  
NIP. 19640205 198810 1 001

## PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN

Yang bertanda tangan di bawah ini,

Nama : Udyono  
NIM : A012212021  
Jurusan/Program Studi : Magister Manajemen

Menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa tesis yang berjudul:

***Investment Opportunity Set, Multiple Large Shareholder dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen Melalui Likuiditas (Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)***

Adalah karya ilmiah saya sendiri dan sepanjang pengetahuan saya di dalam naskah tesis ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan/ditulis/diterbitkan sebelumnya, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila dikemudian hari ternyata di dalam naskah tesis ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur jiplakan, saya bersedia menerima sanksi atas perbuatan tersebut dan diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku (UU No. 20 Tahun 2003, pasal 25 ayat 2 dan pasal 70).

Makassar, 12 Juni 2023

Yang membuat pernyataan,

  
  
Udyono

## **PRAKATA**

Puji syukur atas kehadiran Allah SWT berkat rahmat dan hidayahnya sehingga penulis dapat menyelesaikan penulisan tesis ini yang berjudul “Investment Opportunity Set, Multiple Large Shareholder dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen Melalui Likuiditas: Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia”. Tesis ini merupakan tugas akhir untuk mencapai gelar Magister Manajemen (MM) pada Program Pendidikan Magister Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.

Peneliti mengucapkan terima kasih kepada semua pihak yang telah membantu proses penyelesaian tesis ini. Ucapan terima kasih peneliti sampaikan kepada Bapak Prof. Dr. Cepi Pahlevi, SE., M.Si dan Dr. H. M. Sobarsyah, SE., M.Si sebagai tim penasihat atas waktu yang telah diluangkan untuk membimbing, memberi motivasi, dan memberi bantuan literature, serta diskusi-diskusi yang telah dilakukan.

Ucapan terima kasih kepada para penguji yang telah memberikan kritik dan saran yang membangun sehingga penulis dapat menyelesaikan penulisan tesis ini. Ucapan terima kasih juga peneliti tujukan kepada pihak Bursa Efek Indonesia karena telah menyediakan data yang dibutuhkan peneliti, yang sesuai untuk menyelesaikan penyusunan tesis ini.

Ucapan terima kasih kepada orang tua tercinta Ayah dan Ibu yang telah memberikan dorongan moril dan bantuan materil dalam penyelesaian tesis ini. Terakhir ucapan terima kasih kepada teman-teman kelas manajemen keuangan yang telah kompak sejak awal dalam menyelesaikan tugas perkuliaan serta proses penyusunan tesis ini. Semoga semua pihak mendapatkan kebaikan atas bantuan yang diberikan hingga tesis ini terselesaikan dengan baik.

Tesis ini masih jauh dari kata sempurna walaupun telah menerima bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu penulis mengharapkan kritikan dan saran demi perbaikan dan kemanfaatan yang lebih baik dimasa yang akan datang. Akhir kata, semoga tesis ini memberikan manfaat.

Makassar, 12 Juni 2023

**Udyono**

## ABSTRAK

UDYONO. *Investment Opportunity Set, Multiple Large Shareholder dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen Melalui Likuiditas: Studi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia* (dibimbing oleh Cepi Pahlevi dan H. M. Sobarsyah).

Penelitian ini bertujuan mengetahui pengaruh *investment opportunity set, multiple large shareholder* dan struktur modal terhadap kebijakan dividen melalui likuiditas pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Penelitian ini menggunakan data sekunder dengan mengambil data dari laporan tahunan dan laporan keuangan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini yaitu *purposive sampling* sehingga jumlah sampel yang digunakan yaitu berjumlah 41 dengan 123 data observasi. Teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan uji analisis regresi linear berganda dan *moderate regression analisis* (MRA) dengan menggunakan bantuan SPSS yang diarahkan untuk menjawab rumusan masalah atau hipotesis yang telah dirumuskan dalam penelitian ini serta digunakan untuk menguji hubungan variabel *investment opportunity set, multiple large shareholder* dan struktur modal terhadap kebijakan dividen dengan likuiditas sebagai variabel moderasi pada perusahaan manufaktur di Indonesia. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, *multiple large shareholder* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen dan struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Selain itu, Hasil penelitian dengan uji *moderate regression analisis* (MRA) menunjukkan bahwa likuiditas memoderasi hubungan antara *investment opportunity set* dengan kebijakan dividen, likuiditas memoderasi hubungan antara *multiple large shareholder* dengan kebijakan dividen, dan likuiditas juga memoderasi hubungan antara struktur modal dengan kebijakan dividen.

Kata Kunci : *investment opportunity set, multiple large shareholder*, struktur modal, kebijakan dividen, likuiditas



## ABSTRACT

UDYONO. *Investment Opportunity Set, Multiple Large Shareholder, and Capital Structure on Dividend Policy through Liquidity (Study on Manufacturing Companies Listed in The Indonesia Stock Exchange* (supervised by Cepi Pahlevi and H. M. Sobarsyah)

This study aims to determine the effect of the Investment Opportunity Set, Multiple Large Shareholders, and Capital Structure on Dividend Policy through Liquidity in Manufacturing Companies in Indonesia. This study uses secondary data from annual report and financial statements of manufacturing companies listed on the Indonesia Stock Exchange, namely [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). The sampling technique in this study was purposive sampling. Therefore, the number of samples used was 41, with 123 observational data. The data analysis technique in this study used Multiple Linear Regression Analysis and Moderate Regression Analysis (MRA) using SPSS software assistance which was directed to answer the formula problems or hypotheses that have been formulated in this study and are used to examine the relationship between Investment Opportunity Set, Multiple Large Shareholders, and Capital Structure variables on Dividend Policy and Liquidity as a moderating variable in manufacturing companies in Indonesia. The results of this study indicate that Investment Opportunity Set has a significant positive effect on Dividend Policy, Multiple Large Shareholders have a significant negative effect on Dividend Policy, and Capital Structure has a significant positive effect on Dividend Policy. In addition, the results of the study using the Moderate Regression Analysis (MRA) test show that Liquidity moderates the relationship between Investment Opportunity Set and Dividend Policy, Liquidity moderates the relationship between Multiple Large Shareholders and Dividend Policy, and Liquidity also moderates the relationship between Capital Structure and Dividend Policy.

Keywords: Investment Opportunity Set, Multiple Large Shareholders, Capital Structure, Dividend Policy, Liquidity.



## DAFTAR ISI

<b>HALAMAN SAMPUL.....</b>	<b>i</b>
<b>HALAMAN JUDUL.....</b>	<b>i</b>
<b>PERSETUJUAN TESIS .....</b>	<b>ii</b>
<b>PERNYATAAN ORISINALITAS PENELITIAN .....</b>	<b>iii</b>
<b>PRAKATA.....</b>	<b>iv</b>
<b>ABSTRAK .....</b>	<b>vi</b>
<b>DAFTAR ISI .....</b>	<b>viii</b>
<b>DAFTAR TABEL .....</b>	<b>xi</b>
<b>DAFTAR GAMBAR .....</b>	<b>xii</b>
<b>BAB I PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	12
1.3 Tujuan Penelitian .....	13
1.4 Manfaat Penelitian .....	14
1.5 Ruang Lingkup Penelitian .....	15
1.6 Sistematika Penulisan .....	15
<b>BAB II TINJAUAN PUSTAKA .....</b>	<b>17</b>
2.1 Tinjauan Teoritis dan Konsep .....	17
2.1.1 <i>Investment Opportunity Set</i> .....	17
2.1.2 <i>Multiple Large Shareholder</i> .....	22
2.1.3 Struktur Modal .....	27
2.1.4 Likuiditas .....	32
2.1.5 Kebijakan Dividen .....	36

2.1.6 Teori Keagenan .....	42
2.2 Hubungan Antar Variabel .....	45
2.3 Tinjauan Empiris .....	51
<b>BAB III KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS .....</b>	<b>57</b>
3.1 Kerangka Konseptual .....	57
3.2 Hipotesis .....	63
<b>BAB IV METODE PENELITIAN .....</b>	<b>65</b>
4.1 Rancangan Penelitian .....	65
4.2 Sitis dan Waktu Penelitian .....	65
4.3 Populasi, Sampel dan Teknik Pengambilan Sampel .....	65
4.4 Jenis dan Sumber Data .....	68
4.5 Metode Pengumpulan Data .....	68
4.6 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional .....	69
4.7 Teknik Analisis Data .....	71
<b>BAB V HASIL PENELITIAN .....</b>	<b>77</b>
5.1 Deskripsi Data .....	77
5.2 Deskripsi Hasil Penelitian .....	81
5.2.1 Uji Asumsi Klasik .....	81
5.2.2 Uji Hipotesis .....	86
5.2.3 Uji Koefisien Determinasi .....	92
<b>BAB VI PEMBAHASAN .....</b>	<b>94</b>
6.1 Pembahasan .....	94
6.1.1 Pengaruh <i>Investment Opportunity Set</i> Terhadap Kebijakan Dividen .....	94

6.1.2 Pengaruh <i>Multiple Large Shareholder</i> Terhadap Kebijakan Dividen .....	96
6.1.3 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen .....	97
6.1.4 Pengaruh <i>Investment Opportunity Set</i> Terhadap Kebijakan Dividen dengan di Moderasi oleh Likuiditas .....	99
6.1.5 Pengaruh <i>Multiple Large Shareholder</i> Terhadap Kebijakan Dividen dengan di Moderasi oleh Likuiditas .....	101
6.1.6 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen dengan di Moderasi oleh Likuiditas .....	103
<b>BAB VII PENUTUP .....</b>	<b>106</b>
7.1 Kesimpulan .....	106
7.2 Implikasi .....	108
7.3 Keterbatasan Penelitian .....	108
7.4 Saran .....	109
<b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>	<b>110</b>

## DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
Tabel 1.1 Dividen Payout Ratio Perusahaan Manufaktur .....	6
Tabel 4.1 Sampel Penelitian .....	67
Tabel 4.2 Definisi Operasional .....	69
Tabel 4.3 Kriteria Pengujian Autokorelasi .....	74
Tabel 5.1 Daftar Sampel Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia .....	78
Tabel 5.2 Hasil Analisis Statistik Deskriptif .....	79
Tabel 5.3 Uji <i>Kolmogorov-Smirnov</i> .....	82
Tabel 5.4 Uji Multikolinieritas .....	83
Tabel 5.5 Uji Heteroskedastisitas .....	84
Tabel 5.6 Uji Autokorelasi .....	85
Tabel 5.7 Hasil Uji Simultan (Uji F) .....	86
Tabel 5.8 Hasil Uji Parsial (Uji t) .....	87
Tabel 5.9 Hasil <i>Moderate Regression Anaysis</i> (MRA) .....	88
Tabel 5.10 Hasil Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ ) .....	93

## DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
Gambar 1.1 Realisasi & Proyeksi Investasi di Sektor Industri Pengolahan .....	2
Gambar 1.2 Perkembangan Jumlah dan Kontribusi Tenaga Kerja Industri Pengolahan .....	3
Gambar 1.3 Perkembangan Pertumbuhan dan Kontribusi PDB Industri Pengolahan .....	5
Gambar 3.1 Kerangka Konseptual .....	57

# **BAB I**

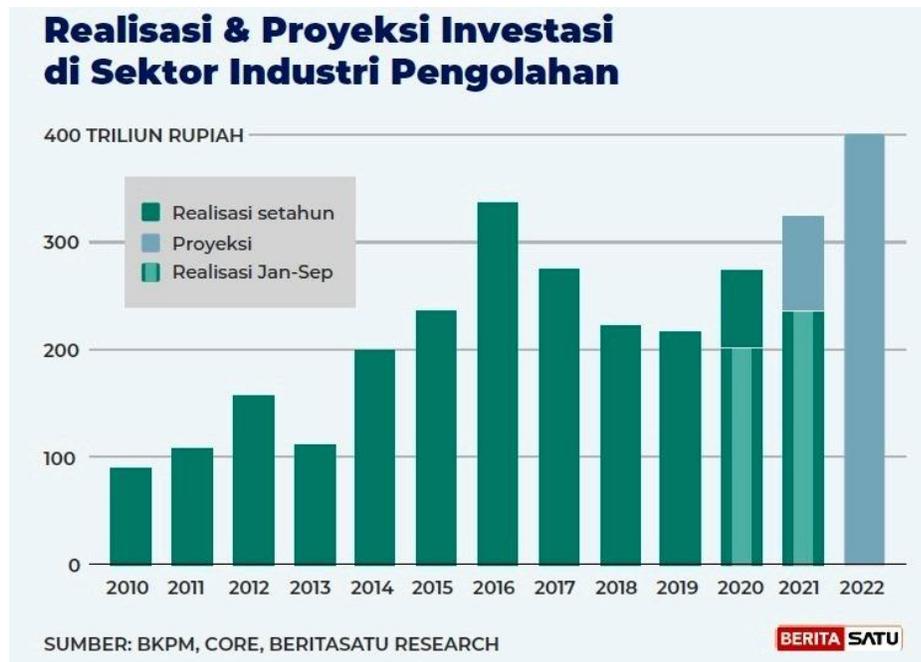
## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang**

Peran industri manufaktur dalam berkontribusi pada ekonomi di suatu negara cukup besar baik dari sektor penerimaan pajak konsumtif, perdagangan dan angkatan kerja. Sejatinnya industri tersebut dapat menopang ekonomi suatu negara karena peran dari manufaktur sangat besar dalam menjalankan roda ekonomi nasional meskipun ragam dari industri tersebut cukup banyak. Ekspansi sektor manufaktur masih terus meningkat dan memberikan kontribusi terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) dan menunjukkan peningkatan dari tahun ke tahun. Sepanjang tahun 2021, investasi di sektor manufaktur mencapai Rp325,4 Triliun. Angka tersebut melampaui target capaian investasi manufaktur yang diproyeksikan Kemenperin sekitar Rp280 Triliun, serta naik sekitar 19% dari tahun 2020 (Rp272,9 Triliun).

Tahun 2022 akan menjadi tahun ekspansi bagi industri manufaktur nasional, menyusul penyebaran pandemi Covid-19 yang makin terkendali dan proyek hirilisasi mulai bergulir. Sejalan dengan hal itu investasi industri manufaktur berpotensi menembus Rp 400 triliun tahun 2022 melonjak sekitar 24% dibandingkan estimasi realisasi tahun 2021 sekitar Rp 325 triliun. Lonjakan investasi akan mendorong pertumbuhan industri manufaktur dikisaran 5%-5,5% pada tahun 2022, lebih baik dari tahun 2021 yang berada pada kisaran 4%-4,5%. Sejak kuartal II-2021, manufaktur telah pulih dan lepas dari jeratan krisis akibat pandemi Covid-19, dengan pertumbuhan 6,9%. Tren ini berlanjut pada kuartal III-2021 dengan pertumbuhan 3,61%, diatas laju produk domestic bruto (PDB) sebesar 3,51%.

Berikut ini adalah gambaran realisasi dan proyeksi investasi di sektor industri manufaktur.



Gambar 1.1 Realisasi & Proyeksi Investasi di Sektor Industri Pengolahan

Meningkatnya realisasi investasi pada sektor industri manufaktur juga erat kaitannya dengan penyerapan tenaga kerja. Dalam 1 dekade terakhir, jumlah tenaga kerja sektor industri manufaktur menunjukkan adanya tren peningkatan, dari 14,83 juta orang pada tahun 2011 menjadi 19,20 juta orang di tahun 2019. Namun pada tahun 2020, pandemi menyebabkan utilitas produksi di sektor ini menurun, sehingga banyak terjadi pengurangan tenaga kerja (pemutusan hubungan kerja—PHK). Hal ini terlihat dari penyerapan tenaga kerja industri pengolahan yang justru berkontraksi hampir 9 persen pada tahun 2020. Apabila dilihat dari subsektornya, kontraksi ini juga terjadi di industri pengolahan nonmigas. Hampir semua subsektor industri pengolahan nonmigas mengalami penurunan jumlah tenaga kerja di tahun 2020,

kecuali untuk industri industri makanan dan minuman, serta industri jasa reparasi, pemasangan mesin, dan peralatan. Sementara untuk tahun 2021 dan 2022, jumlah tenaga kerja industri pengolahan dapat bertambah menjadi 18,35 juta di tahun 2021 dan ditargetkan kemudian melejit naik menjadi 20,90 juta di tahun 2022. Berikut gambaran Perkembangan Jumlah dan Kontribusi Tenaga Kerja Industri manufaktur.



Sumber: BPS, 2021 (diolah)

Gambar 1.2 Perkembangan Jumlah dan Kontribusi Tenaga Kerja Industri Pengolahan

Dalam 1 dekade terakhir, kinerja pertumbuhan PDB sektor industri pengolahan secara umum menunjukkan tren penurunan, yaitu dari 6,26 persen pada tahun 2011 menjadi 3,80 persen pada tahun 2019. Tren yang sama juga ditunjukkan oleh subsektor industri pengolahan nonmigas, dari 7,46 persen pada tahun 2011 menjadi 4,34 persen pada tahun 2019. Penurunan ini semakin drastis di tahun 2020 saat pandemi Covid19. Apabila di-breakdown menurut subsektor, terdapat beberapa industri yang relatif tumbuh stabil dan rata-rata laju pertumbuhan tahunannya jauh

melampaui rata-rata laju pertumbuhan tahunan sektoral secara umum (3,89 persen). Industri-industri tersebut antara lain industri makanan dan minuman (7,72 persen), industri kimia, farmasi, dan obat tradisional (6,50 persen), dan industri logam dasar (6,04 persen). Meskipun dalam kondisi pandemi, industri-industri tersebut pun masih mampu tumbuh positif di tahun 2020. Untuk tahun 2021 perbaikan pada pertumbuhan PDB industri pengolahan dan industri pengolahan nonmigas kembali pada *trajectory* prapandemi, yaitu 4,20 persen dan dan untuk tahun 2022 pemerintah menargetkan perbaikan pada pertumbuhan PDB industri pengolahan dan industri pengolahan nonmigas 5,30-6,10 persen.

Tidak hanya pada indikator pertumbuhan PDB saja, kontribusi sektor industri pengolahan terhadap PDB selama 1 dekade terakhir juga cenderung mengalami tren penurunan, dari 21,76 persen pada tahun 2011 menjadi 19,88 persen pada tahun 2020. Hal ini juga terjadi pada subsektor industri pengolahan nonmigas, meskipun dengan slope tren yang lebih landai, yaitu dari 18,13 persen pada tahun 2011 menjadi 17,89 persen pada tahun 2020. Subsektor industri makanan dan minuman masih menjadi subsektor unggulan dengan menjadi kontributor terbesar bagi PDB, dengan rata-rata kontribusi tahunan sebesar hingga 5,82 persen dari PDB. Untuk tahun 2021, terjadi sedikit koreksi pada kontribusi PDB sektor industri pengolahan dan industri pengolahan nonmigas, masing-masing sebesar 19,80 persen dan 17,80 persen. Kemudian untuk tahun 2022, pemerintah baru menargetkan peningkatan kontribusi, yaitu berkisar pada 19,90-20,00 persen untuk industri pengolahan secara umum dan 18,00 persen untuk industri pengolahan nonmigas. Berikut ini adalah gambaran Perkembangan Pertumbuhan dan Kontribusi PDB Industri Pengolahan.



Sumber: BPS, 2021 (diolah)

Gambar 1.3 Perkembangan Pertumbuhan dan Kontribusi PDB Industri Pengolahan

Penjelasan diatas menunjukkan bahwa industri manufaktur berkontribusi besar terhadap perekonomian Indonesia bisa dilihat dari kontribusinya terhadap produk domestik bruto (PDB). Kemudian realisasi investasi untuk perusahaan manufaktur juga cukup besar, sehingga serapan tenaga kerja juga besar dengan volume perdagangan yang sangat besar juga, sehingga tak heran beberapa dari sektor tersebut menjadi incaran investor di bursa efek. Fenomena ini yang menarik untuk diteliti terkait dengan kebijakan-kebijakan yang diambil oleh perusahaan-perusahaan manufaktur, terkhusus pada kebijakan mengenai dividen yang ditetapkan perusahaan. Berikut ini adalah data dividen perusahaan manufaktur yang dibagikan dengan menggunakan rasio dividend payout ratio (DPR):

Tabel 1.1 Dividen Payout Ratio Perusahaan manufaktur

Tahun	Rata-rata Dividen Payout Ratio
2019	48,44%
2020	46,01%
2021	54,13%

Sumber : [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) (data diolah)

Dapat dilihat bahwa pembagian dividen perusahaan manufaktur setiap tahun mengalami kestabilan. Sebagai contoh salah satu perusahaan manufaktur yaitu PT. Indofood Sukses Makmur yang memiliki beberapa macam bisnis mulai dari produk konsumen bermerek seperti makanan instan dan makanan lainnya, bogasari dengan kegiatan utama memproduksi tepung terigu, agribisnis meliputi *research and development* mengenai perusahaan dan distribusi yang bertugas mendistribusikan produk-produk indofood. Dimana perusahaan melakukan investasi dibidang bisnis tersebut, yang kecenderungannya memang mengarah kepada bidang produksi makana instan dan sejenisnya yang memang memiliki pangsa pasar yang luas dan dibutuhkan disegala kondisi bahkan dalam keadaan bencana sekalipun maka tidak heran jika Indofood bisa selalu *survive*, memperoleh profit sehingga tetap bisa membagikan dividen setiap tahunnya. Salah satu keputusan yang harus dipertimbangkan secara teliti dan mendetail oleh perusahaan yaitu keputusan mengenai pembagian dividen. Pembagian dividen sering menimbulkan masalah karena perusahaan dalam hal ini manajemennya harus memutuskan apakah laba yang diperoleh akan ditahan untuk pembiayaan investasi atau dibagikan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham. Pada umumnya pemegang saham menginginkan adanya pembagian dividen atas hasil atau prestasi perusahaan dalam satu periode.

Dalam pembagian dividen masalah yang muncul berkaitan dengan masalah keagenan (*Agency Conflict*) karena pemegang saham akan menekan manajemen perusahaan untuk mengelolah perusahaan dengan baik untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham (Imanda & Nasir, 2006). Konflik biasanya didasari oleh adanya perbedaan kepentingan dimana manajer akan memilih untuk mempertahankan pendapatannya sedangkan pemegang saham lebih tertarik untuk mendapatkan dividen (Parmitasari, 2016). Manajemen perusahaan seharusnya membuat suatu kebijakan dividen secara optimal yang berarti harus menghasilkan keseimbangan antara kepentingan pemegang saham melalui dividen dan kepentingan perusahaan dalam hal pertumbuhannya (Parmitasari & Hasrianto, 2017). Perusahaan yang membayarkan dividen yang cenderung lebih besar akan memotivasi dan mendorong investor untuk melakukan pembelian saham perusahaan. Teori kontrol menjelaskan bahwa adanya perbedaan informasi antara pemangku eksternal dan internal, mengakibatkan manajer keuangan perusahaan harus memberikan sinyal kepada investor bahwa perusahaan dalam kondisi baik. Kebijakan dividen dapat diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR), yaitu perbandingan antara *Dividend Per Share* dengan *Earning Per Share* (Sugiyono, 2007)

Terdapat faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen yaitu *Investment Opportunity Set* (IOS). *Investment Opportunity Set* merupakan gabungan dari aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan-pilihan investasi dimasa yang akan datang dengan *net present value* (NPV) positif. Semakin banyak proksi set peluang investasi yang menentukan karakteristik perusahaan, akan mengurangi kesalahan dalam penentuan klasifikasi tingkat pertumbuhan perusahaan, oleh sebab itu set

peluang investasi membutuhkan proksi yang mengimflikasikan nilai ekuitas maupun nilai aset perusahaan dimasa yang akan datang. *Investment Opportunity Set* bertujuan untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan dimana perusahaan lebih cenderung menggunakan dana internal untuk membiayai kegiatan investasi karena dana tersebut memiliki resiko dan biaya yang lebih rendah. Semakin tinggi *Investment Opportunity Set* menunjukkan investasi perusahaan yang bagus dan prospek pertumbuhan perusahaan yang bagus sehingga para investor akan tertarik untuk memiliki saham perusahaan tersebut. *Investment Opportunity Set* secara universal menggambarkan mengenai luasnya peluang investasi bagi perusahaan, akan tetapi tergantung pada pemilihan pembiayaan perusahaan untuk masa mendatang. La Porta et al., (2000), menyatakan bahwa salah satu faktor yaitu efek peluang investasi, memiliki pengaruh yang bervariasi terhadap rasio pembayaran dividen di berbagai negara.

Penelitian yang dilakukan oleh Nuning dan Nur, (2017) menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen tunai. Dan juga penelitian yang dilakukan oleh Suharli, (2007) yang memberikan hasil bahwa *Investment Opportunity Set* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Sebaliknya penelitian yang dilakukan oleh Indriati Sumarni et al., (2014) menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set* berpengaruh negative terhadap dividen tunai. Dan penelitian yang dilakukan oleh Safinaza et al., (2019), menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set* tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Peningkatan set kesempatan investasi suatu perusahaan mengakibatkan peningkatan rasio pembayaran dividen dan juga peningkatan hasil dividen mereka (Abbott, 2001). Sebaliknya Gaver & Gaver, (1993) percaya bahwa investasi dan

pembayaran dividen adalah pesaing dalam menggunakan sumber daya kas perusahaan, lebih mungkin bagi perusahaan untuk mengurangi pembayaran dividen mereka untuk memanfaatkan peluang investasi yang tersedia bagi mereka.

Menurut Jiang et al.,(2018), keberadaan *multiple large shareholders* merupakan salah satu faktor yang mampu mempengaruhi kebijakan dividen dalam suatu perusahaan. *Multiple large shareholder* dapat didefinisikan sebagai kepemilikan saham perusahaan setidaknya 10% saham oleh lebih dari satu pemegang saham besar (*large shareholder*) di dalam suatu perusahaan (Attig, 2009). Secara sederhana, beberapa pemegang saham besar merupakan istilah yang diberikan ketika terdapat lebih dari 1 pemegang saham besar atau *large shareholder* dalam suatu perusahaan. La Porta et al., (2000), berpendapat bahwa Indonesia memiliki perusahaan-perusahaan publik yang terkonsentrasi dan dikendalikan oleh pemegang saham besar. Dengan demikian, hal tersebut memungkinkan terdapat sebagian kecil individu atau kelompok yang memiliki jumlah saham dominan di bandingkan manajemen perusahaan. Identitas MLS terlihat dari presentase kepemilikan yang diungkapkan oleh perusahaan melalui *annual report*, sebagai yang diatur dalam OJK No. 11 tahun 2017 tentang laporan kepemilikan atau perubahan kepemilikan yang harus diungkapkan. Jumlah *multiple large shareholders* mengindikasikan identitas MLS dalam perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Jiang et al., (2018), mengemukakan bahwa *multiple large shareholders* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. *Multiple large shareholder* dapat meningkatkan pembayaran dividen perusahaan karena pemegang saham besar yang satu dengan pemegang saham

besar yang lain bisa saling bekerjasama untuk memaksa manajemen perusahaan untuk membagikan dividen, hal ini disebabkan pemegang saham besar memiliki hambatan untuk memperjual-belikan sahamnya untuk mendapatkan capital gain, akibatnya pembayaran dividen merupakan opsi lain bagi mereka untuk memenuhi arus kas pribadinya. Berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Faccio et al., (2001), mengemukakan bahwa *multiple large shareholder* berpengaruh negative terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hal ini disebabkan *blockholder* dan pemilik saham pengendali akan bekerjasama untuk memperoleh manfaat pribadi dengan cara menahan laba perusahaan dan tidak membagikannya sebagai dividen.

Struktur modal adalah perbandingan atau imbangan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri Martono dan Harjito (2012). Modal asing diartikan dalam hal ini adalah hutang baik jangka panjang maupun dalam jangka pendek. Sedangkan modal sendiri bisa terbagi atas laba ditahan dan bisa juga dengan penyertaan kepemilikan perusahaan. Menurut Ali dan Rodoni (2010), struktur modal adalah proposi dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan dimana dana yang diperoleh menggunakan kombinasi atau paduan sumber yang berasal dari dana jangka panjang yang terdiri dari dua sumber utama yakni yang berasal dari dalam dan luar perusahaan.

Struktur modal perusahaan akan berdampak pada kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan. Menurut Lopolusi, (2013) perusahaan dengan penggunaan hutang dalam jumlah yang besar, maka menyebabkan semakin besar pula kewajiban yang harus dipenuhi oleh perusahaan. Peningkatan hutang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham

termasuk dividen yang akan diterima karena perusahaan akan lebih memprioritaskan untuk membayar kewajiban bunga dan hutang dibandingkan membayar dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Yuwinda J. Manarisip et al. (2022) menunjukkan bahwa Struktur Modal (DER) berpengaruh negative dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR) hasil penelitian ini didukung oleh teori keagenan.

Faktor lain yang mempengaruhi kebijakan dividen yaitu Likuiditas. Likuiditas diartikan sebagai tingkat kemampuan suatu perusahaan untuk dapat membayar hutang-hutangnya yang telah jatuh tempo (Kasmir 2013). Nilai likuiditas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Perusahaan yang memiliki nilai likuiditas yang tinggi akan dianggap memiliki kinerja yang baik oleh investor. Likuiditas menjadi salah satu pertimbangan manajer ketika memutuskan untuk membagikan dividen. Meskipun perusahaan memperoleh labah yang tinggi, namun ketika kondisi likuiditas menunjukkan keadaan yang kurang baik, kemungkinan perusahaan tidak akan membagikan dividen. Ukuran likuiditas perusahaan di proksikan dengan *current ratio* (CR) yang merupakan perbandingan antara aktiva lancar (*current asset*) dengan hutang lancar (*current liabilities*). Penelitian yang dilakukan oleh Suharli, (2007), menunjukkan bahwa likuiditas menguatkan pengaruh negatif *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Kamaluddin, (2021), yang membuktikan dengan empiris bahwa likuiditas memperkuat pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan pembahasan diatas sehingga menarik untuk diteliti yaitu, masalah dalam pembagian dividen yang dipengaruhi oleh (*Agency Conflict*) yang terjadi antara pemegang saham dan manajemen perusahaan, dimana pemegang saham cenderung menginginkan pembagian dividen sedangkan manajemen perusahaan cenderung tidak menyukai pembagian dividen sehingga muncul konflik karena keduanya mempunyai kepentingan yang berbeda. Dan juga adanya inkonsistensi beberapa hasil penelitian mengenai hubungan *Investment Opportunity Set*, *Multiple Large Shareholder*, dan Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen. Oleh karena itu penulis tertarik untuk meneliti Variabel *Investment Opportunity Set*, *Multiple Large Shareholder* dan Struktur Modal untuk melihat hubungan atau pengaruhnya terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur sektor barang konsumsi di Indonesia, serta menggunakan likuiditas sebagai variabel moderasi.

## 1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian pada latar belakang diatas maka peneliti akan merumuskan masalah pada penelitian tersebut yaitu kebijakan dividen yang dijalankan oleh perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia dipengaruhi oleh keputusan terhadap *investment opportunity set*, *multiple large shareholder* dan struktur modal dengan kebijakan likuiditas diharapkan dapat menjadi variabel antara untuk merumuskan pertanyaan penelitian.

Adapun pertanyaan penelitian dari rumusan masalah tersebut yaitu :

1. Apakah *investment opportunity set* berpengaruh langsung terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia?

2. Apakah *multiple large shareholder* berpengaruh langsung terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia?
3. Apakah struktur modal berpengaruh langsung terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia?
4. Apakah *investment opportunity set* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dengan dimoderasi oleh likuiditas pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia?
5. Apakah *multiple large shareholder* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dengan dimoderasi oleh likuiditas pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia?
6. Apakah struktur modal berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen dengan dimoderasi oleh likuiditas pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia?

### **1.3 Tujuan Penelitian**

Berdasarkan latar belakang dan rumusan masalah diatas, maka tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh langsung *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia
2. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh langsung *multiple large shareholder* terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia

3. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia
4. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen dengan di moderasi oleh likuiditas pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia
5. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh *multiple large shareholder* terhadap kebijakan dividen dengan di moderasi oleh likuiditas pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia
6. Untuk menguji dan menganalisis pengaruh struktur modal terhadap kebijakan dividen dengan di moderasi oleh likuiditas pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia

#### **1.4 Manfaat Penelitian**

Adapun manfaat yang diharapkan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

##### **1.4.1 Manfaat Teoritis**

Penelitian ini diharapkan bisa memberi bukti empiris mengenai pengaruh *investment opportunity set*, *multiple large shareholder* dan struktur modal terhadap kebijakan dividen dengan di moderasi oleh likuiditas pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan diharapkan penelitian ini bisa menjadi acuan peneliti berikutnya. Selain itu, diharapkan hasil dari penelitian ini dapat mengkonfirmasi hasil-hasil penelitian mengenai *investment opportunity set*, *multiple large shareholder* dan struktur modal terhadap kebijakan dividen dengan likuiditas sebagai variabel moderasi yang dilakukan sebelumnya.

#### 1.4.2 Manfaat Praktis

Hasil dari penelitian ini diharapkan bisa dijadikan sebagai referensi dan bahan analisis bagi manajemen dan investor didalam pengambilan keputusan keuangan perusahaan manufaktur dengan melihat *investment opportunity set*, *multiple large shareholder*, struktur modal, likuiditas dan juga yang berkaitan dengan kebijakan dividen.

#### 1.5 Ruang Lingkup Peneitian

Populasi adalah wilayah generalisasi dari objek atau subjek yang memiliki kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan peneliti untuk kemudian dipelajari dan ditarik kesimpulannya. Populasi merupakan semua objek yang memiliki karakteristik tertentu, jelas dan lengkap yang akan di teliti (Harianti & Taqwa, 2017). Dalam penelitian ini populasi yang akan di teliti yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

#### 1.6 Sistematika Penulisan

Untuk kejelasan dan ketepatan atas arah pembahasan dalam penelitian sehingga disusun sistematika sebagai berikut:

#### **BAB I Pendahuluan**

Pada bab ini berisi latar belakang masalah berkaitan dengan fenomena saat ini tentang masalah agency (*agency conflict*) dalam perusahaan yang berimbas pada kebijakan perusahaan khususnya kebijakan dividen. Dengan demikian, latar belakang tersebut dilakukan perumusan masalah penelitian, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

## **BAB II Tinjauan Pustaka**

Bab ini menjelaskan tentang hasil penelitian terdahulu yang berhubungan dengan penelitian yang dilakukan oleh peneliti yang dijadikan sebagai landasan atau acuan teori yang digunakan dalam analisa penelitian yang dilakukan.

## **BAB III Kerangka Pemikiran dan Hipotesis**

Pada bab ini menjelaskan tentang kerangka konsep hubungan antar variabel yang akan diteliti dikaitkan dengan teori yang sesuai kemudian dirangkum dalam sebuah bagan kerangka pikir. Hipotesis sebagai dugaan sementara peneliti atas rumusan masalah yang telah dibangun kemudian disusun berdasarkan teori dan penelitian sebelumnya.

## **BAB IV Metode Penelitian**

Bab ini menguraikan tentang rancangan penelitian, situs dan waktu penelitian, populasi sampel dan teknik pengambilan sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, variabel penelitian dan definisi operasional, dan juga teknik analisis data.

## BAB II

### TINJAUAN PUSTAKA

#### 2.1 Tinjauan Teoritis dan Konsep

##### 2.1.1 *Investment Opportunity Set*

Investasi adalah komitmen saat ini atau uang atau sumber daya lain dengan harapan untuk mendapatkan keuntungan dimasa depan. Menurut Fahmi (2014) Investasi dapat didefinisikan sebagai bentuk pengelolaan dana guna memberikan keuntungan dengan cara menempatkan dana tersebut pada alokasi yang diperkirakan akan memberikan tambahan keuntungan atau compounding. Dari definisi diatas dapat disimpulkan bahwa investasi merupakan penggunaan jumlah asset pada saat ini dengan harapan untuk memperoleh keuntungan di masa yang akan datang. Pilihan investasi merupakan suatu kesempatan untuk berkembang, namun seringkali perusahaan tidak selalu dapat melaksanakan semua kesempatan untuk berkembang di masa mendatang. Perusahaan yang tidak dapat menggunakan kesempatan investasi tersebut akan mengalami suatu pengeluaran yang lebih tinggi dibanding dengan nilai kesempatan yang hilang.

Kesempatan investasi atau *Investment Opportunity Set* (IOS) merupakan kombinasi antara aset yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi dimasa yang akan datang dengan *net present value* positif (Myers & Majluf, 1984). Sari (2010) menjelaskan bahwa *Investment Opportunity Set* (IOS) adalah set kesempatan investasi yang merupakan pilihan investasi di masa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aset dan ekuitas. Investasi pada masa mendatang tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan

kemampuan perusahaan dalam mengeksploitasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya.

Komponen dari nilai perusahaan merupakan sebuah hasil dari pilihan-pilihan investasi untuk digunakan pada masa yang akan datang dan merupakan proksi dari IOS itu sendiri. Dapat ditarik kesimpulan bahwa IOS merupakan keputusan investasi yang dilakukan perusahaan untuk menghasilkan nilai. Menurut Haryetti & Ekayanti (2012) pengertian *investment opportunity set* merupakan nilai kesempatan investasi dan merupakan pilihan untuk membuat investasi dimasa yang akan datang. Investment opportunity set ini berkaitan dengan peluang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang.

Istilah *Investment Opportunity Set* (IOS) pertama kali diperkenalkan oleh Myers & Majluf (1984) yang menguraikan perusahaan sebagai suatu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi di masa depan. Jones & Sharma (2001) menyatakan pilihan pertumbuhan tersebut bisa berupa investasi tradisional atau *discretionary expenditure* yang diperlukan untuk kesuksesan perusahaan seperti penelitian dan pengembangan teknologi baru. Secara umum dapat di tarik kesimpulan bahwa IOS merupakan hasil pengeluaran saat ini untuk masa yang akan datang dengan return saham atau prospek masa depan yang menjadi keuntungannya sebagai hasil dari investasi untuk menghasilkan nilai kedepan.

Kesempatan investasi tidak selalu berwujud fisik namun dapat berupa suatu kesempatan yang bersifat intangible namun memiliki peluang yang memberikan keuntungan bagi perusahaan. Ketika peluang investasi perusahaan naik, maka rasio pembayaran deviden harus turun. Terdapat hubungan terbalik antara besarnya

investasi dengan rasio pembayaran deviden. Semakin besar kesempatan investasi, maka deviden yang dibagikan menjadi lebih sedikit. Itu dikarenakan lebih baik jika dana tersebut diinvestasikan yang menghasilkan *Net Profit Value* (NPV) positif.

#### **2.1.1.1 Teori *Investment Opportunity Set***

Teori dalam kesempatan investasi menurut Eugene F Brigham & Houston, (2001), adalah *Residual theory of dividend*. Menurut teori dividen residual, perusahaan menetapkan kebijakan dividen setelah semua investasi yang menguntungkan habis dibiayai. Dengan kata lain, dividen yang dibayarkan merupakan sisa (*residual*) setelah semua usulan investasi yang menguntungkan habis dibiayai. Kebijakan dividen residual jika dilakukan akan menyebabkan fluktuasi pembayaran dividen yang sangat tinggi. Untuk perusahaan yang memiliki penghasilan yang stabil, pendekatan residual bisa dilakukan dengan mudah, karena perusahaan mampu memperkirakan pendapatan dan investasi dimasa yang akan datang. Untuk perusahaan yang pendapatannya tidak stabil, pendekatan tersebut menjadi lebih sulit dilakukan, karena tidak mudah memperkirakan periode baik dan buruk (Hanafi, 2014).

#### **2.1.1.2 Pengukuran *Investment Opportunity Set***

*Investment opportunity set* secara umum menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi perusahaan, namun sangat tergantung pada pilihan pembiayaan perusahaan untuk kepentingan dimasa yang akan datang. Pemilihan investasi tergantung peluang investasi (*Investment Opportunity Set*) yang dimiliki perusahaan. Memberikan sinyal kepada investor tidak hanya dari peluang investasinya melainkan keuntungan yang didapat perusahaan dalam mengelola dananya.

a. *Market to Book of Equity (MV/BVE)*

*Investment Opportunity Set* diukur dengan proksi *market to book of equity* (MVE/BVE) dengan menggunakan rumus berikut (Kallapur & Trombley, 1999):

$$\mathbf{MV/BVE = \frac{MC}{TE}}$$

Keterangan:

MVE/BVE: Rasio *market to book Value of equity*

MVE: *Market Value Equity*

BVE: *Book Value Equity*

MC: Kapitalisasi Pasar (lembar saham total asset beredar dikalikan harga penutupan saham)

TE: Total

Menurut Yusuf (2018), *Market to book value equity* merupakan rasio untuk mengindikasikan kepada manajemen mengenai pendapat investor tentang prestasi perusahaan dimasa lalu dan prospeknya untuk masa yang akan datang. Rasio ini merupakan bagian dari proksi IOS berdasarkan harga yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar yang beranggapan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan yang secara pasrial tergabung dalam harga saham.

b. *Market to Book of Asset (MV/BVA)*

Rasio *Market to Book of Asset (MV/BVA)* digunakan untuk mengukur prospek pertumbuhan perusahaan berdasarkan banyaknya asset yang digunakan dalam menjalankan usahanya (Ningrum, 2011).

$$\mathbf{MV/BVA} = \frac{\mathbf{TA - TE + (LSB \times HPS)}}{\mathbf{TA}}$$

Keterangan :

TA : Total aktiva

TE : Total ekuitas

LSB : Jumlah lembar saham yang beredar

HPS : Harga jual penutupan saham akhir tahun

c. *Earning Per Share/Price* (EPS)

Rasio *Earning Per Share/Price* (EPS) atau rasio laba per lembar saham terhadap harga saham merupakan ukuran IOS untuk menggambarkan seberapa besar *earning power* yang dimiliki perusahaan (Ningrum, 2011).

$$\mathbf{E/P} = \frac{\mathbf{LPLS}}{\mathbf{HPS}}$$

Keterangan :

LPLS : Laba per lembar saham ( Laba bersih/jumlah lembar saham beredar)

HPS : Harga penutupan saham

d. *Capital Expenditures to Book Value of Asset* (CA/BVA)

*Capital Expenditures to Book Value of Asset* (CA/BVA) digunakan untuk melihat besarnya aliran tambahan modal tambahan modal saham perusahaan. Dengan tambahan modal saham ini perusahaan dapat memanfaatkannya untuk tambahan investasi aktiva produktifnya, sehingga berpotensi sebagai perusahaan bertumbuh (Ningrum, 2011).

$$\mathbf{CA/BVA} = \frac{\mathbf{TAT \ dst}}{\mathbf{TA}}$$

Keterangan :

TATdst : Tambahan aktiva tetap dalam satu tahun (Pengurangan tahun bersangkutan dengan tahun sebelumnya)

TA : Total aktiva

e. *Capital Expenditures to Market Value of Asset (CA/MVA)*

Rasio ini digunakan untuk melihat besarnya aliran tambahan modal saham perusahaan, dengan tambahan modal saham ini perusahaan dapat memanfaatkannya untuk tambahan investasi aktiva produktifnya. Para investor dapat seberapa besar aliran modal tambahan suatu perusahaan dengan membagi *capital expenditure* dengan harga pasar perusahaan (Ningrum, 2011).

$$CA/MVA = \frac{NBATt - NBATt - 1}{TA - TE + (LSB \times HPS)}$$

Keterangan :

NBATt : Nilai buku aktiva tetap t

NBATt-1 : Nilai buku aktiva tetap t-1

TA : Total aktiva

TE : Total ekuitas

LSB : Lembar saham beredar

HPS : Harga penutupan saham

### **2.1.2 Multiple Large Shareholder**

*Shareholder* atau *Stockholder* merupakan seorang pemegang saham, baik perorangan atau badan hukum yang secara hukum memiliki satu atau lebih saham dalam suatu perusahaan. Pemegang saham atau pemegang saham bekerja bersama dengan para pemangku kepentingan dalam suatu perusahaan untuk

mendapatkan keuntungan. Dalam hal ini, pemegang saham dibutuhkan oleh perusahaan untuk menambah modal. Umumnya para pemegang saham ini memiliki hak khusus (tergantung jenis saham), termasuk hak dalam memberikan suara untuk memilih dewan direksi, hak mendapatkan dividen, hak untuk membeli saham baru, dan hak terhadap aset perusahaan.

Menurut Jiang et al (2018), ada salah satu faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen yaitu keberadaan *multiple large shareholders* dalam suatu perusahaan. *Multiple large shareholder* dapat diartikan sebagai kepemilikan saham perusahaan oleh lebih dari satu pemegang saham besar (*large shareholder*) yang memiliki setidaknya 10% saham di suatu perusahaan (Attig, 2009). Secara sederhana, *multiple large shareholder* merupakan istilah yang diberikan ketika dalam suatu perusahaan terdapat lebih dari 1 pemegang saham besar atau *large shareholder*.

Di dalam kepemilikan saham terdapat pemegang blok saham. Seseorang dikatakan sebagai pemegang blok saham jika memegang paling sedikit 3% (tiga persen) dari seluruh modal saham yang ada di perusahaan. Pemilikan blok-blok saham oleh lebih dari satu investor inilah yang disebut *Multiple Large Shareholding* (MLS). Dalam kepemilikan saham, MLS harus bersifat lebih dominan dibandingkan dengan manajemen perusahaan. Hal tersebut dikarenakan kepemilikan blok saham yang lebih didominasi oleh manajemen perusahaan dapat mengakibatkan penurunan nilai perusahaan, peningkatan manajemen laba, serta eksploitasi terhadap pemegang saham minoritas (Lemmon & Lins, 2003).

MLS terjadi saat terdapat kondisi dimana sebagian besar saham dimiliki oleh sebagian kecil individu atau kelompok. Hal tersebut akan mengakibatkan individu

atau kelompok itu memiliki jumlah saham yang lebih dominan dibanding yang lain. La Porta et al (2000), berpendapat bahwa Indonesia memiliki perusahaan-perusahaan publik yang terkonsentrasi dan dikendalikan oleh pemegang saham besar. Dengan demikian, hal tersebut memungkinkan terdapat sebagian kecil individu atau kelompok yang memiliki jumlah saham dominan dibandingkan manajemen perusahaan.

Kepemilikan yang dikuasi oleh pemegang saham pengendali akan tergabung pada multiple large shareholder. Pemegang saham besar memiliki wewenang dalam rangka pelaksanaan pengawasan terhadap perusahaan. Pemegang saham besar mencakup pihak-pihak yang persetujuannya diperlukan terhadap keputusan dan kebijakan yang dikeluarkan manajemen perusahaan, hal ini diatur dalam RUU OJK mengenai pemegang saham pengendali atau pemegang saham yang memiliki hak suara mayoritas. Tata kelola perusahaan akan menjadi gambaran penting bagi *shareholder* sebagai dasar keputusan melakukan investasi. Jiang et al., (2018) menjelaskan kehadiran shareholder dalam perusahaan bersifat sebagai pengawas untuk tata kelola perusahaan, agar tujuan jangka panjang dan jangka pendek perusahaan dapat tercapai. Shareholder yang tergabung dengan manajemen pada sebuah perusahaan dapat memantau secara langsung jalannya perusahaan tersebut. Koalisi shareholder dengan manajemen ini akan menjadi salah satu mekanisme untuk mengurangi konflik kesenjangan tujuan antara manajemen dengan *shareholder*.

Menurut Rehman et al., (2021) manajemen akan memiliki sifat oportunistik terhadap perusahaan yang dikelolanya, yang mana sifat manajemen yang ingin mengambil keuntungan pribadi dari kesempatan yang ada, akan menjadi salah satu

hambatan untuk memajukan perusahaan dalam jangka panjang. Asimetri informasi dapat mempengaruhi kinerja manajemen, dimana manajemen akan memanfaatkan perannya sebagai pengelola perusahaan yang lebih mengetahui informasi tentang perusahaan tersebut dibandingkan dengan informasi yang dimiliki oleh *shareholders* (Fosu et al., 2016). Pengawasan para shareholder terhadap manajemen yang memiliki sifat oportunistik ini sangat dibutuhkan, hal ini dilakukan agar manajemen dan *shareholder* tetap dalam satu visi yang sama yaitu untuk memajukan nilai perusahaan.

MLS selaku pemegang saham yang tidak dominan namun cukup Adelopo et al., (2019) dapat mengendalikan manajemen perusahaan dengan bebas. *Multiple large shareholder* dilihat melalui dua sisi yaitu jumlah dan persentase kepemilikan *shareholder* yang diungkapkan. Jumlah MLS yang memiliki saham berguna untuk menarik perhatian regulator & sebagai persyaratan hukum untuk mengungkapkan identitas kepemilikan mereka sendiri. Identitas MLS terlihat dari persentase kepemilikan yang diungkapkan oleh perusahaan melalui annual report. Semakin besar MLS yang dimiliki oleh perusahaan, maka pengawasan terhadap kinerja manajemen semakin meningkat. Attig, (2009), menjelaskan bahwa dengan adanya jumlah MLS yang dominan untuk mengawasi kinerja manajemen, maka laba yang diungkapkan oleh perusahaan akan semakin informatif.

Persentase kepemilikan yang dimiliki oleh MLS akan meningkatkan pengawasan terhadap tata kelola perusahaan. Semakin besar persentase kepemilikan saham oleh MLS maka peran MLS akan semakin dilihat oleh manajemen (Jiang et al., 2018). Persentase kepemilikan MLS yang besar akan memiliki peluang untuk lebih dekat dalam mengawasi tata kelola perusahaan. Tata

kelola perusahaan yang dipantau langsung oleh shareholders akan mengurangi sifat oportunistik manajemen terhadap perusahaan itu sendiri. Pengawasan para shareholder terhadap manajemen membutuhkan satu visi yang sama yaitu untuk memajukan nilai perusahaan. Jika para pemegang saham mayoritas memiliki tujuan yang berbeda, hal ini akan mempengaruhi kinerja manajemen. Manajemen akan mendapatkan celah untuk melakukan berbagai cara guna pengambilan keuntungan pribadi, hal ini akan menyebabkan manajemen dan shareholder menghadapi konflik yaitu biasa dikenal sebagai *agency conflict*. *Agency conflict* terjadi antara pemegang saham dan manajer yang kemudian menyebabkan timbulnya biaya agency (Noni, 2017).

#### **2.1.2.1 Teori *Shareholder***

Menurut *Shareholder Theory* yang diajukan oleh Smerdon, tanggung jawab paling mendasar dari dewan direksi adalah untuk meningkatkan nilai Pemegang Saham. Itulah sebabnya sebagian besar perusahaan lebih memprioritaskan kepentingan pemegang saham daripada kepentingan karyawan, pelanggan, pemasok, dan lingkungan mereka. Lebih lanjut, *Shareholder Theory* menyatakan bahwa manajemen perusahaan dan pemegang saham bersinergi untuk meningkatkan nilai perusahaan. Berbagai kegiatan yang dilakukan oleh manajemen bertujuan untuk meningkatkan laba dan meminimalkan kerugian bagi pemegang saham mereka.

Dalam proses implementasi, manajemen dapat mengelola semua sumber daya yang ada di perusahaan, mulai dari modal pegawai (*human capital*), aset fisik (*physical capital*), hingga gedung/bangunan (*structural capital*). Pemanfaatan dan pengelolaan semua sumber daya dengan baik akan menciptakan nilai tambah bagi

perusahaan sehingga kinerja keuangan perusahaan menjadi lebih baik. Dan sekali lagi, semua kegiatan ini dilakukan untuk kepentingan pemegang saham.

### **2.1.2.2 Pengukuran *Multiple Large Shareholder***

Menurut Adelopo et al., (2019), *Multiple Large Shareholder* memiliki akses untuk melihat pengungkapan laporan keuangan sebelum dipublikasikan ke publik dikarenakan MLS memiliki pengaruh dalam perusahaan. *Multiple Large Shareholder* selaku pemegang saham yang dominan dari pada pihak manajemen dapat mengendalikan manajemen yang ada dalam perusahaan dengan bebas. *Multiple Large Shareholder* dapat diukur dengan membandingkan jumlah MLS yang menguasai minimal 3% dengan total saham yang beredar, dengan persamaan sebagai berikut:

$$\text{Jumlah MLS} = \frac{\text{Jumlah MLS Yang Menguasai (Min 3\%)}}{\text{Total Saham Beredar}}$$

### **2.1.3 Struktur Modal**

Struktur modal adalah perbandingan atau imbangan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri Martono dan Harjito (2012). Modal asing diartikan dalam hal ini adalah hutang baik jangka panjang maupun dalam jangka pendek. Sedangkan modal sendiri bisa terbagi atas laba ditahan dan bisa juga dengan penyertaan kepemilikan perusahaan. Menurut Ali dan Rodoni (2010), struktur modal adalah proposi dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan dimana dana yang diperoleh menggunakan kombinasi atau paduan sumber yang berasal dari dana jangka panjang yang terdiri dari dua sumber utama yakni yang berasal dari dalam dan luar perusahaan.

Pengertian struktur modal dibedakan dengan struktur keuangan, dimana struktur modal merupakan pembelanjaan permanen yang mencerminkan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Sedangkan struktur keuangan mencerminkan perimbangan seluruh hutang (baik jangka panjang maupun jangka pendek). Sumber dana dapat diperoleh dengan berbagai macam cara, namun pada dasarnya ada dua sumber dana, yaitu dana yang berasal dari sumber asing (eksternal perusahaan) atau biasa disebut modal asing, dan dana yang berasal dari dalam perusahaan (internal perusahaan). Dana yang berasal dari sumber asing dapat diperoleh melalui utang (debt financing) dan melalui pembelanjaan sendiri yaitu dengan jalan penerbitan saham (equity financing).

#### **2.1.3.1 Teori Struktur Modal**

Selain itu, teori struktur modal dianggap penting karena besarnya biaya modal keseluruhan nantinya akan digunakan sebagai cut of rate pada pengambilan keputusan investasi. Menurut Hanafi (2012) teori mengenai struktur modal terdiri dari:

1. Pendekatan Tradisional

Menurut teori pendekatan tradisional terdapat struktur modal yang optimal. Dengan kata lain struktur modal mempunyai pengaruh terhadap nilai suatu perusahaan. Struktur modal bisa diubah-ubah agar bisa diperoleh nilai perusahaan yang optimal.

2. Pendekatan Modigliani dan Miller (MM)

Pada pendekatan Modigliani dan Miller (MM), tahun 1960-an kedua ekonom tersebut memasukkan faktor pajak ke dalam analisis mereka. Dalam teori MM, terdapat berbagai asumsi yang dirasa tidak realistis, hasil ketidakrelevanan

MM memiliki arti yang sangat penting dengan menunjukkan kondisi-kondisi dimana struktur modal tersebut tidak relevan. MM juga telah memberikan petunjuk mengenai hal-hal apa yang dibutuhkan agar membuat struktur modal menjadi relevan dan yang mempengaruhi nilai perusahaan Brigham dan Houston (2006). Mereka sampai pada kesimpulan bahwa nilai perusahaan dengan utang lebih tinggi adalah tidak relevan dibandingkan nilai perusahaan tanpa utang. Kenaikan tersebut dikarenakan adanya penghematan pajak dari penggunaan utang.

### 3. *Teori Trade-Off*

*Trade Off Theory* pertama kali diperkenalkan oleh Modigliani & Miller, (1963) pada sebuah artikel *American Economic Review* 53 (1963, Juni) dengan judul *Corporate Income Taxes on the Cost of Capital: A Correction*. Dalam teori ini menjelaskan tentang seberapa banyak hutang perusahaan dan berapa banyak ekuitas perusahaan sehingga terjadi keseimbangan antara biaya yang dikeluarkan dengan keuntungan. *Esensi trade-off theory* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Pada teori ini, mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil pertukaran (trade-off) dari keuntungan pendanaan melalui utang (pajak perusahaan yang menguntungkan) dengan tingkat suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi. Sehingga pada teori ini, perusahaan lebih suka mendapatkan dana dari eksternal perusahaan daripada dana yang berasal dari internal perusahaan.

### 4. Model Millern dengan Pajak Perusahaan dan Personal

Modigliani dan Miller mengembangkan model struktur modal tanpa pajak dan dengan pajak. Nilai perusahaan dengan pajak lebih tinggi dibandingkan dengan nilai perusahaan tanpa pajak. Selisih tersebut diperoleh melalui penghematan pajak karena bunga bisa dipakai untuk mengurangi pajak. Miller kemudian mengembangkan model struktur modal dengan memasukkan pajak personal. Pemegang saham dan pemegang utang harus membayar pajak jika mereka menerima dividen (untuk pemegang saham) atau bunga (untuk pemegang utang). Menurut model tersebut, tujuan yang ingin dicapai adalah tidak hanya meminimalkan pajak perusahaan, tetapi meminimalkan total pajak yang harus dibayarkan (pajak perusahaan, pajak atas pemegang saham, dan pajak atas pemegang utang).

##### 5. *Pecking-Order Theory*

Myers & Majluf (1984), menjelaskan *Pecking Order Theory* merupakan sebuah tingkatan dalam pencarian dana perusahaan yang menunjukkan bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan dana internal dalam membiayai investasi dan mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan. *Pecking order theory* menyatakan bahwa manajer lebih menyukai pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Teori pecking order bisa menjelaskan kenapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat utang yang lebih kecil. Tingkat utang yang kecil tersebut tidak dikarenakan perusahaan mempunyai target tingkat utang yang kecil, tetapi karena mereka tidak membutuhkan dana eksternal. Tingkat keuntungan yang tinggi menjadikan dana internal mereka cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi. Pada perusahaan yang

menggunakan teori pecking-order ini, mereka lebih suka menggunakan dana internal perusahaan dibandingkan dengan dana eksternal perusahaan.

#### 6. Teori Asimetri: Informasi dan *Signaling*

Konsep *signaling* dan asimetri informasi berkaitan erat. Teori asimetri mengatakan bahwa pihak-pihak yang berkaitan dengan perusahaan tidak mempunyai informasi yang sama mengenai prospek dan risiko perusahaan. Pihak tertentu mempunyai informasi yang lebih baik dibandingkan pihak lainnya. Manajer biasanya mempunyai informasi yang lebih baik dibandingkan dengan pihak luar (investor). Karena itu bisa dikatakan terjadi asimetri informasi antara manajer dengan investor. Teori signaling adalah model dimana struktur modal (penggunaan utang) merupakan signal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Perusahaan yang meningkatkan utang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Karena cukup yakin, maka manajer perusahaan tersebut berani menggunakan utang yang lebih besar. Investor diharapkan akan menangkap signal tersebut, signal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian utang merupakan tanda atau signal positif.

#### **2.1.3.2 Pengukuran Struktur Modal**

*Debt to Equity Ratio* (DER) merupakan salah satu rasio yang digunakan untuk menggambarkan struktur modal perusahaan. *Debt to Equity Ratio* (DER) merupakan perbandingan antara seluruh utang perusahaan baik utang jangka panjang maupun utang jangka pendek dengan modal sendiri yang dimiliki perusahaan. *Debt to Equity Ratio* (DER) menurut Sawir (2003) merupakan suatu

rasio yang menggambarkan perbandingan utang dan ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan tersebut untuk memenuhi seluruh kewajibannya.

Menurut Alwi (1994) Analisis struktur modal sangat penting bagi perusahaan karena keputusan tentang *Debt to Equity Ratio* (DER) tertentu akan mempengaruhi keadaan perusahaan dalam persaingan yang sangat ketat seperti sekarang ini. *Debt to equity ratio* mengindikasikan penyediaan dana oleh pemegang saham terhadap pemberi pinjaman. Semakin tinggi rasio DER, maka semakin rendah pendanaan perusahaan yang disediakan oleh pemegang saham, dalam artian semakin tinggi DER maka tingkat penggunaan hutang perusahaan akan semakin tinggi pula, sedangkan semakin rendah DER maka semakin baik perusahaan tersebut dalam memenuhi kewajibannya. *Debt to Equity Ratio* dapat dihitung dengan rumus berikut :

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

#### **2.1.4 Likuiditas**

Menurut Kasmir (2014), likuiditas merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya yang jatuh tempo, baik kewajiban kepada pihak luar perusahaan maupun didalam perusahaan. Menurut Ikatan Bankir Indonesia (2014:113) mengemukakan bahwa: likuiditas adalah kemampuan untuk memenuhi kebutuhan dana (*cash flow*) dengan segera dengan biaya yang sesuai. Menurut Lukman (2009), likuiditas merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban finansial jangka pendek pada saat jatuh tempo dengan menggunakan aktiva lancarnya.

Likuiditas tidak hanya berkenaan dengan keadaan keseluruhan keuangan perusahaan tetapi juga berkaitan dengan kemampuannya untuk mengubah aktiva lancar tertentu menjadi uang kas. Rasio ini penting karena kegagalan dalam membayar kewajiban dapat menyebabkan kebangkrutan perusahaan. Rasio ini mengukur pada kemampuan likuiditas jangka pendek perusahaan dengan melihat aktiva lancar perusahaan relative terhadap utang lancarnya (Fahmi et al., 2011). Perusahaan yang baik memiliki tingkat likuiditas yang cukup untuk menjalankan perusahaannya. Perusahaan yang tidak memiliki dana yang cukup untuk menutupi utang yang jatuh tempo dapat mengganggu hubungan baik dengan pemegang saham. Artinya pada akhirnya perusahaan akan memperoleh krisis kepercayaan dari berbagai pihak yang selama ini membantu kelancaran perusahaan.

#### **2.1.4.1 Tujuan dan Manfaat Rasio Likuiditas**

Perhitungan rasio likuiditas memberikan cukup manfaat bagi berbagai pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan. Pihak yang paling berkepentingan adalah pemilik perusahaan dan manajemen perusahaan untuk menilai kinerja perusahaannya. Ada pihak luar perusahaan juga memiliki kepentingan, seperti pihak kreditor atau penyedia dana bagi perusahaan, misalnya perbankan atau juga distributor maupun supplier yang menyalurkan atau menjual barang yang pembayaran secara angsuran kepada perusahaan. Oleh karena itu, perhitungan rasio likuiditas tidak hanya berguna bagi perusahaan, namun juga bagi pihak luar perusahaan.

Berikut ini adalah tujuan dan manfaat yang dapat dipetik dari hasil rasio likuiditas menurut Kasmir (2014:132) :

- a. Untuk mengukur kemampuan perusahaan membayar utang yang akan jatuh tempo pada saat jatuh tempo.
- b. Untuk mengukur kemampuan perusahaan membayar jumlah kewajiban yang berumur di bawah satu tahun atau sama dengan satu tahun, dibandingkan dengan total aktiva lancar.
- c. Untuk mengukur kemampuan perusahaan membayar kewajiban jangka pendek dengan aktiva lancar tanpa memperhitungkan persediaan atau piutang.
- d. Untuk membandingkan jumlah persediaan yang ada dengan modal kerja perusahaan.
- e. Untuk mengukur seberapa besar uang kas yang tersedia untuk membayar hutang.
- f. Sebagai alat perencanaan ke depan, terutama yang berkaitan dengan perencanaan kas dan utang.
- g. Untuk melihat kondisi dan posisi likuiditas perusahaan dari waktu ke waktu dengan membandingkannya untuk beberapa periode.
- h. Untuk melihat kelemahan yang dimiliki perusahaan, dari masing-masing komponen yang ada di aktiva lancar dan utang lancar.
- i. Menjadi alat pemicu bagi manajemen untuk memperbaiki kinerjanya, dengan melihat rasio likuiditas yang ada pada saat ini.

#### **2.1.4.2 Pengukuran Likuiditas**

Rasio likuiditas yang dapat digunakan perusahaan dalam mengukur kemampuan menurut Kasmir (2014:134), yaitu:

- a. Rasio Lancar (*Current Ratio*)

Rasio Lancar atau *Current Ratio* berfungsi untuk mengetahui kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendek atau utang jangka pendek yang akan jatuh tempo pada saat ditagih secara keseluruhan. Rasio ini dapat digunakan untuk mengukur tingkat keamanan (*margin of safety*) suatu perusahaan. Rumus untuk mencari rasio lancar atau *current ratio* dapat digunakan sebagai berikut :

$$\mathbf{Current\ Ratio = \frac{Aktiva\ Lancar}{Utang\ Lancar}}$$

- b. Rasio Cepat (*Quick Ratio* atau *Acid Test Ratio*)

Rasio Cepat (*quick ratio*) digunakan untuk menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi utang lancar (utang jangka pendek) dengan aktiva lancar tanpa memperhitungkan nilai persediaan (*inventory*). Rumus untuk mencari rasio cepat atau *quick ratio* dapat digunakan rumus berikut:

$$\mathbf{Quick\ Ratio = \frac{Current\ Assets - Inventory}{Current\ Liabilities}}$$

- c. Rasio Kas (*Cash Ratio*)

Rasio kas atau *Cash Ratio* adalah alat yang digunakan untuk mengukur seberapa besar kas yang tersedia untuk membayar utang lancar. Dapat dikatakan rasio ini menunjukkan kemampuan sesungguhnya untuk perusahaan dalam membayar utang lancarnya. Rumus untuk mencari rasio kas atau *cash ratio* dapat digunakan rumus berikut:

$$\mathbf{Cash\ Ratio = \frac{Cash\ or\ Cash\ Equivalent}{Current\ Liabilities}}$$

- d. Rasio Perputaran Kas (*cash turnover*)

Rasio perputaran kas (*cash turnover*) berfungsi untuk mengukur tingkat kecukupan modal kerja perusahaan yang dibutuhkan untuk membayar tagihan dan membiayai penjualan. Dari hasil perhitungan rasio perputaran kas apabila rasio perputaran kas tinggi, ini berarti ketidakmampuan perusahaan dalam membayar tagihannya. Rumus untuk mencari rasio perputaran kas dapat digunakan rumus berikut:

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

e. *Inventory to Net Working Capital*

*Inventory to Net Working Capital* adalah rasio yang digunakan dalam mengukur atau membandingkan antara jumlah persediaan yang ada dengan modal kerja perusahaan tersebut. Rumus untuk mencari *Inventory to Net Working Capital* dapat digunakan rumus berikut:

$$\text{Inventory to NWC} = \frac{\text{Inventory}}{\text{Current Assets} - \text{Current Liabilities}}$$

### 2.1.5 Kebijakan Dividen

Menurut Gumanti (2013), dividen merupakan bagian keuntungan yang dibagikan kepada investor yang dapat berupa dividen tunai maupun dividen saham. Adanya pemberian dividen oleh suatu perusahaan maka perusahaan akan dianggap sudah memenuhi kewajibannya kepada para investor. Jika dividen yang dibagikan oleh perusahaan tinggi, maka perusahaan tersebut dianggap memiliki kinerja yang baik. Dividen merupakan prosentase keuntungan yang dibayarkan kepada investor dalam bentuk kas dan juga merupakan aspek utama dalam kebijakan dividen yang bisa mempengaruhi nilai perusahaan bagi para pemegang saham (Nikhayatul,

2014). Pembayaran dividen dapat dilakukan dalam interval waktu yang tetap yaitu setengah tahun atau satu tahun. Dividen ditentukan pada saat rapat umum pemegang saham dan jenis pembayarannya tergantung kepada kebijakan pemimpinya.

E F Brigham & Houston (2011), menyatakan dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham merupakan bentuk pembagian kesejahteraan kepada pemegang saham dari perusahaan. Dividen adalah distribusi kas untuk para pemegang saham dari pendapatan perusahaan sebagai akibat dari penyertaan modal investor dalam suatu perusahaan. Dividen adalah pendapatan bagi pemegang saham yang dibayarkan setiap akhir periode sesuai dengan persentasenya. Dividen juga menunjukkan sejauh mana perusahaan dapat meningkatkan nilainya dengan kesejahteraan yang didapatkan investor melalui dividen tersebut. Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dengan keputusan pendanaan perusahaan. Secara definisi kebijakan dividen adalah kebijakan untuk menentukan berapa laba yang harus dibayarkan (dividen) kepada pemegang saham dan berapa banyak yang harus ditanam kembali (laba ditahan).

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna membiayai investasi dimasa mendatang (Sartono, 2001). Kebijakan dividen merupakan salah satu fungsi keuangan dan tidak terpisahkan dalam keputusan pendanaan perusahaan karena dalam memutuskan berapa banyak laba perusahaan yang nantinya akan dibagikan kepada pemegang saham, manajer harus mengingat bahwa tujuan perusahaan adalah memaksimalkan nilai pemegang saham. Sehingga, rasio pembayaran yang ditargetkan yang didefinisikan

sebagai persentase dari laba bersih yang harus dibayarkan sebagai dividen tunai atau sebagian besar harus didasarkan preferensi investor atas dividen lawan keuntungan modal. Tujuan utama investor menanamkan modalnya kedalam perusahaan adalah untuk mendapatkan pengembalian atas investasi atau *return*, sesuatu yang sangat wajar jika investor menuntut tingkat return tertentu atas dana yang telah diinvestasikannya

Kebijakan dividen harus diformulasikan untuk dua dasar tujuan dengan memperhatikan maksimalisasi kekayaan dari pemilik perusahaan dan pembiayaan yang cukup. Kedua tujuan tersebut saling berhubungan dan harus memenuhi berbagai faktor hukum, perjanjian internal, pertumbuhan, hubungan dengan pemilik, hubungan dengan pasar yang membatasi alternatif kebijakan (Sundjaja & Barlian, 2002). Kebijakan deviden sering dianggap sebagai signal bagi investor dalam menilai baik buruknya perusahaan, hal ini disebabkan karena kebijakan deviden dapat membawa pengaruh terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen yang diambil perusahaan harus menjadi kebijakan yang menguntungkan perusahaan dan investor karena akan berdampak pada nilai perusahaan. Kebijakan dividen dikatakan optimal pada suatu perusahaan apabila dapat menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dengan pertumbuhan yang akan datang untuk memaksimalkan suatu kinerja perusahaan.

#### **2.1.5.1 Jenis Dividen**

##### *1. Cash Dividen*

*Cash Dividen* yaitu dividen yang dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk *cash* atau uang tunai, besaran uang tunai

yang di dapatkan oleh pemegang saham tergantung oleh kebijakan manajemen perusahaan. (Gumanti, 2013:21).

## 2. Dividen Saham

Dividen saham atau disebut juga *Stock Dividend* adalah jenis dividen yang dibagikan oleh perusahaan dalam bentuk saham, jika perusahaan membagikan dividen dalam bentuk saham maka nominal pemilik saham akan bertambah besarnya sesuai dengan jumlah dividen saham yang dibagikan oleh perusahaan, akan tetapi pembagian dividen dalam bentuk saham ini biasanya akan menyebabkan menurunnya harga saham pada pasar saham (Gumanti, 2013:21).

## 3. Dividen Properti

Dividen Properti adalah jenis dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk aktiva selain kas biasanya berupa barang dagangan maupun asset yang dimiliki perusahaan. Perusahaan membagikan dividen dalam bentuk dividen property ini jarang dilakukan oleh perusahaan (Baridwan, 2014:431).

## 4. Dividen Scrip atau Dividen Utang

Dividen Utang atau dividen scrip adalah pembagian deviden dalam bentuk janji tertulis untuk membayarkan sejumlah kas di masa yang akan datang. Dividen utang dibagikan karena laba yang dibagikan oleh perusahaan tidak mencukupi saldonya untuk pembagian dividen dan saldo kas yang dimiliki juga tidak mencukupi (Baridwan, 2014:432).

## 5. Dividen Likuidasi

Dividen likuidasi hanya akan dibagikan oleh perusahaan pada saat perusahaan mengalami kemerosotan atau kebangkrutan dengan kata lain dividen likuidasi itu sendiri adalah pengembalian terhadap modal dari pada pendapatan biasa (Gumanti, 2013:21).

### 2.1.5.2 Teori Kebijakan Dividen

#### a. *Dividend Irrelevant Theory*

Teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Peningkatan pembayaran dividen hanya dimungkinkan apabila laba yang diperoleh perusahaan juga meningkat. Keuntungan yang diperoleh atas kenaikan harga saham akibat pembayaran dividen akan diimbangi dengan penurunan harga saham karena adanya penjualan saham baru. Oleh karenanya pemegang saham dapat menerima kas dari perusahaan saat ini dalam bentuk pembayaran dividen atau menerimanya dalam bentuk capital gain. Kemakmuran pemegang saham sekali lagi tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen saat ini maupun dimasa datang.

#### b. *Bird In The Hand Theory*

Menurut Keown et al., (2005), kepercayaan bahwa pendapatan dividen mempunyai nilai lebih tinggi bagi investor dari pada pendapatan modal, sejak dividen lebih pasti dari pada pendapatan modal. Menurut Litner (2005) mengemukakan bahwa para pemegang saham lebih suka kalau keuntungan dibagikan dalam bentuk dividen dari pada *retained earning*. Alasan mereka adalah pembayaran dividen merupakan penerimaan yang pasti dibanding

dengan *capital gain*. Mereka mengkiaskan bahwa satu burung ditangan lebih berharga dari pada seribu burung di udara. Teori inilah yang kemudian disebut sebagai *bird in the hand theory*.

c. *Clientele Effect Theory*

*Clientele Effect Theory* menyatakan bahwa kebijakan dividen seharusnya ditujukan untuk memenuhi kebutuhan segmen investor tertentu seperti ada investor yang menyukai dividen dibandingkan dengan *capital gain* karena dividen dinilai lebih pasti dibandingkan dengan *capital gain*, ada juga segmen investor yang lebih menyukai *capital gain* karena dinilai tingkat pajak dari *capital gain* lebih rendah dibandingkan dengan dividen. Kebijakan dividen dalam perusahaan tentunya akan menarik investor dari segmen tertentu. Kemudian tugas perusahaan (manajer keuangan) adalah melayani segmen tersebut jika kebijakan dividen dalam perusahaan berubah-ubah maka akan mengacaukan efek klien tersebut sehingga menarik investor baru untuk berinvestasi sehingga dapat menyebabkan harga saham berubah (Hanafi, 2014:372).

d. *Signalling Theory*

Menurut Gumanti (2013:64) teori sinyal menyatakan bahwa investor dapat menduga informasi tentang laba di masa yang akan datang dalam perusahaan melalui sinyal yang muncul dari pengumuman pembayaran dividen, baik dalam dividen yang stabil maupun perubahan dividen maka dari itu perusahaan dengan prospek masa depan buruk seharusnya tidak perlu mengirim sinyal yang tidak benar ke pasar dengan menaikkan pembayaran

dividen. Kenaikan dalam rasio pembayaran dividen dapat sebagai informasi bahwa perusahaan memiliki profitabilitas di masa depan yang baik.

### 2.1.5.3 Pengukuran Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen berkaitan dengan masalah penggunaan laba yang merupakan hak para pemegang saham. Apabila perusahaan memutuskan untuk membagi laba maka pemilik saham akan mendapatkan hak yang sama sesuai presentase kepemilikan sahamnya. Persentase dari laba yang akan dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham disebut *Dividend Payout Ratio* (DPR). Pada penelitian ini kebijakan dividen diprosikan dengan dividend payout ratio (DPR). Dengan menggunakan rumus sebagai berikut (Sugiyono, 2007) :

$$DPR = \frac{DPS}{EPS}$$

Keterangan:

DPR: *Dividen Payout Rasio*

DPS: *Dividen Per Share*

EPS: *Earning Per Share*

### 2.1.6 Teori Keagenan (Agency Theory)

Smith (1937), meletakkan dasar tentang konsep organisasi yang efisien dengan mengenalkan teori *division of labour* yang mengharuskan dilakukannya spesialisasi fungsi agar organisasi perusahaan dapat mencapai tujuan secara lebih efisien. Hal ini telah memberikan perkembangan pada teori organisasi dan korporasi modern Marshal di tahun 1920, serta Berle dan Means pada tahun 1933. Teori ini menyatakan bahwa dalam suatu organisasi harus terdapat pemisahan yang tegas antara aktivitas pengendalian dengan aktivitas operasional, yaitu pemisahan antara

*board of directors* sebagai representasi dari pemegang saham yang melakukan fungsi pengendalian atas operasional perusahaan dan *board of management*–CEO sebagai pihak yang menjalankan operasional perusahaan. Adam Smith berpendapat bahwa dengan memaksimalkan kepentingan diri sendiri maka setiap orang akan memberikan manfaat kepada masyarakat. Individu yang memaksimalkan laba dan kepentingan pribadinya secara otomatis akan membuat alokasi sumber daya sebaik mungkin. Perkembangan dan transformasi etika kapitalis ini memunculkan paradigma *agency theory*, yaitu bagaimana individu atau kelompok yang terlibat dalam pengelolaan suatu organisasi berperilaku dalam mencapai sasaran (memaksimalkan nilai) bersinggungan dengan kepentingan yang memunculkan konflik organisasi (Eskandari 2012).

Berle dan Means (1933) dalam karya penelitiannya secara eksplisit menyatakan tentang pemisahan kepemilikan (*ownership*) dan pengendalian (*control*) perusahaan, sehingga distribusi kepemilikan saham dalam perusahaan menjadi suatu hal yang penting. Ketika pengendalian perusahaan tidak lagi dilakukan oleh pemilik tetapi diserahkan kepada pihak lain untuk mengelola sumber daya perusahaan, maka permasalahan yang muncul adalah potensi konflik dalam hubungan antara pemilik (*principals*) dengan pengelola (*agent*) yang sering disebut dengan masalah keagenan (*agency problem*). Hubungan keagenan digambarkan sebagai hubungan yang timbul karena adanya kontrak yang ditetapkan antara prinsipal yang menggunakan agen untuk memberikan jasanya bagi kepentingan prinsipal (Jensen & Meckling, 1976). Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100 persen sehingga manajer cenderung bertindak untuk

kepentingan dirinya dan tidak bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dalam pengambilan keputusan pendanaan.

Jensen, (1986) menjelaskan bahwa konflik kepentingan manajer dengan kepentingan pemegang saham terjadi dengan asumsi pemilik (*shareholders*) dan *agent* (manager) masing-masing menginginkan return yang tinggi terhadap proyek-proyek investasi tetapi dengan kepentingan yang berbeda terhadap risiko. Perbedaan terhadap risiko dijelaskan oleh Amihud & Lev (1981), bahwa *shareholders* lebih berkepentingan terhadap risiko sistematis, sedangkan manajer lebih berkepentingan terhadap risiko tidak sistematis. Pawlina & Renneboog, (2005), menjelaskan bahwa konflik ini terjadi dalam perusahaan dengan *free cash flows* yang besar karena manajer akan melakukan investasi atas kelebihan kas yang diperoleh dari sumber dana internal ini untuk mengoptimalkan keuntungan pribadinya dengan tidak melakukan pembayaran dividen tunai kepada pemegang saham.

*Agency Theory* menggambarkan perusahaan sebagai suatu titik temu antara pemilik perusahaan (*principal*) dengan manajemen (*agent*). Hubungan keagenan merupakan sebuah kontrak yang terjadi antara manajer (*agent*) dengan pemilik perusahaan (*principal*). Wewenang dan tanggung jawab *agent* maupun *principal* diatur dalam kontrak kerja atas persetujuan bersama. Teori agensi memiliki asumsi bahwa tiap-tiap individu semata-mata termotivasi oleh kepentingan dirinya sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara *principal* dan *agent*. Dengan hal ini terdapat dua kepentingan yang berbeda di dalam perusahaan dimana masing-masing pihak berusaha untuk mencapai kemakmuran yang dikehendaki, sehingga muncullah informasi asimetri antara manajemen dengan pemilik yang dapat

memberikan kesempatan kepada manajer untuk melakukan manajemen laba dalam rangka menyesatkan pemilik mengenai kinerja ekonomi perusahaan (Sefiana, 2009).

Masalah keagenan (*agency problem*) pada awalnya dieksplorasi oleh Ross (1973), sedangkan eksplorasi teoritis secara mendetail dari teori keagenan pertama kali dinyatakan oleh Jensen & Meckling (1976) dalam suatu perusahaan manajer sebagai “*agent*” dan pemegang saham “*principal*”. Pemegang saham yang merupakan *principal* mendelegasikan pengambilan keputusan bisnis kepada manajer yang merupakan perwakilan atau *agent* dari pemegang saham. Permasalahan yang muncul sebagai akibat sistem kepemilikan perusahaan ini adalah *agent* tidak selalu membuat keputusan-keputusan yang bertujuan untuk memenuhi kepentingan terbaik *principal*. Ujijantho & Pramuka (2007) menyatakan bahwa teori agensi menggunakan tiga asumsi sifat manusia yaitu: (1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*), (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*), dan (3) manusia selalu menghindari resiko (*risk averse*). Berdasarkan asumsi sifat dasar manusia tersebut manajer sebagai manusia akan bertindak *opportunistic*, yaitu mengutamakan kepentingan pribadinya.

## **2.2 Hubungan Antar Variabel**

### **2.2.1 Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen**

Kesempatan investasi dalam perusahaan menggambarkan tentang besarnya peluang investasi dalam suatu perusahaan yang nantinya akan berguna untuk mengembangkan perusahaannya. Apabila perusahaan dalam kondisi yang baik, perusahaan akan lebih mengutamakan laba ditahan sebagai sumber pendanaan

internal untuk membiayai investasi-investasi yang lebih menguntungkan bagi perusahaan, hal ini akan menyebabkan menurunnya dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Gaver & Gaver (1993) percaya bahwa investasi dan pembayaran dividen adalah pesaing dalam menggunakan sumber daya kas perusahaan, lebih mungkin bagi perusahaan untuk mengurangi pembayaran dividen mereka untuk memanfaatkan peluang investasi yang tersedia bagi mereka.

Hal ini sejalan dengan *Residual Theory of Dividen* (Eugene F Brigham & Huston, 2006). Menurut teori dividen residual, perusahaan menetapkan kebijakan dividen setelah semua investasi yang menguntungkan habis dibiayai. Dengan kata lain, dividen yang dibayarkan merupakan sisa (*residual*) setelah semua usulan investasi yang menguntungkan habis dibiayai. Hal itu sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Chintya et al., (2018), hasilnya menyatakan bahwa Kesempatan Investasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Faradina, (2017) juga menyatakan bahwa *Investment Opportunity Set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

### **2.2.2 Pengaruh *Multiple Large Shareholder* terhadap Kebijakan Dividen**

Menurut Jiang et al (2018), keberadaan *multiple large shareholders* merupakan salah satu faktor yang mampu mempengaruhi kebijakan dividen dalam suatu perusahaan. *Multiple large shareholder* dapat meningkatkan pembayaran dividen perusahaan karena pemegang saham besar yang satu dengan pemegang saham besar yang lain bisa saling bekerjasama untuk memaksa manajemen perusahaan untuk membagikan dividen, hal ini disebabkan pemegang saham besar memiliki hambatan untuk memperjual-belikan sahamnya untuk mendapatkan *capital*

*gain*, akibatnya pembayaran dividen merupakan opsi lain bagi mereka untuk memenuhi arus kas pribadinya.

Hal ini sesuai dengan *Bird-in-the-hand Theory* (Keown, 2000). Menurut *Bird-in-the-hand Theory* investor lebih menyukai dividen tunai dari pada *capital gain* karena hal tersebut dapat mengurangi risiko, dan juga pembayaran dividen merupakan penerimaan yang pasti dibanding dengan *capital gain*. hal tersebut sesuai dengan prinsip satu burung ditangan lebih berharga dari pada seribu burung di udara. Hal ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Jiang et al (2018), yang mengemukakan bahwa *multiple large shareholders* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

### **2.2.3 Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen**

Struktur modal merupakan penentuan komposisi modal, yaitu perbandingan antara hutang dan modal sendiri atau dengan kata lain struktur modal merupakan hasil atau akibat dari keputusan pendanaan yang intinya memilih apakah akan menggunakan hutang atau ekuitas untuk mendanai operasi perusahaan. Menurut Lopolusi, (2013) perusahaan dengan penggunaan hutang dalam jumlah yang besar, akan menyebabkan semakin besar pula kewajiban yang harus dipenuhi oleh perusahaan. Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima, karena kewajiban tersebut telah di prioritaskan dari pada pembagian dividen. Sehingga struktur modal berpengaruh negative terhadap kebijakan dividen.

Hal tersebut sesuai dengan *agency theory* yang menyatakan bahwa hutang merupakan cara untuk mengurangi konflik keagenan. Perusahaan yang mempunyai

hutang akan dipaksa mengeluarkan kas yang tersedia dari perusahaan untuk membayar bunga hutang dan pelunasan hutang sebelum membagikan dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Yuwinda J. Manarisip et al. (2022) menunjukkan bahwa Struktur Modal berpengaruh negative dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Dan juga penelitian yang dilakukan oleh Desti Yolinda & Mursida Nurfadillah, (2022) menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

#### **2.2.4 Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen dengan di Moderasi oleh Likuiditas**

Apabila tersedia peluang investasi yang baik bagi perusahaan, pemegang saham kemungkinan menetapkan untuk tidak membagikan dividen demi peluang pertumbuhan yang menguntungkan perusahaan (Jensen, 1986). Hal tersebut menunjukkan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh *negative* terhadap kebijakan dividen. Perusahaan dengan likuiditas yang baik cenderung akan meningkatkan proporsi kesempatan investasi yang dimiliki dikarenakan perusahaan dengan proporsi kesempatan investasi (aset tetap) yang tinggi dibandingkan dengan aset lancar yang dimiliki akan mengalami masalah likuiditas, hal tersebut disebabkan karena aset tetap membutuhkan waktu yang cukup lama untuk dapat dijual kembali. Mengingat adanya likuiditas yang baik maka perusahaan akan meningkatkan aset tetap yang dimilikinya ini berarti mengurangi jumlah pembagian dividen.

Hal ini sesuai dengan *Agency Theory*, yaitu apabila kondisi perusahaan stabil dengan likuiditas yang baik maka pihak agen atau manajemen perusahaan akan memilih investasi baru dari pada membagikan dividen. Dan hal ini juga diperkuat oleh *Residual Theory of dividen*, dimana perusahaan menetapkan kebijakan dividen

setelah semua investasi yang menguntungkan habis dibiayai. Sehingga perusahaan dengan kesempatan investasi yang tinggi disertai dengan likuiditas yang baik akan membagikan dividen lebih sedikit. Hal tersebut di perkuat hasil penelitian dari Michell Suharli (2007) dan Frans Harismansyah (2016) yang membuktikan dengan empiris bahwa likuiditas menguatkan pengaruh negatif *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen.

### **2.2.5 Pengaruh *Multiple Large Shareholder* terhadap Kebijakan Dividen dengan di Moderasi oleh Likuiditas**

*Multiple large shareholder* dapat diartikan sebagai kepemilikan saham perusahaan oleh lebih dari satu pemegang saham besar (*large shareholder*) yang memiliki setidaknya 10% saham di suatu perusahaan (Attig, 2009). Menurut Lukman (2009), likuiditas merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban finansial jangka pendek pada saat jatuh tempo dengan menggunakan aktiva lancarnya. *Multiple large shareholder* dapat meningkatkan pembayaran dividen perusahaan karena pemegang saham besar yang satu dengan pemegang saham besar yang lain bisa saling bekerjasama untuk memaksa manajemen perusahaan untuk membagikan dividen. Semakin tinggi likuiditas pada perusahaan maka perusahaan mampu membayar dividen lebih banyak. Jika perusahaan memiliki *multiple large shareholder* dan ditambah dengan likuiditas yang baik, maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan.

Hal ini sesuai dengan *Shareholder Theory* dimana pada dasarnya dewan direksi atau manajemen perusahaan lebih memprioritaskan kepentingan pemegang saham dalam hal pembagian dividen. Jadi ketika perusahaan *memiliki multiple large shareholder* maka perusahaan akan meningkatkan pembagian dividen dan hal

tersebut diperkuat ketika perusahaan mempunyai likuiditas yang bagus. Hal ini juga diperkuat oleh *Bird-in-the-hand Theory* dimana shareholder lebih menyukai dividen tunai dibandingkan dengan *capital gain*, dan juga sesuai dengan teori yang diungkapkan oleh Van Horne & Wachowicz (2001), bahwa semakin besar posisi kas dan keseluruhan likuiditas perusahaan, maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Jadi bisa disimpulkan bahwa likuiditas memperkuat pengaruh positif *multiple large shareholder* terhadap kebijakan dividen.

#### **2.2.6 Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen dengan di Moderasi oleh Likuiditas**

Perusahaan yang memiliki tingkat hutang yang tinggi maka perusahaan lebih memilih untuk menahan pendapatan perusahaan untuk membayarkan kewajibannya terlebih dahulu dibandingkan dengan membagikan dividen kepada pemegang saham. Hal itu terjadi karena apabila hutang dalam perusahaan telah jatuh tempo maka perusahaan harus membayar beban dan bunga. Apabila hutang dalam perusahaan semakin besar maka akan semakin besar pula bunga dan beban yang akan dibayarkan oleh perusahaan. Jadi apabila kondisi perusahaan dengan likuiditas yang bagus maka pendapatan perusahaan akan digunakan untuk memenuhi kewajiban perusahaan dalam hal hutang, sehingga ini akan menurunkan pembagian dividen .

Hal ini sesuai dengan *Pecking order theory* menyatakan bahwa manajer lebih menyukai pendanaan internal dari pada pendanaan eksternal. Jadi ketika perusahaan dengan kondisi likuiditas yang baik maka perusahaan akan menggunakan dana internal perusahaan untuk memenuhi kewajibannya termasuk hutang dan ini berpengaruh kepada penurunan pembagian dividen. Ini juga sesuai

dengan *trade of theory* yang menyatakan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena adanya bunga yang dapat dikurangkan pajak, namun penggunaan hutang yang terlalu besar akan menimbulkan risiko kebangkrutan bagi perusahaan sehingga akan mempengaruhi pembagian dividen. Jadi dapat disimpulkan bahwa likuiditas memperkuat pengaruh negatif struktur modal terhadap pembagian dividen.

### **2.3 Tinjauan Empiris**

Penelitian yang terkait dengan penelitian ini yang dilakukan oleh peneliti terdahulu sehingga hasil penelitian tersebut dapat dijadikan sebagai landasan untuk penelitian. Berikut beberapa penelitian terdahulu:

1. Penelitian yang dilakukan oleh Chintya et al., (2018), dengan judul “Analisis Pengaruh Tingkat Profitabilitas dan Kesempatan Investasi Perusahaan Terhadap Kebijakan Pembagian Dividen”. Sampel dalam penelitian ini adalah 118 perusahaan yang terdaftar di BEI yang membagikan dividen selama periode 2014 – 2016. Model analisis yang digunakan adalah Analisis Regresi Berganda. Hasil penelitian yang dilakukan menunjukkan bahwa variabel profitabilitas (ROA) memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap kebijakan pembayaran dividen (DPR), karena perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akan berada di tempat yang lebih baik untuk membagikan dividen kepada para pemegang saham. Berbanding terbalik dengan profitabilitas, kesempatan investasi memiliki hubungan yang negatif serta signifikan terhadap DPR, dikarenakan perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi akan cenderung menggunakan dananya untuk kepentingan investasi.

2. Penelitian yang dilakukan oleh Maharsi et al., (2017), dengan judul “Pengaruh *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Dengan *Firm Size* Sebagai Variabel Moderasi Pada Perusahaan Manufaktur Tahun 2011-2013 Di BEI”. Sampel penelitian adalah 16 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) 2011-2013 dipilih melalui teknik *purposive sampling*. Model analisis yang digunakan adalah regresi linear sederhana. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Investment Opportunity Set* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. perusahaan yang bagus dengan peluang investasi yang tinggi akan membuat investor tertarik untuk menanamkan modalnya atau membiayai peluang investasi tersebut. Dengan demikian perusahaan bisa memperoleh laba yang juga besar dan makin besar laba yang diperoleh perusahaan maka makin besar pula dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham. Dan ukuran perusahaan memperkuat hubungan peluang investasi terhadap kebijakan deviden. ukuran perusahaan yang besar akan menarik investor lebih banyak daripada perusahaan kecil, karena masa depan perusahaan besar lebih terjamin sehingga perusahaan besar memiliki dana yang lebih besar pula untuk berinvestasi daripada perusahaan kecil dan dividen yang dibagikan perusahaan kepada investor lebih banyak.
3. *Research conducted by Ardestani et al., (2013), with the title “Dividend Payout Policy, Investment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Products Sector of Malaysia”. The sample population of this study is comprised of 62 dividend paying companies listed in the Bursa Malaysia Stock Exchange for the industrial products sector for the time period over*

2006 and 2008. The data analysis of this study comprises of assumptions of multiple regression analysis, descriptive statistic, correlation analysis, multiple regression and robustness tests, respectively. The results suggest that investment opportunity set and debt maturity are the factors that significantly influence dividend payout policy of the sample firms. In addition, profitability and risk play significant role in determining dividend policy in the industrial products sector of Malaysia.

4. Penelitian yang dilakukan oleh Larasati (2020), dengan judul "*Multiple Large Shareholder dan Kebijakan Dividen dengan Growth Opportunities sebagai variabel moderasi*". Model analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linear berganda dan *Moderate Regression Analysis (MRA)*. Jumlah observasi dalam penelitian ini sebanyak 408 observasi pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2013-2017. Dalam penelitian ini variabel dependen yang digunakan adalah kebijakan dividen perusahaan yang diukur dengan *dividend payout ratio (DPR)*, variabel independen adalah *multiple large shareholder*, dan variabel moderasi adalah *growth opportunities*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *multiple large shareholder* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen dan *growth opportunities* memperlemah pengaruh positif *multiple large shareholder* terhadap kebijakan dividen.
5. *Research conducted by Jiang et al., (2018), with the title "Multiple large shareholders and dividends: Evidence from China". These studies assume large shareholders want to withhold dividends. In China, however, large shareholders desire dividends to augment their private benefits. This is*

*because they are either unable to sell their nontradable shares to realize returns, or they do not wish to reduce their controlling interest over the firm. Furthermore, it has recently become difficult for large shareholders to expropriate wealth by tunneling. This leaves dividends as one of the remaining viable ways for large shareholders to realize returns. Therefore, multiple large shareholders in China may cooperate to force firms to pay dividends and pay large dividends. Using a sample of Chinese-listed firms during 2000–2014, we find that firms with multiple blockholders are more likely to pay cash dividends and pay large dividends compared to firms with a single large shareholder, consistent with the hypothesis that multiple large shareholders are cooperating with one another to force cash flow from the firms.*

6. *Research conducted by Suman & Singh (2022), with the title “The role of multiple large shareholders in dividend payouts: Evidence from India. This study examines the impact of multiple large shareholders (MLS) on a firm’s dividend payouts in a low investor protection regime, India, where minority shareholders’ expropriation concerns are severe and firms have an incentive to build a capital market reputation. Therefore, we purport for the prevalence of the substitution hypothesis, whereby MLS cooperate in paying larger dividends to assuage expropriation concerns for reputation-building. The empirical analysis using non-financial firms with MLS listed on NIFTY 500 from 2009 to 2019 yields that both the controlling owner and MLS positively influence dividend payout intensity. Additional analyses also demonstrate that the positive effect of MLS is prominent in growing firms that undertake equity*

*issuances and firms with lower board independence. We also find that firms make relatively lower payouts when an institutional investor is the second largest shareholder. Further, it is shown that MLS engage in greater dividend smoothing. Lastly, it is observed that dividends are more valuable for firms with higher MLS ownership. Altogether, these findings support the substitution hypothesis.*

7. Penelitian yang dilakukan oleh Michell Suharli (2007) dengan judul “Pengaruh Profitabilitas *Investment opportunity set* terhadap Kebijakan dividen dengan likuiditas sebagai variabel moderasi”. Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan di Indonesia yang listing di BEJ dan membagikan dividen pada tahun 2002-2003. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Profitabilitas mempengaruhi kebijakan dividen tunai perusahaan secara positif, sedangkan Kesempatan investasi mempengaruhi kebijakan jumlah dividen secara negatif, dan Likuiditas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara *return on investment* dan kebijakan dividen tunai perusahaan, dan juga Likuiditas yang dimiliki mempengaruhi hubungan antara *investment opportunity* dan kebijakan dividen tunai perusahaan.
8. Penelitian yang dilakukan oleh Hardianti, D.A & Utiyanti, S. (2020), dengan judul “Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen”. Populasi penelitian adalah perusahaan yang terdaftar indeks LQ45 periode 2014-2018. Penelitian ini menggunakan semua anggota populasi atau menggunakan metode sampel jenuh. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa struktur modal (DER) dan likuiditas (CR) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR), sedangkan

profitabilitas (ROA) berpengaruh tidak signifikan terhadap kebijakan dividen(DPR).

9. Penelitian yang dilakukan oleh Sulistyowati et. al. (2014), dengan judul “Pengaruh Struktur Modal terhadap Kebijakan Dividen”. Populasi penelitian adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2012 dengan 12 sampel perusahaan yang didapatkan melalui purposive sampling. Penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan struktur modal (leverage) berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Debt Ratio (DR) berpengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap Dividend Payout Ratio (DPR) dan Dividend Yield (DY). DER berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap DPR dan DY. Longterm Debt to Total Assets (LDTA) berpengaruh tidak signifikan terhadap DPR tetapi berpengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap DY.
10. *Research conducted by Susellawati et al., (2022), with the title “The Effect of Profitability, Liquidity, Leverage, and Activity Ratios on Dividend Policy in Manufacturing Companies in the Food and Beverage Industry Sector Listed on the Indonesia Stock Exchange in the 2016-2020 Period”. The methodology used is Multiple Linear Analysis, Coefficient of Determination, T-test, and F test. In this research, the researcher uses the population of manufacturing companies in the food and beverage sub-sector that have been listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX), with a total of 18 companies. It is concluded that this research has a significant effect on Profitability, Liquidity, Leverage, and Activity Ratios on dividend policy.*