

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan menjelaskan hubungan antara pemegang saham sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen. Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan hubungan keagenan antara pemegang saham dan manajer sebagai suatu kontrak dimana satu atau lebih prinsipal memerintah agen untuk melakukan suatu kegiatan atas nama prinsipal serta memberi wewenang kepada agen untuk membuat keputusan yang menguntungkan bagi prinsipal. Jika kedua pihak tersebut memiliki kepentingan dan tujuan yang sama, maka agen akan cenderung bertindak sesuai dengan kehendak prinsipal. Namun kenyataannya, agen atau manajer cenderung memiliki kepentingan yang berbeda. Adanya perbedaan kepentingan tersebut akan memunculkan dua permasalahan inti antara pihak yang bersangkutan, yaitu: (a) terjadinya asimetri informasi, dimana sebagai pengelola perusahaan, manajer memiliki lebih banyak informasi internal dan bagaimana prospek perusahaan di masa yang akan datang; (b) terjadinya konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer perusahaan. Pemegang saham menginginkan bertambahnya kemakmuran mereka yaitu dengan menerima *return* yang tinggi atas investasinya, sedangkan manajer tentunya

mengharapkan adanya kesejahteraan bagi para manajer (Ishaq dan Asyik, 2015).

Menurut Eisenhardt dalam Sam'ani (2008), teori keagenan menggunakan tiga asumsi sifat manusia sebagai dasar yaitu: (1) manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*); (2) manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi di masa yang akan datang (*bounded rationality*); dan (3) manusia selalu berusaha menghindari resiko (*risk averse*). Berdasarkan tiga asumsi tersebut, maka manajer akan cenderung bertindak *opportunistic*, yaitu suatu tindakan yang lebih mengutamakan kepentingan pribadinya. Tindakan *opportunistic* tersebut akan menimbulkan masalah keagenan (*agency problem*). Masalah keagenan yang timbul umumnya akan terjadi apabila manajer memiliki proporsi atas saham kepemilikan perusahaan dibawah 100%, sehingga manajer akan bertindak untuk mengejar kepentingan diri sendiri dan tanpa memperhatikan nilai pengambilan keputusan pendanaan. Perilaku tersebut nantinya akan memicu munculnya biaya keagenan (*agency cost*). Biaya keagenan adalah besarnya biaya yang akan dikeluarkan oleh prinsipal dalam rangka melakukan pengawasan terhadap agen.

Pradana dan Sanjaya (2014) menyebutkan bahwa munculnya biaya keagenan dapat diminimalisir dengan melakukan pembagian dividen kepada pemegang saham, sehingga perusahaan tidak memiliki dana yang berlebih dan tidak akan disalahgunakan oleh berbagai pihak internal yang tidak bertanggungjawab. Dengan demikian, selain sebagai sarana

perusahaan untuk meyakinkan investor agar berinvestasi kembali pada perusahaannya, pembayaran dividen dapat digunakan sebagai suatu alat pengawasan pemegang saham terhadap pihak manajemen perusahaan.

Keputusan pembayaran dividen merupakan keputusan yang sangat penting, karena dalam proses ini, perusahaan senantiasa mengambil keputusan mengenai apakah perusahaan akan membagikan laba yang dihasilkan kepada pemegang saham atau akan menahan laba tersebut untuk kegiatan re-investasi dalam perusahaan. Faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya jumlah dividen yang dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham adalah (1) posisi solvabilitas perusahaan, (2) posisi likuiditas, (3) kebutuhan untuk melunasi hutang, (4) rencana perluasan, (5) kesempatan investasi, (6) stabilitas pendapatan, dan (7) pengawasan terhadap perusahaan (Rosdini, 2009).

2. Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Teori sinyal menjelaskan tentang bagaimana seharusnya suatu perusahaan memberikan sebuah sinyal kepada pihak prinsipal. Sinyal tersebut merupakan suatu tindakan yang dilakukan oleh perusahaan untuk memberikan sebuah petunjuk bagi investor mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang. Teori ini juga menyebutkan bahwa alasan kuat bagi manajer untuk memberikan sinyal berupa informasi terkait prospek perusahaan adalah adanya asimetri informasi yang dimiliki oleh manajer dan prinsipal. Pihak manajer atau agen selaku pengelola perusahaan

cenderung memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan dengan pihak prinsipal. Oleh karena itu, untuk meminimalisir terjadinya asimetri informasi tersebut, manajer atau agen akan menggunakan dividen sebagai sinyal yang menandakan kinerja perusahaan kepada prinsipal atau pemegang saham. Prinsipal juga mengartikan dividen sebagai suatu sinyal positif yang menggambarkan kinerja perusahaan (Santoso, 2012).

3. Teori *Pecking Order* (*Pecking Order Theory*)

Teori *Pecking Order* menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki profit tinggi cenderung untuk membagikan dividen relatif rendah. Hal ini dikarenakan dana tersebut akan dijadikan laba ditahan guna membiayai proyek-proyek investasi yang menguntungkan. Teori ini menjelaskan bahwa pendanaan internal berada di urutan pertama dan lebih diutamakan oleh pihak manajemen dibandingkan dengan pendanaan eksternal. Alasan mengapa pihak manajemen perusahaan lebih mengutamakan pendanaan internal adalah karena sumber pendanaan ini cenderung tidak menimbulkan biaya bunga dan biaya transaksi sehingga dianggap lebih murah dibandingkan dengan pendanaan eksternal (Santoso, 2012).

4. Kebijakan Dividen

Dividen merupakan hak yang dimiliki oleh pemegang saham untuk mendapatkan bagian dari keuntungan yang diperoleh perusahaan selama periode tertentu. Girman dalam Rosdini (2009) mendefinisikan dividen kas

sebagai suatu penilaian investor atas investasi saham. Karena laba ditahan merupakan salah satu sumber pendanaan internal, maka keputusan pembayaran dividen dapat mempengaruhi kebutuhan pendanaan eksternal perusahaan. Dengan demikian, semakin besar dividen kas yang dibayarkan perusahaan, maka kebutuhan pendanaan eksternal yang dibutuhkan melalui hutang atau penjualan saham akan semakin meningkat. Sedangkan menurut Hermuningsih (2007), dividen adalah proporsi yang diperoleh dari keuntungan perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham, baik itu secara berkala dalam bentuk uang, dividen saham, dan dividen ekstra. Dividen ekstra dibayarkan sebagai tambahan pembayaran dividen pemegang saham oleh perusahaan yang menganut kebijakan kecil yang teratur. Hal ini dilakukan karena perusahaan memiliki kelebihan harga yang diperoleh daripada yang diprediksikan.

Kebijakan dividen adalah suatu keputusan yang dibuat oleh perusahaan berkaitan dengan proporsi laba perusahaan yang akan didistribusikan sebagai dividen kepada pemegang saham. Menurut Hermuningsih (2007), kebijakan dividen adalah keputusan manajemen terkait dengan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham atau ditahan sebagai laba ditahan untuk membiayai investasi di masa yang akan datang. Jumlah sumber pendanaan internal perusahaan otomatis akan berkurang apabila perusahaan memilih untuk membagikan dividen. Sebaliknya, sumber pendanaan internal perusahaan akan meningkat jika perusahaan lebih memilih untuk menahan labanya.

Dalam Brigham dan Houston (2006) terdapat beberapa teori yang berkaitan dengan kebijakan dividen, yaitu:

1) Teori Irelevansi Dividen (*Dividend Irrelevancy Theory*)

Dalam teori ini dijelaskan bahwa kebijakan dividen tidak ada kaitannya dengan nilai perusahaan atau biaya modal perusahaan, maka disebut irelevan. Nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba (profitabilitas) dan risiko bisnisnya. Dengan kata lain, nilai perusahaan hanya akan bergantung pada laba yang dihasilkan oleh aktiva-aktiva perusahaan, bukan pada keputusan perusahaan mengenai bagaimana laba tersebut akan dibagikan sebagai dividen atau laba ditahan (Hidayati dan Retnani, 2015).

2) Teori Burung di Tangan (*Bird in The Hand Theory*)

Teori ini menyebutkan bahwa burung di tangan lebih berharga dibandingkan seribu burung di udara (*bird in the hand*). Menurut Gordon dan Lintner dalam Brigham dan Houston (2006), nilai dari sebuah perusahaan akan dapat dimaksimalkan dengan menetapkan pembayaran dividen yang tinggi, karena investor lebih menyukai untuk menerima dividen dibandingkan dengan *capital gain*. Teori ini menjelaskan bahwa investor lebih menyukai pembayaran dividen yang tinggi, karena mereka beranggapan bahwa tingginya perolehan dividen saat ini cenderung memiliki risiko yang lebih kecil daripada *capital gain* di masa yang akan datang.

3) *Tax Preference Theory*

Teori ini beranggapan bahwa jika dilihat dari sudut pandang pajak, maka investor lebih menghendaki pembayaran dividen yang rendah. Hal ini terjadi apabila terdapat perbedaan tarif pajak antara dividen dan *capital gain*. *Capital gain* cenderung memiliki tarif pajak yang lebih rendah dibandingkan dengan dividen. Oleh karena itu, investor akan memilih *capital gain* daripada dividen dengan tujuan untuk menghindari tarif pajak yang tinggi.

5. Profitabilitas

Profitabilitas adalah hasil yang diperoleh dari serangkaian kegiatan operasional perusahaan yang telah ditetapkan. Profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba di masa yang akan datang (Mardiyati dkk., 2014). Profitabilitas juga dianggap sebagai sebuah indikator keberhasilan atas operasional perusahaan dalam menghasilkan laba dengan tidak mengorbankan kepentingan konsumen dan masih mengutamakan tingkat keefektifan pengelolaan perusahaan dalam melaksanakan proses operasional tersebut. Profitabilitas diproksikan menggunakan *Return On Assets* (ROA) yang menggambarkan kemampuan setiap aktiva yang dimiliki oleh perusahaan untuk dapat menghasilkan laba yang maksimal. Menurut Mardiyati dkk. (2014), dengan diperolehnya profitabilitas yang tinggi, maka perusahaan akan mampu menarik minat

investor untuk menanamkan modalnya, dengan harapan bahwa investor akan memperoleh tingkat pengembalian yang tinggi, yaitu berupa dividen.

6. *Free Cash Flow*

Free cash flow (aliran kas bebas) merupakan gambaran kondisi keuangan perusahaan. Jensen dalam Rosdini (2009) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas bebas setelah seluruh proyek operasional yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif telah dilaksanakan. *Free cash flow* yang tinggi menandakan bahwa perusahaan memiliki kas yang cukup untuk melakukan pertumbuhan, membayar hutang, dan membagikan keuntungan kepada pemegang saham, baik berupa dividen maupun *capital gain*. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi dianggap sebagai perusahaan yang sehat dan dianggap memiliki kinerja yang lebih baik serta bisa lebih *survive* dalam situasi yang buruk dibandingkan dengan perusahaan lain. Sedangkan perusahaan yang memiliki *free cash flow* rendah atau bahkan negatif menandakan bahwa sumber internal tidak mampu memenuhi kebutuhan investasi perusahaan sehingga diperlukan tambahan dana eksternal yang berupa hutang maupun penerbitan saham baru (Rosdini, 2009).

7. *Investment Opportunity Set*

Secara umum, *Investment Opportunity Set* (IOS) diartikan sebagai gambaran tentang luasnya peluang investasi suatu perusahaan yang masih

bergantung pada pilihan pembiayaan yang akan dikeluarkan manajer di masa depan. IOS juga dianggap sebagai suatu indikator bagi investor untuk mengetahui bagaimana tingkat pertumbuhan suatu perusahaan (Sumarni dkk., 2014). Pradana dan Sanjaya (2014) menduga bahwa perusahaan yang memiliki IOS yang tinggi termasuk dalam perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan yang pesat, dimana hal tersebut akan diikuti oleh penurunan pembayaran dividen tunai. Perusahaan kemudian akan cenderung untuk menggunakan dana yang bersumber internal dibandingkan dengan sumber eksternal (penerbitan saham atau obligasi) dalam hal peningkatan pertumbuhan perusahaan.

8. *Leverage*

Leverage merupakan suatu rasio keuangan yang menunjukkan penggunaan utang untuk membiayai investasi atas modal yang dimiliki. *Leverage* suatu perusahaan menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengakses pasar modal yang diwujudkan melalui kemampuan berhutang. Menurut Nuringsih (2005), perusahaan akan memanfaatkan dana eksternal atau hutang apabila mengalami keterbatasan dana maupun laba ditahan. Tingkat *leverage* yang semakin meningkat merupakan suatu sinyal bahwa perusahaan mempunyai akses yang baik terhadap pasar keuangan. Namun, apabila perusahaan terlalu besar menggunakan hutang, maka akan mengakibatkan *financial distress* atau kebangkrutan. Hal ini akan berdampak pada tingkat pembayaran dividen kepada pemegang saham

karena perusahaan akan mengutamakan untuk memenuhi kewajiban membayar hutang.

9. Sales Growth

Sales growth merupakan rasio yang menunjukkan pertumbuhan penjualan perusahaan. Menurut Dramawan (2015), pertumbuhan penjualan merupakan ukuran besarnya pendapatan per saham perusahaan. Pertumbuhan penjualan juga menggambarkan tingkat pertumbuhan suatu perusahaan dalam periode tertentu yang kemudian dianggap sebagai perkembangan perusahaan. Jumlah dana yang dibutuhkan perusahaan untuk melakukan kegiatan operasi dan investasi akan sangat bergantung pada besarnya jumlah pertumbuhan penjualan perusahaan tersebut. Perusahaan cenderung akan membayarkan dividen pada tingkat yang lebih rendah atau bahkan tidak sama sekali jika perusahaan lebih fokus untuk melakukan pertumbuhan dan perkembangan usahanya karena kebutuhan dana akan semakin meningkat (Mardiyati dkk., 2014).

B. Hasil Penelitian Terdahulu

Di Indonesia, penelitian yang menguji pengaruh profitabilitas, *free cash flow*, *investment opportunity set*, *leverage*, dan *sales growth* terhadap kebijakan dividen telah banyak dilakukan. Suharli (2006) melakukan penelitian mengenai pengaruh profitabilitas, *leverage*, dan harga saham terhadap dividen tunai. Penelitian tersebut menunjukkan hasil bahwa profitabilitas dan harga saham

memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap dividen tunai sedangkan *leverage* tidak. Rosdini (2009) melakukan penelitian mengenai pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend policy*, dengan hasil yang menunjukkan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap *dividend policy*. Arilaha (2009) menguji pengaruh *free cash flow*, profitabilitas, likuiditas, dan *leverage* terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa hanya profitabilitas yang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, sedangkan *free cash flow*, likuiditas, dan *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Marpaung dan Hadiano (2009) meneliti pengaruh profitailitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian menyebutkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif, kesempatan investasi yang diprosikan oleh rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) berpengaruh positif, sedangkan proksi lain dari kesempatan investasi yaitu pertumbuhan penjualan terbukti tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Mulyono (2009) melakukan penelitian mengenai pengaruh *debt to equity ratio*, *insider ownership*, *size* dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen, yang menunjukkan hasil *debt to equity ratio* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, *invetsment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, sedangkan *debt to equity ratio* dan *insider ownership* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Sulistiyowati dkk. (2010) melakukan penelitian mengenai pengaruh profitabilitas, *leverage*, dan *growth* terhadap kebijakan dividen dengan *good*

corporate governance sebagai variabel intervening. Penelitian tersebut menunjukkan hasil bahwa profitabilitas, *leverage*, dan *growth* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen. Pribadi dan Sampurno (2012) meneliti pengaruh *cash position*, *firm size*, *growth opportunity*, *ownership*, dan *return on assets* terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian tersebut menunjukkan hasil variabel *ownership* dan *return on assets* berpengaruh positif signifikan, variabel *cash position* dan *firm size* berpengaruh negatif signifikan, sedangkan variabel *growth opportunity* tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Pradana dan Sanjaya (2014) melakukan penelitian mengenai pengaruh profitabilitas, *free cash flow*, dan *investment opportunity set* terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Dalam penelitiannya, peneliti menemukan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh secara positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*, sedangkan variabel *free cash flow* dan *investment opportunity set* tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Adnan dkk. (2014) meneliti pengaruh profitabilitas, *leverage*, *growth*, dan *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio* dengan mempertimbangkan *corporate governance* sebagai variabel intervening. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa variabel *leverage*, *growth*, dan *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio* sedangkan profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Mardiyati dkk. (2014) meneliti pengaruh *free cash flow*, *return on assets*, *total assets turnover*, dan *sales growth* terhadap *dividend payout ratio*. Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa *free cash flow*, *return on assets*, dan *total assets turnover* berpengaruh secara negatif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Sementara *sales growth* dibuktikan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Sari dan Surdjani (2015) meneliti pengaruh likuiditas, *leverage*, pertumbuhan perusahaan, dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Hasil dari penelitian tersebut menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, *leverage* dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan, sedangkan profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Muhammadinah dan Jamil (2015) meneliti mengenai pengaruh *current ratio*, *debt to equity ratio*, *total assets turnover*, dan *return on assets* terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan sektor barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa *current ratio* dan *debt to equity ratio* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Sementara *total assets turnover* dan *return on assets* menunjukkan hasil yang positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

C. Pengembangan Hipotesis

1. Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba pada periode tertentu, sedangkan dividen merupakan sebagian laba yang dibagikan kepada pemegang saham. Menurut Pradana dan Sanjaya (2014) pengelolaan aset perusahaan secara efektif dan efisien akan mampu mendorong perusahaan agar bisa menghasilkan kinerja keuangan yang baik. Kinerja keuangan perusahaan yang baik dapat ditunjukkan melalui tingkat laba yang diperoleh perusahaan. Dengan perolehan laba yang cukup tinggi, perusahaan dianggap memiliki tingkat kemungkinan membayarkan dividen yang besar pula. Hal tersebut sesuai dengan *signalling theory* yang menyebutkan bahwa profitabilitas atau laba dapat dinggap sebagai sebuah sinyal bagi investor, apakah perusahaan mampu dan berhasil membukukan labanya yang kemudian akan diwujudkan dalam pembayaran dividen kepada pemegang saham (Suharli, 2007).

Hal ini sesuai dengan hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Suharli (2007) serta Pradana dan Sanjaya (2014) yang menunjukkan adanya hubungan positif antara profitabilitas dengan kebijakan dividen. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Sulistyowati dkk. (2010) dan Arifin dan Asyik (2015) menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Dari uraian tersebut, maka hipotesis yang dikembangkan adalah sebagai berikut:

H1: Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen

2. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen

Menurut Rosdini (2009), kondisi posisi kas perusahaan akan mempengaruhi keputusan perusahaan untuk membayarkan dividennya. Meskipun memperoleh laba yang tinggi, namun posisi kas menunjukkan kondisi yang tidak sehat, tentunya perusahaan cenderung akan membayar dividen lebih rendah atau tidak sama sekali. *Free cash flow* atau aliran kas bebas adalah kas perusahaan yang bisa didistribusikan kepada pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi aset tetap (Pradana dan Sanjaya, 2014).

Free cash flow atau aliran kas bebas bisa digunakan sebagai sumber informasi mengenai jumlah pembayaran dividen perusahaan. Menurut Adnan dkk. (2014), semakin besar tingkat *free cash flow* suatu perusahaan, maka menandakan bahwa perusahaan tersebut semakin sehat, karena perusahaan dianggap memiliki kas yang cukup untuk membayar hutang, membayar dividen, dan melakukan pertumbuhan. Oleh sebab itu, semakin tinggi *free cash flow* semakin besar pula kemungkinan perusahaan untuk mampu membayarkan dividennya.

Uraian di atas sesuai dengan penelitian yang dilakukan Rosdini (2009) dan Adnan dkk. (2014) bahwa *free cash flow* berpengaruh positif sedangkan penelitian Arilaha (2009), Sulistyowati dkk. (2010), serta Pradana dan

Sanjaya (2014) yang menunjukkan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Dari uraian di atas, bisa ditarik hipotesis sebagai berikut:

H2 : *Free Cash Flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen

3. Pengaruh *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen

Investment Opportunity Set merupakan suatu gambaran peluang investasi di masa yang akan datang. Dalam penelitiannya, Pradana dan Sanjaya (2014) menduga bahwa adanya peningkatan pada pertumbuhan perusahaan di masa depan akan diikuti oleh penurunan tingkat pembayaran dividen tunai kepada pemegang saham. Perusahaan yang mengalami pertumbuhan pesat menandakan bahwa perusahaan tersebut berkondisi baik dan memiliki kesempatan untuk berinvestasi yang tinggi. Adanya kondisi tersebut mendorong dan memotivasi pihak manajemen untuk melakukan reinvestasi besar-besaran daripada membayar dividen yang tinggi. Dana perusahaan yang seharusnya digunakan untuk membayar dividen kepada pemegang saham akan digunakan untuk pembelian investasi yang menguntungkan perusahaan, atau bahkan untuk mengatasi permasalahan *underinvestment*. Sebaliknya, perusahaan cenderung akan membayarkan dividen pada tingkat yang lebih tinggi dan mengatasi masalah *overinvestment* apabila perusahaan tersebut tidak memiliki kesempatan untuk berinvestasi yang tinggi (Suharli, 2007).

Dalam upaya meningkatkan pertumbuhannya, perusahaan akan cenderung lebih menggunakan dana bersumber internal daripada eksternal seperti penerbitan saham atau obligasi. Perilaku tersebut sesuai dengan teori *pecking order* yang menyebutkan bahwa perusahaan lebih mengutamakan pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Pendanaan internal dijadikan sumber pendanaan yang utama karena pendanaan internal cenderung memiliki risiko dan biaya yang lebih rendah. Penggunaan dana internal tersebut akan menyebabkan penurunan tingkat pembayaran dividen ke pemegang saham (Pradana dan Sanjaya, 2014).

Uraian di atas sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Mulyono (2009) memberikan hasil bahwa IOS memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, dimana untuk membiayai peluang bertumbuhnya perusahaan, manajemen harus mengurangi tingkat pembayaran dividennya kepada pemegang saham. Hal tersebut berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Suharli (2007) dan Pradana dan Sanjaya (2014) yang memberikan hasil bahwa IOS tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis yang akan dikembangkan adalah sebagai berikut:

H3 : *Investment Opportunity Set* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen

4. Pengaruh *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen

Leverage merupakan suatu rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya. *Leverage* dalam penelitian ini diukur menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER), dimana melalui DER kita bisa melihat bagaimana perusahaan memenuhi kewajiban-kewajibannya yang ditunjukkan oleh seberapa besar bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang sebagai pendanaan eksternal (Muhammadinah dan Jamil, 2015). Dengan perolehan hutang sebagai sumber pendanaan eksternal, perusahaan akan mampu memenuhi segala kegiatan-kegiatan operasional dan diharapkan bisa menghasilkan keuntungan yang tinggi di masa yang akan datang sehingga mampu meningkatkan pertumbuhan dan perkembangan perusahaan. Namun, menurut Janifairus (2013), perusahaan harus berhati-hati apabila memiliki tingkat hutang yang tinggi, karena jika pengelolaan hutang-hutangnya tidak efisien dan optimal maka akan mengakibatkan penurunan kemampuan kas dalam membayar dividen kepada pemegang saham. Mengapa? Karena kas perusahaan akan diutamakan untuk membayar hutang-hutang tersebut kepada pihak kreditur.

Uraian di atas sesuai dengan hasil penelitian Sari dan Surdjani (2015) yang menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Suharli (2006), Mulyono (2009), dan Sulistyowati dkk. (2010) yang mengungkapkan bahwa *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Dari uraian di atas, maka hipotesis yang dikembangkan adalah sebagai berikut:

H4: *Leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen

5. Pengaruh *Sales Growth* Terhadap Kebijakan Dividen

Dalam rangka mempertahankan kelangsungan hidupnya, perusahaan akan menfokuskan dirinya pada penjualan. Di sisi lain, penjualan juga dapat digunakan sebagai sarana untuk mengeksplor kembali seluruh sumber daya yang dimiliki oleh perusahaan hingga mampu memberikan keuntungan bagi perusahaan. Menurut Mardiyati dkk. (2014), pertumbuhan penjualan dapat menggambarkan tingkat pertumbuhan perusahaan dan perkembangan usahanya. Besar kecilnya pertumbuhan penjualan akan mempengaruhi jumlah dana yang dibutuhkan untuk kegiatan operasional dan investasi. Perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan penjualan yang relatif stabil akan cenderung menggunakan lebih banyak pinjaman dana dari pihak eksternal. Penggunaan dana eksternal tersebut akan menurunkan kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen kepada pemegang saham, karena cadangan dananya akan berkurang untuk memenuhi kewajibannya terhadap peminjam dana.

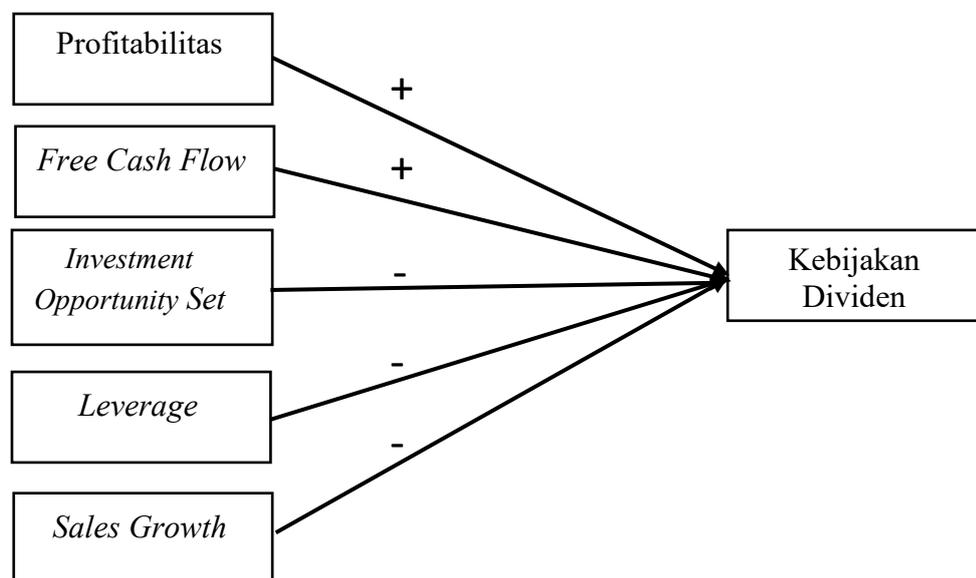
Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Gill *et al.* (2010) yang menunjukkan bahwa *sales growth* memiliki pengaruh negatif terhadap keputusan pembayaran dividen, berbeda halnya dengan penelitian yang

dilakukan oleh Marpaung dan Hadianto (2009) serta Mardiyati dkk. (2014) yang memberikan hasil bahwa *sales growth* tidak berpengaruh signifikan. Melalui uraian di atas, dapat ditarik hipotesis sebagai berikut:

H5 : *Sales growth* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen

D. Model Penelitian

Berdasarkan uraian teori di atas dan penelitian-penelitian terdahulu, maka variabel-variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah profitabilitas, *free cash flow*, *investment opportunity set*, *leverage*, dan *sales growth*, sehingga kerangka teoritis dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2.1 Model Penelitian
Pengaruh Profitabilitas, *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set*, *Leverage*, dan *Sales Growth* terhadap Kebijakan Dividen periode 2012 - 2015