

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Kebijakan dividen.

Dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham disamping *capital gain* (Hanafi, 2014). Ada sejumlah cara untuk membayarkan dividen. Pertama, dividen dapat dibayarkan dalam bentuk tunai (*cash dividend*) atau dalam bentuk tambahan saham atau dividen saham (*stock dividend*). Sedangkan cara mengukur dividen yang dibayarkan oleh perusahaan dengan menggunakan cara (Gumanti, 2013):

- a. Imbal hasil dividen (*dividend yield*), yang mengaitkan besaran dividen dengan harga saham perusahaan.
- b. Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio = DPR*), rasio pembayaran dividen diukur dengan cara membagi besarnya dividen perlembar saham dengan laba bersih perlembar saham.

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham atau ditahan untuk investasi perusahaan (Sartono, 2001). Manajer keuangan biasanya dihadapkan pada keputusan operasional antara keputusan investasi atau penganggaran modal dan keputusan pendanaan. Keputusan penganggaran modal atau investasi terkait dengan keputusan membeli atau

tidaknya suatu aset untuk kepentingan perusahaan, sedangkan keputusan pendanaan terkait dengan bagaimana cara perusahaan dalam pemenuhan dana dalam keputusan penganggaran modal. Selain dua keputusan tadi, ketika perusahaan memperoleh keuntungan akan muncul keputusan mengenai keuntungan yang diperoleh perusahaan, apakah perusahaan akan membagikan keuntungan tersebut kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau perusahaan akan menginvestasikan kembali keuntungan yang diperoleh. Keputusan yang diambil oleh manajemen harus mengedepankan upaya untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Keputusan tentang penggunaan keuntungan yang diperoleh perusahaan harus mempertimbangkan dampaknya. Dari situasi ini munculah konflik dalam menentukan besar kecilnya dividen (Bishop et al 2000 dalam Gumanti 2013). Beberapa teori tentang kebijakan dividen (Gumanti, 2013):

a. *Agency Theory* (Teori Keagenan).

Tujuan perusahaan adalah memaksimumkan kemakmuran pemegang saham. Tetapi dalam kenyataannya tidak jarang manajer memiliki tujuan lain yang mungkin bertentangan dengan tujuan utama tersebut. Pertangan yang terjadi menjadikan adanya konflik atau agency problem. Hubungan antar agen terhadid pada saat satu orang atau lebih (principals) mengangkat satu atau lebih orang lain (agen) untuk bertindak atas nama pemberi wewenang dan memberikan kekuasaan dalam pengambilan keputusan. Agency problem biasanya terjadi antara manajer dan pemegang saham

atau antara debtholder dan stockholder (Sartono, 2001). Terjadinya agency problem dapat menimbulkan biaya keagenan atau agency cost, yaitu biaya terkait dengan perilaku manajer. Pembyaran dividen dapat menjadi perwujudan minat dan mengurangi masalah keagenan antara manajer dan pemilik dengan mengurangi penggunaan biaya atas kewenangan manajer (Gumanti, 2013).

b. Teori Dividen Residual (*Residual Theory of Dividends*).

Menurut teori dividen residual, perusahaan menetapkan kebijakan dviden setelah semua investasi yang menguntungkan hbis 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. Pada saat perusahaan memiliki usulan investasi banyak, dividen dibayarkan dan sebaliknya. 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).

c. Teori Perataan (*Smoothing Theory*).

Teori perataan dikemukakan oleh Lintner (1956) dalam Gumanti (2013). Hasil penelitian Lintner menyimpulkan bahwa perusahaan memiliki target rasio penyebaran dividen jangka panjang. Dalam jangka panjang, perubahan-perubahan dividen yang terjadi mengikuti pola pergerakan yang stabil jika laba perusahaan bertahan pada level tertentu. Dan menjaga kestabilan dividen lebih penting daripada menaikkan atau menurunkan dividen secara drastis.

d. Teori Burung Ditangan (*Bird In The Hand Theory*).

Menurut teori ini, dividen lebih disukai daripada laba ditahan, karena laba ditahan tidak mengandung unsur material sebagai dividen mendatang atau belum pasti hasilnya, yang berarti tidak ada imbal hasil atas saham yang dimiliki. Penelitian dari Gordon (1959) dalam Gumanti (2013) merupakan salah satu penelitian yang mendukung teori ini. Gordon berpendapat perusahaan yang membayar dividen rendah cenderung memiliki investasi yang lebih berisiko. Investor akan mendiskonto lebih rendah laba bagi perusahaan yang membayar dividen rendah (dan karenanya disebut lebih berisiko). Pasar mendiskonto laba mendatang sesuai dengan risiko perusahaan tak peduli apakah laba tersebut akan ditahan atau dibagikan dalam bentuk dividen.

Kesimpulan dari teori ini, investor lebih menyukai burung ditangan atau kepatian (*bird in the hand*) dalam bentuk dividen tunai daripada

dijanjiikan keuntungan yang belum pasti (*bird in the bush*) yaitu selisih positif harga saham yang menghasilkan *capital gains* (Gumanti, 2013).

e. Teori preferensi pajak (*tax preference*).

Teori ini menyatakan bahwa semakin tinggi tingkat pajak yang dikenakan pada dividen relatif terhadap capital gain dan adanya kemungkinan untuk menunda pajak pada capital gain, maka efeknya akan negatif pada perusahaan yang membayar dividen tinggi. Investor atau pemegang saham akan lebih menyukai perusahaan yang membagi dividen sedikit karena jika dividen yang dibayarkan tinggi, maka beban pajak yang harus ditanggung oleh investor atau pemegang saham juga akan tinggi. Penelitian yang mendukung teori ini adalah penelitian dari Elton dan Gruber (1970) serta Miller dan Scholes (1978) dalam Gumanti (2013).

f. Teori biaya transaksi dan pajak (*taxes and transaction cost theory*) atau *clientele effect theory*.

Perbedaan dalam besaran dividen yang dibagikan akan membentuk klien yang berbeda-beda juga. Perusahaan yang beroperasi di industri dengan pertumbuhan tinggi, biasanya membayar dividen dalam jumlah tidak banyak atau bahkan tidak membayar sama sekali akan memikat klien yang menyukai apresiasi dalam bentuk *capital gain* daripada dividen. Di sisi lain, perusahaan yang mampu membayar dividen dalam jumlah besar, baik dalam artian absolut maupun per lembar saham, akan memikat investor yang menyukai dividen tinggi. Sedangkan perusahaan kecil tidak

dapat melakukan atau meniru apa yang dilakukan oleh perusahaan besar tadi (Gumanti, 2013).

g. *Signaling Theory*.

Signaling Theory merupakan salah satu teori yang menyatakan adanya hubungan antara dividen dengan harga saham. Bhattacharya (1979) dalam Budiarso (2014) mengatakan bahwa dividen berfungsi sebagai *signal* terhadap arus kas masa depan. Meskipun tidak ada manfaat pajak atas dividen, perusahaan akan memilih untuk membayar dividen dengan tujuan memberikan signal positif kepada *shareholders* dan *outside shareholders*. Bhattacharya mengasumsikan bahwa investor memiliki informasi yang sempurna sehubungan dengan dividen dan *capital gains*, serta pajak atas dividen lebih tinggi dibandingkan dengan *capital gains*. Baker (2009) dalam Budiarso (2014) mengatakan bahwa sumber informasi perusahaan seperti data akuntansi dan laporan prospek masa depan tidak sepenuhnya dapat diandalkan karena belum menggambarkan profitabilitas perusahaan di masa yang akan datang. Oleh karena investor memiliki informasi yang tidak sempurna sehubungan dengan laba perusahaan maka perusahaan harus mencari cara lain untuk meyakinkan investor luar tentang arus kas dan laba masa yang akan datang. Peningkatan pembayaran dividen merupakan salah satu signal kepada investor, meskipun dividen dikenakan pajak yang lebih tinggi dibandingkan dengan *capital gains*, investor mau membayar pajak yang

tinggi atas dividen untuk menukarnya dengan *signal* positif dari dividen sehubungan dengan nilai dari saham.

h. Teori catering (*catering theory*).

Manajer memberi investor apa yang sebenarnya diinginkan oleh investor, yaitu manajer menyenangkan investor dengan membayar dividen manakala investor berani memberi premi harga saham yang tinggi, tetapi manajer tidak akan membagi dividen manakala investor lebih menyukai perusahaan yang tidak membayar dividen (Gumanti, 2013).

i. Teori ketidakrelevanan dividen (*irrelevant dividend proporsition*).

Miller dan Modigliani (1961) dalam (Gumanti, 2013) berargumen bahwa di pasar yang sempurna dimana tidak ada pajak, tidak ada biaya transaksi transaksi atau tidak ada ketimpangan informasi, kebijakan dividen suatu perusahaan seharusnya tidak memiliki efek terhadap nilai pasar perusahaan tersebut. Asumsi penting dalam pendapat tersebut menyebutkan bahwa kebijakan investasi perusahaan tidak memiliki keterkaitan dengan kebijakan devidennya. Jadi, argumentasi “ketidakrelevanan” hanya berlaku jika keputusan investasi tidak dipengaruhi oleh keinginan manajemen untuk mempertahankan atau menaikkan dividen perusahaan.

2. Ukuran perusahaan.

Ukuran perusahaan adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecil perusahaan menurut berbagai cara, antara lain: total aktiva, *log*

size, nilai pasar saham, dan lain-lain. Pada dasarnya ukuran perusahaan hanya terbagi dalam 3 kategori, yaitu perusahaan besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium-size*) dan perusahaan kecil (*small firm*). Penentuan ukuran perusahaan ini didasarkan kepada total asset perusahaan (Machfoedz, 1994 dalam Suwito dan Herawaty, 2005).

Ukuran perusahaan menggambarkan besar kecilnya perusahaan. Besar kecilnya usaha tersebut ditinjau dari lapangan usaha yang dijalankan. Penentuan skala besar kecilnya perusahaan dapat ditentukan berdasarkan total penjualan, total assets, rata-rata tingkat penjualan (Seftianne, 2011). Perusahaan besar memiliki akses mudah memperoleh dana dari pasar modal, perusahaan besar juga memiliki kekuatan tawar menawar yang kuat dalam kontrak keuangan dan ada kemungkinan pengaruh skala dalam biaya dan return membuat perusahaan yang lebih besar dapat memperoleh lebih banyak laba (Sawir, 2004).

Perusahaan besar yang sudah *well-established* akan lebih mudah memperoleh modal di pasar modal dibanding dengan perusahaan kecil. Karena kemudahan akses tersebut berarti perusahaan besar memiliki fleksibilitas yang lebih besar pula (Sartono, 2001).

3. Pertumbuhan perusahaan.

Semakin cepat pertumbuhan perusahaan maka semakin besar kebutuhan dana untuk pembiayaan ekspansi. Semakin besar kebutuhan untuk pembiayaan mendatang maka semakin besar keinginan perusahaan untuk

menahan laba. Jadi perusahaan yang sedang tumbuh sebaiknya tidak membagikan laba sebagai dividen tetapi lebih baik digunakan untuk pembiayaan investasi. Potensi pertumbuhan ini dapat diukur dari besarnya biaya penelitian dan pengembangan. Semakin besar R & D *cost*-nya maka berarti ada prospek perusahaan untuk tumbuh (Sartono, 2001).

Perusahaan yang bertumbuh memerlukan banyak dana untuk investasi. Dana tersebut bisa bersumber dari internal perusahaan, misalnya laba yang digunakan untuk investasi, sehingga perusahaan bertumbuh biasanya tidak membagikan dividen. Karena investasi yang besar memerlukan banyak biaya, pendanaan yang bersifat internal bisa jadi tidak mencukupi kebutuhan biaya investasinya, maka diperlukan suatu pembiayaan eksternal. Pembiayaan eksternal tersebut bisa berupa saham dan utang (Restuti, 2012).

Berdasarkan teori siklus hidup perusahaan bahwa perusahaan akan mengalami evolusi. Evolusi ini melalui beberapa tahap, yaitu *growth*, *nature* dan *stagnant*. Dalam setiap tahap hidup perusahaan ada aktivitas yang berbeda yang berpengaruh pada kegiatan pendanaan aktivitas perusahaan. Tahap *growth* memperhatikan aliran kas yang terjadi di dalam perusahaan. Perusahaan banyak menggunakan dananya untuk investasi dalam mengembangkan dan mempertahankan pangsa pasar serta menguasai teknologi (Anthony dan Ramesh, 1992 dalam Restuti, 2012).

4. *Free cash flow*.

Laporan aliran kas meringkas aliran kas masuk dan keluar perusahaan untuk jangka waktu tertentu. Laporan kas diperlukan karena dalam beberapa situasi, laporan laba rugi tidak cukup akurat menggambarkan kondisi keuangan perusahaan. Laporan aliran kas memiliki tujuan untuk memberikan informasi mengenai penerimaan dan pembayaran kas perusahaan selama periode tertentu serta memberikan informasi mengenai efek kas dari kegiatan investasi, pendanaan dan operasi perusahaan selama periode tertentu. Item dalam laporan aliran kas dikelompokkan dalam aliran kas dari kegiatan operasional, aliran kas dari kegiatan investasi dan aliran kas dari kegiatan pendanaan (Hanafi, 2014).

Aliran kas bersih atau *net cash flow* merupakan penjumlahan dari *net income* ditambah *non-cash adjustment*. Aliran kas tidak dapat dipertahankan terus menerus terkecuali *fixed asset* yang telah didepresiasi diganti. Sehingga manajemen perusahaan tidak sepenuhnya bebas menggunakan aliran kas yang ada. Aliran kas bebas atau *free cash flow* adalah *cash flow* yang tersedia untuk dibagikan kepada para investor setelah perusahaan melakukan investasi pada *fixed assets* dan *working capital* yang diperlakukan untuk mempertahankan kelangsungan usahanya. Dengan kata lain *free cash flow* adalah kas yang tersedia di atas kebutuhan investasi *profitable*. *Free cash flow* ini sebenarnya merupakan hak pemegang saham (Sartono, 2001).

Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang dan dividen (White et al, 2003 dalam Rosdini, 2009).

Free cash flow sebagai kas perusahaan dapat didistribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap. *Free cash flow* menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi menyasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, *free cash flow* akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan dan yang tidak. *Free cash flow* juga mempunyai kandungan informasi dan sinyal untuk pemegang saham (Uyara dan Tausikal, 2003 dalam Rosdini 2009).

5. *Leverage*.

Leverage adalah penggunaan assets dan sumber dana oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap (beban tetap) dengan maksud agar meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham. *Leverage* menunjukkan proporsi atas penggunaan hutang untuk membiayai investasinya. Perusahaan yang tidak mempunyai *leverage* berarti menggunakan modal sendiri 100%. Rasio ini memfokuskan pada sisi kanan atau kewajiban perusahaan. Perusahaan menggunakan *operating* dan *financial leverage* dengan tujuan agar

keuntungan yang diperoleh lebih besar daripada biaya aset dan sumber dananya, dengan demikian akan meningkatkan keuntungan pemegang saham. Sebaliknya *leverage* juga meningkatkan variabilitas (resiko) keuntungan, karena jika perusahaan ternyata mendapatkan keuntungan yang lebih rendah dari biaya tetapnya maka penggunaan *leverage* akan menurunkan keuntungan pemegang saham (Sartono, 2001).

Leverage bisa digunakan untuk meningkatkan tingkat keuntungan yang diharapkan. *Leverage* dibedakan menjadi dua, yaitu *operating leverage* dan *financial leverage*. *Operating leverage* diartikan sebagai seberapa besar perusahaan menggunakan beban tetap operasional. Beban tetap operasional biasanya berasal dari biaya depresiasi, biaya produksi dan pemasaran yang bersifat tetap (misal gaji bulanan karyawan). Sedangkan *financial leverage* diartikan sebagai besarnya beban tetap keuangan yang digunakan oleh perusahaan. Beban tetap keuangan tersebut biasanya berasal dari pembayaran bunga untuk utang yang digunakan oleh perusahaan. *Leverage* keuangan berkaitan dengan struktur modal perusahaan. Perusahaan yang menggunakan beban tetap (bunga) yang tinggi berarti menggunakan utang yang tinggi (Hanafi, 2014).

6. Profitabilitas.

Rasio profitabilitas mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan memperoleh laba, baik dalam hubungannya dengan penjualan, assets maupun laba bagi modal sendiri (Sartono, 2001).

Rasio profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan (profitabilitas) pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu. Ada tiga rasio yang sering digunakan, yaitu *profit margin*, *return on asset* (ROA), dan *return on equity* (ROE). *Profit margin* menghitung sejauh mana kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih pada tingkat penjualan tertentu. *Profit margin* yang rendah menunjukkan ketidakefisienan manajemen. *Return on Asset* (ROA) mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan tingkat aset tertentu. ROA yang tinggi menunjukkan efisiensi dan efektivitas pengelolaan aset, yang berarti semakin baik. *Return on Equity* (ROE) mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan modal tertentu. ROE merupakan ukuran profitabilitas yang dilihat dari sudut pandang pemegang saham. ROE yang tinggi menunjukkan tingkat profitabilitas yang tinggi. ROE tidak memperhitungkan dividen maupun *capital gain* untuk pemegang saham, karena ROE bukan mengukur *return* yang diterima pemegang saham yang sebenarnya. ROE dipengaruhi oleh ROA dan tingkat penggunaan utang perusahaan (Hanafi, 2014).

7. Struktur kepemilikan.

Struktur kepemilikan adalah struktur kepemilikan saham, yaitu perbandingan jumlah saham yang dimiliki oleh orang dalam (*insider*) dengan jumlah saham yang dimiliki oleh investor. Atau dengan kata lain struktur kepemilikan saham adalah proporsi institusional dan kepemilikan manajemen

dalam kepemilikan saham perusahaan. Dalam kegiatannya suatu perusahaan diwakili oleh direksi (*agents*) yang ditunjuk oleh pemegang saham (*principals*) (Sugiarto, 2009).

Struktur kepemilikan merupakan pemisahan antara pemilik perusahaan dan manajer perusahaan. Pemilik atau pemegang saham adalah pihak yang menyertakan modal kedalam perusahaan, sedangkan manajer adalah pihak yang ditunjuk pemilik dan diberi kewenangan mengambil keputusan dalam mengelola perusahaan, dengan harapan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik (Sudana, 2011).

Struktur kepemilikan terbagi kedalam beberapa jenis. Adapun jenis-jenis struktur kepemilikan menurut Jensen and Meckling (1976) dapat dibedakan menjadi tiga, yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kepemilikan publik. Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh pihak institusi lain, yaitu kepemilikan oleh perusahaan atau lembaga lain. Kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk institusi seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain. Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan. Kepemilikan saham manajerial dapat mensejajarkan antara kepentingan pemegang saham dengan manajer, karena manajer ikut merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan manajer yang menanggung risiko apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Kepemilikan

publik merupakan presentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak luar (*outsider ownership*). Tujuan perusahaan, yaitu meningkatkan nilai perusahaan maka diperlukan pendanaan yang diperoleh baik melalui pendanaan internal maupun pendanaan eksternal. Sumber pendanaan eksternal diperoleh dari saham masyarakat (publik).

Investor institusional dikelompokkan menjadi dua kelompok berdasarkan *investment horizon* dan *fiduciary standards*. Berdasarkan *investment horizon*, institusional investor dibedakan menjadi 3; yaitu *dedicated investor*, *transient investor*, dan *quasi-indexer*. Sedangkan berdasarkan *fiduciary standards*, investor institusional dibedakan menjadi 4; yaitu bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dan dana pensiun. *Transient investor* (pemilik sementara) adalah investor yang lebih terfokus pada laba sekarang (*current earning*), sehingga perusahaan yang kepemilikannya lebih banyak dimiliki *transient investor*, manajer akan melakukan tindakan yang dapat menghasilkan laba jangka pendek. *Dedicated investor* dan *quasi indexer* lebih stabil karena mereka lebih fokus kepada pertumbuhan, investasi jangka panjang. *Dedicated investor* dicirikan dengan kepemilikan saham besar, investasi jangka panjang, melakukan portofolio dan menitikberatkan pada pertumbuhan perusahaan. *Dedicated investor* ada yang melakukan pengawasan terhadap manajer secara ketat dan ada yang tidak. *Quassy indexer* ditandai dengan memiliki investasi pada beberapa perusahaan, dan melakukan investasi jangka panjang, membeli dan menahan kepemilikan

yang dimiliki sebagai strategi portofolio. *Fiduciary standards* adalah investor yang dana investasinya merupakan pengalihan hak kepemilikan atas dasar kepercayaan dengan ketentuan tetap dalam penguasaan pemilik benda. *Fiduciary standards* terdiri dari bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi dan dana pensiun. Investor ini lebih berhati-hati dalam melakukan investasi karena menggunakan dana klien mereka, sehingga mereka lebih fokus kepada investasi jangka pendek. Perusahaan yang lebih besar melakukan investasi jangka pendek dirasa lebih aman daripada perusahaan yang lebih banyak melakukan investasi jangka panjang (Bushee, 2001).

B. Kajian empiris

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

| No | Judul | Variabel | Metodologi | hasil |
|----|---|--|--|---|
| 1 | Model Logistic Regression Dalam Penentuan Kebijakan Dividen Perusahaan Di Indonesia (Agung Satmoko, Sudarman, 2012) | Dependen : Probabilitas pembayaran dividen (variabel dummy) Independen: -size of firm -public ownership -free cash flow -profitabilitas (ROE) -leverage (DER) -growth of sales | Objek : seluruh perusahaan yang listing di BEI, di luar Sektor Keuangan alat : regresi logistik | -size of firm positif signifikan -public ownership negatif signifikan -free cash flow positif tidak signifikan -ROE positif signifikan -DER positif signifikan Growth positif tidak signifikan |
| 2 | Mengapa Perusahaan | Dependen : Pembayaran | Objek : Perusahaan | -leverage tidak signifikan |

| | | | | |
|---|---|---|--|--|
| | Membayar Dividen? (Novi S. Budiarmo, 2014) | dividen (Variabel dummy) Independen : -leverage -profitabilitas -ukuran perusahaan -current rasio | terdaftar di BEI Teknik sampling : purposive sampling alat : regresi logistik binary | -profitabilitas berpengaruh positif -ukuran perusahaan berpengaruh positif -current rasio tidak signifikan |
| 3 | Determinan kebijakan dividen perusahaan : pengujian terhadap teori siklus hidup (Dwi Ratmono, Devi Indriyani, 2015) | Dependen : Kebijakan dividen (variabel dummy) Independen : -RETA -Leverage Control : TETA, size, profitabilitas, growth, cash balance | Objek : Seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI Teknik sampling : Purposive sampling Alat : Regresi logistik | -RETA berpengaruh positif -leverage tidak berpengaruh |
| 4 | Prediksi Arus Kas Bebas, Kebijakan Hutang, dan Profitabilitas terhadap Kemungkinan Dibayarkannya Dividen (Bram Hadiano, Herlina, 2010) | Dependen : Kebijakan dividen (variabel dummy) Independen : - arus kas bebas - rasio hutang - profitabilitas | Objek : Indeks Kompas 100 pada tahun 2007 Alat : Regresi logistik | - arus kas bebas tidak signifikan - rasio hutang berpengaruh positif - Profitabilitas berpengaruh positif |
| 5 | Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di bursa efek indonesia | Dependen : Kebijakan dividen (DPR) Independen : -pertumbuhan -risiko pasar | Objek : sektor industri barang konsumsi pada periode 2008-2011 | -pertumbuhan berpengaruh negatif -risiko pasar berpengaruh negatif -profitabilitas |

| | | | | |
|---|---|--|--|---|
| | pada sektor industri barang konsumsi periode 2008-2011 (Junaedi Jauwanto Halim, 2014) | -profitabilitas -IOS | teknik sampling : purposive sampling alat : regresi linear berganda | berpengaruh positif -IOS berpengaruh negatif |
| 6 | Pengaruh investment opportunity set, kebijakan hutang Dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen pada Perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek Indonesia (bei) (Dithi Amanda Putri, 2013) | Dependen : Kebijaka dividen (DPR) Independen : -IOS -kebijakan hutang -ukuran perusahaan | Objek : perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2011 Teknik sampling : Purposive sampling Alat : Regresi linear berganda | -IOS berpengaruh positif signifikan -kebijakan hutang berpengaruh negatif signifikan -ukuran perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan |
| 7 | Pengaruh likuiditas, leverage, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di bei (Komang Ayu Novita Sari, Luh Komang Sudjarni, 2015) | Dependen : Kebijakan dividen Independen : -likuiditas -leverage -pertumbuhan -profitabilitas | Objek : perusahaan manufaktur yang tercatat aktif di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2010 hingga 2013 teknik sampling : purposive sampling alat : regresi linear berganda | -Likuiditas berpengaruh positif -leverage berpengaruh negatif -growth berpengaruh negatif tidak signifikan -profitabilitas berpengaruh positif |
| 8 | Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi | Dependen : Kebijakan dividen (DPR) | Objek : Perusahaan manufaktur | -profitabilitas berpengaruh negatif tidak |

| | | | | |
|----|---|---|---|--|
| | kebijakan dividen sector manufaktur yang terdaftar di PT Bursa Efek Indonesia periode 2007-2011 (Ita Lopolusi, 2013) | Independen : -profitabilitas -ukuran perusahaan -hutang -pertumbuhan -free cash flow | Alat : Regresi linear berganda | signifikan -likuiditas berpengaruh negatif tidak signifikan -ukuran perusahaan berpengaruh negatif tidak signifikan -hutang berpengaruh negatif tidak signifikan -pertumbuhan berpengaruh negatif tidak signifikan -free cash flow berpengaruh negatif tidak signifikan |
| 9 | Pengaruh earning per share, debt to equity ratio, return on Investment, price book value, dan total assets turn over Terhadap kebijakan dividen (Safina Syabani Aisyah, 2015) | Dependen : Kebijakan dividen (DPR) Independen : -EPS -DER -ROI -PBV -TATO | Objek : Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Alat : Regresi linear berganda | Semua variabel independen berpengaruh positif |
| 10 | Kinerja keuangan pengaruhnya terhadap kebijakan dividen pada perusahaan bumh di bursa efek Indonesia (Nining Dwi Rahmawati, | Dependen : Kebijakan dividen (DPR) Independen : -TATO -NPM -ROI -DER | Objek : perusahaan bumh di bursa efek Indonesia teknik sampling : purposive sampling | -TATO negatif signifikan -NPM negatif signifikan -ROI tidak signifikan -DER negatif signifikan |

| | | | | |
|----|--|--|--|--|
| | Ivonne S. Saerang, Paulina Van Rate, 2014) | | Alat : regresi linear berganda | |
| 11 | Kebijakan Hutang, Struktur Kepemilikan Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Food And Beverage Di Bursa Efek Indonesia (Resky D.V. Bansaleng, Parengkuan Tommy, Ivonne S. Saerang, 2014) | Dependen : Kebijakan dividen Independen : -kebijakan hutang -struktur kepemilikan -profitabilitas | Objek : Perusahaan Food And Beverage Di Bursa Efek Indonesia Teknik sampling : Non probability sampling | -Kebijakan hutang negatif signifikan -struktur kepemilikan negatif tidak signifikan -profitabilitas positif signifikan |
| 12 | Determinants of Dividend Payout of Financial Firms and Non-Financial Firms in Ghana (Eliasu NUHU, Abubakar MUSAH, Damankah Basil SENYO, 2014) | Dependen : Kebijakan dividen (DPR) Independen : -profitabilitas -IOS -pajak -leverage -board size | Objek : Perusahaan keuangan dan non keuangan di Ghana Alat : Ordinary least square | -profitabilitas positif signifikan -IOS positif tidak signifikan -pajak negatif signifikan -leverage negatif signifikan -board size positif signifikan |
| 13 | Factors Influencing Corporate Dividend Payout Decisions of Financial and Non-Financial Firms (Fakhra Malik, 2013) | Dependen : Kebijakan dividen Independen : -profitabilitas -likuiditas -leverage -growth -size -EPS | Objek : Perusahaan keuangan dan non keuangan Alat : Panel OLS regression | -Profitabilitas positif -Likuiditas positif -leverage negatif -growth negatif -size positif -EPS positif |

| | | | | |
|----|--|--|--|--|
| 14 | Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen (Sisca Christianty Dewi, 2008) | <p>Dependen : Kebijakan dividen</p> <p>Independen : -kepemilikan manajerial -kepemilikan institusional -kebijakan hutang -profitabilitas -size</p> | Alat : Regresi linear berganda | <p>-Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif</p> <p>-Kepemilikan institusional berpengaruh negatif</p> <p>-Kebijakan hutang berpengaruh negatif</p> <p>-Profitabilitas berpengaruh negatif</p> <p>-Ukuran perusahaan berpengaruh positif</p> |
| 15 | Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Policy (Dini Rosdini, 2009) | <p>Dependen : Kebijakan dividen</p> <p>Independen : Free cash flow</p> | Alat : Regresi linear sederhana | Free cash flow berpengaruh positif |
| 16 | Investment Opportunity Set Dan Free Cash Flow Pada Tingkat Pembayaran Dividen Perusahaan Manufaktur (Dwi Aristantia, I Made Pande Dwiana Putra, 2015) | <p>Dependen : Kebijakan dividen</p> <p>Independen : -IOS -free cash flow</p> | <p>Objek : Perusahaan manufaktur</p> <p>Teknik sampling : Non probability sampling</p> <p>Alat : Regresi linear berganda</p> | <p>-IOS tidak berpengaruh</p> <p>-free cash flow berpengaruh positif</p> |
| 17 | Pengaruh Struktur Modal, Struktur | Dependen : Kebijakan pembayaran | Objek : Perusahaan manufaktur | -struktur modal berpengaruh negatif signifikan |

| | | | | |
|--|---|---|--|--|
| | <p>Kepemilikan, Dan Rofitabilitas Terhadap Kebijakan Pembayaran Dividen Dengan Free Cash Flow Sebagai Variabel Intervening (Yonas Meti, 2015)</p> | <p>dividen</p> <p>Independen : Struktur modal Struktur kepemilikan Profitabilitas</p> <p>Intervening Free cash flow</p> | <p>Teknik sampling : Purposive sampling</p> <p>Alat : Analisis jalur</p> | <p>DPR</p> <ul style="list-style-type: none"> -struktur modal tidak berpengaruh terhadap free cash flow -struktur kepemilikan berpengaruh negatif terhadap DPR -struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap free cash flow -profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen -profitabilitas tidak berpengaruh terhadap free cash flow -Free Cash Flow Sebagai Variabel Intervening Antara struktur modal Dengan DPR tidak memediasi -Free Cash Flow Sebagai Variabel Intervening Antara struktur kepemilikan Dengan DPR tidak memediasi -Free Cash Flow Sebagai Variabel Intervening Antara profitabilitas |
|--|---|---|--|--|

| | | | | |
|--|--|--|--|--|
| | | | | Dengan DPR tidak memediasi -Free Cash Flow Berpengaruh Positif Signifikan Terhadap DPR |
|--|--|--|--|--|

Sumber : Penelitian Terdahulu

C. Hipotesis Penelitian

1. Ukuran Perusahaan.

Perusahaan besar memiliki aset yang besar pula, sehingga ketika perusahaan memiliki aset yang tinggi, perusahaan akan cenderung membagikan dividen. Selain itu perusahaan besar juga memiliki kemudahan akses memperoleh hutang, karena perusahaan memiliki jaminan yang besar, yaitu dari aset yang dimiliki. Dari aset yang dimiliki, perusahaan juga mampu memperoleh laba yang tinggi dan membagikan laba yang diperoleh dalam dividen bentuk dividen. Pembagian dividen juga dapat mengurangi agency cost yang timbul karena agency problem dari ketidakpastian penggunaan aset yang dimiliki. Masalah keagenan atau *agency problem* terjadi antara manajer dan pemegang saham, dimana tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, tetapi kenyataannya tidak jarang manajer memiliki tujuan yang bertentangan dengan tujuan tersebut dengan melakukan ekspansi atau membeli perusahaan lain untuk memakmurkan perusahaan yang tidak selalu konsisten dengan tujuan memakmurkan pemegang saham (Sartono, 2001). Terjadinya *agency problem*

dapat menimbulkan biaya keagenan atau *agency cost*. *Agency cost* tersebut terdiri dari biaya untuk memonitor manajer dan biaya untuk mengimplementasikan alat kontrol terhadap manajer. Investor akan menyewa seorang agen sebagai perwakilan dari mereka untuk melakukan pengawasan terhadap manajer (Hanafi, 2014). Perusahaan besar juga cenderung menghasilkan laba yang besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Besar kecilnya perusahaan dapat dilihat dari total aset yang dimiliki atau bisa juga dilihat dari total penjualannya (Seftianne, 2011). Perusahaan besar memiliki aset yang besar dan tingkat penjualan yang tinggi, sehingga perusahaan besar mampu menghasilkan laba yang lebih besar dibanding perusahaan kecil. Untuk mengurangi *agency problem* yang terjadi perusahaan besar akan meningkatkan kemungkinannya untuk membayarkan dividen kepada pemegang saham.

Hasil penelitian dari Agung Satmoko dan Sudarman (2012), menunjukkan hasil ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap probabilitas pembayaran dividen. Perusahaan besar cenderung meningkatkan pembayaran dividen untuk mengurangi masalah keagenan dan biaya keagenan. Perusahaan besar juga mudah mendapatkan dana eksternal dari akses pasar modal. Penelitian lain yang sejalan dengan penelitian Agung Satmoko dan Sudarman (2012), penelitian dari Novi S. Budiarmo (2014), penelitian dari Fakhra Malik (2013) dan penelitian dari Sisca C.D. (2008) menunjukkan hasil ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap

kebijakan dividen. Semakin besar ukuran perusahaan maka akan menaikkan kebijakan membayar dividen.

H1 = Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan membayar dividen

2. Pertumbuhan Perusahaan.

Tingkat pertumbuhan dilihat dari pertumbuhan penjualannya, karena penjualan merupakan aktivitas yang dilakukan perusahaan untuk memperoleh laba. Apabila perbandingan pertumbuhan periode dasar lebih tinggi dibandingkan dengan periode sebelumnya, maka dapat dikatakan perusahaan mengalami pertumbuhan. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, semakin tinggi pula kebutuhan dana yang diperlukan perusahaan untuk membiayai investasi perusahaan agar perusahaan semakin tumbuh. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi akan cenderung menggunakan laba yang diperoleh untuk membiayai investasi yang dianggap memiliki *net present value* positif ketimbang membagikan laba yang diperoleh kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Sehingga perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan memiliki kemungkinan kecil untuk membayar dividen. Hal ini sejalan dengan teori residual, dimana perusahaan menetapkan kebijakan pembayaran dividen setelah semua investasi yang menguntungkan dibiayai, atau dengan kata lain, dividen yang

dibayarkan merupakan sisa setelah semua usulan investasi yang menguntungkan habis dibiayai.

Penelitian dari Komang Ayu dan Luh Komang Sudjarni (2015) menunjukkan hasil pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan lebih senang menahan labanya untuk membiayai aset perusahaan daripada membagikannya kepada investor dalam bentuk dividen. Hasil penelitian dari Fakhra Malik (2013) yang menunjukkan hasil pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

H2 = pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan membayar dividen

3. *Free Cash Flow.*

Semakin tinggi *free cash flow* semakin tinggi pula dividen yang dibayarkan untuk memberikan sinyal positif terhadap pemegang saham dan mengurangi *agency cost* karena *agency problem*. Pembayaran dividen akan mengurangi ketidakpastian dari *free cash flow*. Dengan membagikan *free cash flow* kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, manajer tidak akan menggunakannya untuk investasi yang belum pasti bahkan cenderung merugikan para pemegang saham.

Penelitian dari Dini Rosdini (2009) menunjukkan hasil *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Untuk menghindari terjadinya *overinvestment (free cash flow problem)*, manajer akan membagikan kas bebas dalam bentuk dividen. Selain itu membayar dividen juga dilakukan guna memberikan sinyal positif kepada investor. Hasil penelitian dari Dwi Aristantia dan I Made Pande Dwiana (2015) menunjukkan hasil *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. *Free cash flow* yang besar akan mendapat tekanan dari investor untuk membagikannya dalam bentuk dividen, agar *free cash flow* yang dimiliki tidak digunakan perusahaan untuk kebijakan yang dapat merugikan investor.

H3 = *Free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan membayar dividen

4. Leverage.

Perusahaan yang memiliki utang memiliki risiko yang besar dari hutang yang dimiliki dan bunga dari hutang tersebut. Perusahaan yang memiliki hutang lebih mengutamakan menggunakan laba yang diperoleh untuk membayar hutangnya daripada membagikannya kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Sehingga pada perusahaan yang memiliki hutang yang tinggi akan mempengaruhi pendapatannya untuk membayar hutang dan bunganya dan berdampak pada pengurangan laba yang

akan dibagikan kepada pemegang saham. Sehingga perusahaan yang memiliki utang yang tinggi, semakin kecil kemungkinan perusahaan akan membayarkan dividen.

Penelitian dari Dithi Amanda (2013) menunjukkan hasil leverage berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Semakin tinggi utang maka perusahaan akan membayar dividen rendah karena perusahaan cenderung menahan laba yang diperoleh sebagai cadangan untuk melunasi kewajibannya. Selain itu makin besar utang akan menyebabkan bunga yang ditanggung perusahaan semakin tinggi, sehingga dapat mengurangi tingkat keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham. Hasil penelitian dari Dithi Amanda (2013) sejalan dengan penelitian dari Komang Ayu dan Luh Komang S. (2015) menunjukkan hasil leverage berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Tingginya kewajiban membayar hutang yang harus dibayarkan akan mengurangi laba yang didapat perusahaan untuk membayar kewajibannya, tentunya akan berdampak pada pembagian dividen.

H4 = leverage berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan membayar dividen

5. Profitabilitas.

Profitabilitas mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan memperoleh laba, meningkatnya profitabilitas menunjukkan kinerja keuangan

yang baik pada suatu perusahaan yang dicerminkan dari tingginya tingkat profitabilitas perusahaan. Perusahaan akan mensinyalkan hal tersebut kepada investor dengan cara membagikan laba yang diperoleh dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham untuk memberikan sinyal meningkatnya kinerja keuangan perusahaan dan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa yang akan datang. Sehingga semakin tinggi profitabilitas, semakin besar kemungkinan perusahaan membayar dividen.

Penelitian dari Agung Satmoko dan Sudarman (2012), Novi S. Budiarmo (2014), Bram Hadianto dan Herlina (2015) serta penelitian dari Safina Syabari (2015) menunjukkan hasil profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Meningkatnya profitabilitas akan meningkatkan pembayaran dividen.

H5 = Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan membayar dividen

6. Struktur Kepemilikan.

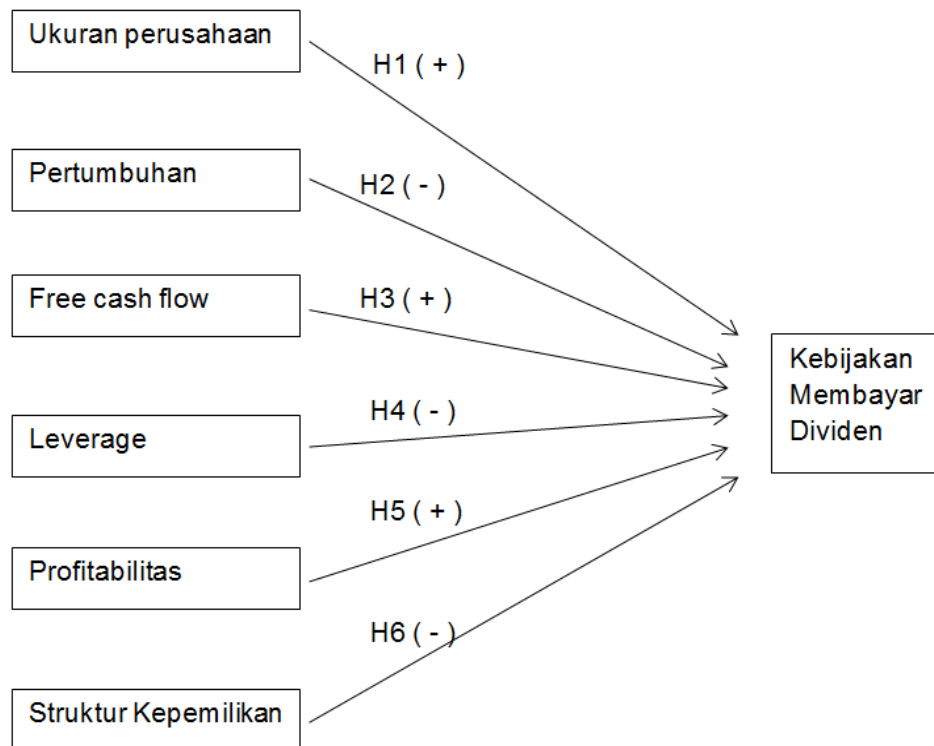
Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat control eksternal terhadap perusahaan, sehingga pengawasan terhadap keputusan manajer akan semakin kuat. Perusahaan yang terdapat kepemilikan institusional *dedicated*, investor *dedicated* akan melakukan pengawasan terhadap manajer untuk menggunakan laba yang diperoleh untuk membiayai

investasi jangka panjang, karena kepemilikan *institutional dedicated* lebih berfokus pada investasi jangka panjang dan pertumbuhan perusahaan jangka panjang. Perusahaan dengan kepemilikan *institutional dedicated* memiliki kemungkinan kecil dalam membayarkan dividen. Semakin tinggi kepemilikan *institutional*, semakin rendah kemungkinan dibayarkannya dividen.

Penelitian dari Nusrat Huda dan Mohammad Nayeem Abdullah (2013) menunjukkan hasil struktur kepemilikan *institutional* yang tinggi perusahaan cenderung membagi dividen rendah. Sejalan dengan penelitian tersebut, penelitian dari Sisca Christianty Dewi (2008) menunjukkan hasil struktur kepemilikan *institutional* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap probabilitas pembayaran dividen. Semakin tinggi kepemilikan *institutional* maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan sehingga mengurangi kos keagenan dan perusahaan akan cenderung memberikan dividen yang rendah.

H6 = struktur kepemilikan *institutional* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan membayar dividen

D. Model Penelitian



Gambar 2.1.
Model Penelitian