

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

A. Kajian Teori

1. Dividen

Pembagian dividen adalah salah satu daya tarik bagi investor. Karena dengan tingginya pembagian dividen maka kemungkinan kesejahteraan investor akan tinggi pula. Pengertian dividen menurut Sartono dalam Fadilla (2016) menjelaskan dividen adalah keputusan yang diberikan oleh pemegang saham kepada manajer apakah laba yang diperoleh oleh perusahaan akan dibagikan sebagai dividen atau sebagai laba yang ditahan guna kepentingan perusahaan di masa yang akan datang. Dividen dapat memberatkan perusahaan karena perusahaan harus menyediakan sejumlah kas yang jumlahnya cenderung bersifat permanen untuk membayar dividen di masa yang akan datang (Nuraeni, 2011). Menurut Warsono dalam Fadilla (2016) dividen dibagi menjadi tiga macam, yaitu:

a. Dividen tunai (*Cash Dividend*)

Dividen tunai merupakan jenis dividen yang umum digunakan oleh banyak perusahaan. Dividen tunai diterima oleh pemegang saham biasa melalui cek atau terkadang para pemegang saham menginvestasikan kembali dividen yang di peroleh ke dalam saham biasa perusahaan. Penginvestasian kembali dividen saham diselesaikan melalui suatu rencana investasi dividen (*dividend reinvestment plan*).

b. Dividen Saham (*Stock Dividend*)

Dividen saham merupakan dividen yang dibagikan oleh perusahaan dalam bentuk lembar saham tambahan dan tidak berbentuk uang tunai. Perusahaan yang akan membagikan dividen dalam bentuk saham biasanya mengumumkan besarnya dividen tersebut dalam presentase tertentu. Misalnya, jika seorang pemegang saham mempunyai 10 lot saham (5000 lembar), dan perusahaan memutuskan untuk membagikan dividen saham sebanyak 10% maka pemegang saham tersebut berhak menerima saham biasa sebanyak 1 lot (500 lembar) saham.

c. Dividen Kekayaan (*Property Dividend*)

Dividen kekayaan merupakan dividen yang dibagikan oleh perusahaan dalam bentuk aktiva fisik. Aktiva tersebut biasanya berupa produk yang dihasilkan oleh perusahaan. Dividen kekayaan diberikan apabila jumlah pemegang saham perusahaan masih sedikit dan perusahaan menghasilkan produk yang mudah untuk didistribusikan.

2. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan suatu kebijakan untuk menentukan proporsi berapa besar yang akan diberikan kepada pemegang saham sebagai dividen. Menurut Wachowicz dalam Fira Puspita (2009) kebijakan dividen adalah bagian yang menyatu dengan keputusan pendanaan perusahaan. Rasio pembayaran dividen menentukan jumlah laba yang ditahan guna kegiatan investasi atau kegiatan lain perusahaan di masa yang akan datang. Semakin besar kegiatan laba yang ditahan semakin kecil dividen yang dibagikan.

Keputusan pembayaran dividen maupun laba yang ditahan merupakan aspek utama pada kebijakan dividen. Dermawan Sjahrial dalam Rahmawati (2011) menyatakan bahwa ada beberapa faktor-faktor yang mempengaruhi dividen, diantaranya:

a. Posisi likuiditas perusahaan

Posisi likuiditas perusahaan adalah salah satu faktor penting untuk mempertimbangkan keputusan besarnya pembayaran dividen kepada para pemegang saham. Semakin kuat posisi likuiditas perusahaan maka semakin besar dividen yang dibayarkan perusahaan kepada para pemegang saham. Perusahaan yang sedang tumbuh, mungkin tidak begitu kuat posisi likuiditasnya karena laba yang diperoleh perusahaan yang tertanam dalam aktiva tetap dan modal kerja sehingga kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen sangatlah terbatas. Secara otomatis, likuiditas suatu perusahaan ditentukan oleh keputusan-keputusannya dalam bidang investasi dan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kebutuhannya.

b. Kebutuhan dana untuk membayar hutang

Perusahaan akan mendapatkan hutang baru maupun menerbitkan obligasi baru untuk membiayai perluasan perusahaan. Manajer diharapkan sudah merencanakan atau sudah memiliki strategi bagaimana caranya melunasi hutang yang telah dipinjam perusahaan tersebut. Apabila telah direncanakan oleh manajer bahwa hutang akan dilunasi menggunakan laba yang ditahan, maka sebagian besar laba digunakan untuk melunasi hutang maka sisanya yang digunakan untuk membayar dividen makin kecil.

c. Rencana Perluasan Usaha

Makin cepat tingkat perluasan usaha, maka semakin besar kebutuhan dana yang dikeluarkan guna membiayai perluasan perusahaan tersebut. Manajer akan lebih senang menahan labanya untuk memperluas usahanya daripada harus membayarkan dividen kepada para pemegang saham dengan mengingat kebutuhan dana untuk memperluas usaha tersebut. Maka, semakin besar perluasan usaha perusahaan, makin berkurang dana yang dibayarkan untuk dividen. Lain halnya apabila perusahaan tersebut telah mencapai tingkat pertumbuhan yang telah mapan, dimana kebutuhan dananya dapat dipenuhi dari dana yang berasal dari pasar modal maupun sumber eksternal lainnya, maka dalam keadaan tersebut perusahaan dapat menetapkan *dividend payout ratio* yang tinggi.

d. Pengawasan terhadap Perusahaan

Kebijakan pembiayaan: untuk ekspansi dibiayai dengan dana dari sumber intern antara lain yaitu laba. Pertimbangannya adalah apabila dibiayai dengan penjualan saham baru ini akan melemahkan kontrol dari kelompok pemegang saham dominan. Karena suara pemegang saham dominan. Karena suara pemegang saham mayoritas berkurang.

3. Teori Kebijakan Dividen

Beberapa teori kebijakan dividen diantaranya adalah:

a. *Bird-in-The Hand Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Gordon dan Lintner (1956) bahwa ekuitas (modal sendiri) akan turun apabila rasio pembagian dividen dinaikkan

karena para investor jauh lebih menghargai pendapatan yang diharapkan dari dividen daripada pendapatan yang diharapkan dari keuntungan modal. Hal ini berbeda dengan pendapat Modigliani dan Miller, bahwa investor tidak peduli antara pembagian dividen dengan keuntungan modal. Modigliani dan Miller menganggap teori Gordon dan Litner itu merupakan suatu kesalahan sehingga Modigliani dan Miller mengiaskan bahwa investor memandang satu burung ditangan lebih berharga daripada seribu burung di udara (*Bird-in-The Hand Theory*). Dengan demikian, perusahaan yang memiliki *dividen payout ratio* yang tinggi akan mempunyai nilai perusahaan yang tinggi pula.

b. Teori Residual (*Residual Theory*)

Rosdini (2009) menyatakan bahwa perusahaan membayar dividen hanya jika terdapat dana sisa setelah laba yang diperoleh perusahaan digunakan untuk membiayai proyek yang telah direncanakan. Dasar dari teori ini adalah bahwa investor lebih menyukai perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali laba daripada membagikannya dalam bentuk dividen apabila laba yang diinvestasikan kembali tersebut dapat menghasilkan return yang lebih tinggi daripada return rata-rata yang dapat dihasilkan investor dari investasi lain dengan risiko yang sebanding.

c. Teori Perataan (*Smoothing Theory*).

Lintner (1956) dalam Gumanti (2013) mengemukakan teori perataan dengan hasil penelitian Lintner adalah perusahaan memiliki 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 akan lebih penting dibandingkan dengan menaikkan atau menurunkan dividen secara drastis. Pada penelitian yang dilakukan oleh Hanafi (2004) menyatakan bahwa untuk perusahaan yang pendapatannya tidak stabil, yang bisa diterapkan dalam perusahaan yang memiliki pendapatan yang tidak stabil tersebut adalah menetapkan dividen dasar (*base*) yang rendah sebagai dividen regular kemudian membayarkan dividen ekstra apabila perusahaan mendapatkan keuntungan yang lebih. (*low-regular-dividend-extras*). Dividen dasar (*base*) bisa dibayarkan setiap periode, termasuk pada saat perusahaan mengalami kondisi yang buruk. Sedangkan dividen ekstra dibayarkan pada saat perusahaan mendapatkan keuntungan ekstra. Dengan cara demikian, investor tidak diberi sinyal yang salah, jika perusahaan membayarkan dividen yang tidak stabil.

B. FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI KEBIJAKAN DIVIDEN

1. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (*profit*) dengan seluruh sumber daya yang dimiliki (Fadilla, 2016). Demikian juga Sartono dalam Fadilla (2016) berpendapat bahwa profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan dan total aktiva. Profitabilitas merupakan gambaran suatu perusahaan dapat menghasilkan laba dengan menggunakan seluruh modal yang dimiliki

oleh perusahaan. Semakin tinggi laba yang didapatkan oleh perusahaan, semakin besar pula kebijakan dividen yang dibagikan untuk pemegang saham. Manajer memiliki dua pilihan yaitu membagikan laba yang diperoleh sebagai dividen yang dibagikan untuk pemegang saham atau menahan laba sebagai laba yang ditahan. Semakin tinggi laba yang diperoleh maka semakin tinggi pula kemungkinan pembagian dividen. Semakin tinggi kemungkinan pembagian dividen maka rasio profitabilitas perusahaan tersebut juga akan meningkat. Profitabilitas menunjukkan hasil yang signifikan positif dalam memprediksi kemungkinan perusahaan dalam membagikan dividen. (Hadianto dan Herlina, 2010)

Dalam prakteknya, menurut Kasmir (2008) jenis-jenis rasio profitabilitas yang dapat digunakan adalah:

- a. Profit margin (profit margin on sales). Rasio Profit margin menurut Riyanto (2004) adalah perbandingan antara net operating income dengan net sales.
- b. Return on Assets (ROA). Riyanto (2004) menyebut istilah ROA dengan Net Earning Power Ratio yaitu kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan neto. Keuntungan neto yang beliau maksud adalah keuntungan neto sesudah pajak.
- c. Return on equity (ROE). Menurut Brigham dan Houston (2012) rasio yang paling penting adalah pengembalian atas ekuitas (return on equity), yang merupakan laba bersih bagi pemegang saham dibagi dengan total ekuitas pemegang saham.

d. Laba per lembar saham. Menurut Brigham dan Houston (2012) berpendapat, laba per lembar saham atau EPS adalah kemampuan perusahaan untuk mendistribusikan pendapatan yang diperoleh kepada pemegang sahamnya.

2. Pertumbuhan Perusahaan

Sartono dalam Nuraeni (2011) mengatakan bahwa pertumbuhan perusahaan yang cepat akan membutuhkan dana yang lebih besar. Semakin besarnya dana yang dikeluarkan oleh perusahaan dan semakin banyaknya kebutuhan untuk pembiayaan di masa yang akan datang maka semakin besar keinginan perusahaan untuk menahan laba. Sebaiknya untuk perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan jangan membagikan dividen namun lebih baik laba yang diperoleh perusahaan ditahan sebagai laba yang ditahan guna ekspansi perusahaan. Pertumbuhan perusahaan merupakan perubahan yang terjadi pada total aktiva perusahaan entah perubahan yang meningkat maupun menurun yang dialami oleh perusahaan tersebut selama periode tertentu. Pertumbuhan perusahaan dapat diartikan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan ukuran perusahaan. Namun semakin besar pertumbuhan perusahaan maka semakin besar dana yang dibutuhkan (Fadilla, 2016). Pertumbuhan perusahaan berdasarkan hasil pada penelitiannya diketahui bahwa variabel pertumbuhan perusahaan mempunyai pengaruh negatif terhadap keputusan pembagian dividen. (Nuraeni, 2011)

3. Struktur Modal

Struktur modal adalah perbandingan antara hutang jangka panjang dengan

modal sendiri yang ditanamkan pada perusahaan. Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal adalah; tingkat bunga, stabilitas pendapatan, susunan aktiva, kadar risiko aktiva, besarnya jumlah modal yang dibutuhkan, keadaan pasar modal, sifat manajemen, besarnya suatu perusahaan (Riyanto, 2004). Menurut Martono dan Harjito dalam Nuraeni (2011) struktur modal adalah perbandingan atau imbalan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri. Perusahaan yang dana eksternalnya telah tercukupi melalui hutang, maka dividen dapat dibayarkan kepada para pemegang saham melalui dana internal yang dimiliki perusahaan.

4. Arus Kas Bebas

Arus kas bebas merupakan dana berlebih yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* positif setelah membagi dividen. Proyek tersebut dinyatakan layak apabila *net cash flow* positif. *Net cash flow* didapatkan dari selisih antara aliran kas masuk (*cash in flow*) dengan aliran kas keluar (*cash out flow*). Tetapi pada studi kelayakan proyek tersebut, *net cash flow* yang dihitung bukan aliran kas sekarang melainkan sebagai proyeksi di masa yang akan datang dari proyek tersebut, sehingga kelayakan proyek tidak hanya diukur dari *net cash flow* saja tapi terdapat ukuran selanjutnya yaitu dengan pendekatan nilai sekarang (*present value*) yang diukur dari *net present value* (NPV), *profitability index* (PI), dan *internal rate of return* (IRR) (Suad Husnan, 1992).

Menurut Brigham dan Houston (1999) *free cash flow* atau arus kas bebas

inilah yang sering menjadi pemicu perbedaan pendapat antara manajer dengan pemegang saham. Adanya arus kas bebas yang tersedia manajer akan cenderung menghamburkan arus kas bebas untuk kebutuhan yang diperlukan untuk mempertahankan operasional perusahaan sehingga akan menginvestasikan arus kas bebas dengan return yang kecil (Rosdini, 2009). Sehingga dapat ditarik kesimpulan, Arus kas bebas adalah kelebihan kas yang dimiliki perusahaan seharusnya didistribusikan kepada pemegang saham untuk modal kerja atau diinvestasikan pada asset (Rosdini, 2009).

5. Ukuran Perusahaan

Rizqia dkk. (2013) menyatakan ukuran perusahaan merupakan tingkat untuk menunjukkan perkembangan perusahaan tersebut. Ukuran perusahaan mampu mempengaruhi kebijakan dividen karena semakin besar ukuran perusahaan, semakin mudah akses informasinya, maka semakin mudah pula perusahaan memperoleh sumber pendanaan baik yang internal maupun eksternal. Dapat diartikan bahwa perusahaan akan jauh lebih mudah dalam mendapatkan dana ketimbang perusahaan yang tergolong hanya memiliki informasi yang lebih sedikit.

Rusdiana *et al.* (2016) membuktikan bahwa perusahaan dengan ukuran perusahaan yang lebih besar dapat dengan mudah mendapatkan akses menuju pasar modal, sehingga dengan kesempatan ini perusahaan akan membayarkan dividen yang besar kepada pemegang saham karena dengan mudahnya menuju akses pasar modal, akan memudahkan perusahaan untuk mendapatkan modal. Sementara perusahaan yang memiliki ukuran yang lebih kecil akan mengalami

kesulitan untuk mengakses ke pasar modal sehingga kemampuan untuk mendapatkan modal maupun memperoleh pinjaman dana dari pasar modal juga terbatas. Hatta (2002) menyatakan perusahaan dengan ukuran yang lebih besar diperkirakan menghasilkan *earning* yang lebih besar sehingga dapat membagikan dividen yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki ukuran yang lebih kecil. Ukuran perusahaan dalam kegiatan perusahaan dapat dilihat dari total asset yang dimiliki perusahaan.

6. Risiko Bisnis

Menurut Agnes Sawir (2004:3) risiko bisnis berkaitan dengan ketidakpastian tingkat pengembalian atas aktiva suatu perusahaan di masa mendatang, yang mengacu pada variabilitas keuntungan yang diharapkan setelah pajak (EAT). Risiko bisnis merupakan akibat langsung dari keputusan investasi perusahaan, yang tercermin dalam struktur aktiva, yang dimaksud dengan risiko bisnis dalam hal ini adalah tingkat risiko aktiva perusahaan jika perusahaan tidak menggunakan hutang. Berdasarkan *dividend signalling hypothesis* menurut Chang dan Rhee (1990) “perusahaan yang memiliki pendapatan yang stabil, dapat memprediksi pendapatan di masa yang akan datang dengan akurasi yang lebih baik. Dengan demikian, Perusahaan semacam itu, dapat berkomitmen untuk membayar porsi yang lebih besar dari pendapatan perusahaan sebagai dividen dengan risiko yang rendah dari pemotongan dividen di masa mendatang”. Peningkatan dividen memberikan sinyal positif kepada para investor mengenai kenaikan aliran kas di masa yang akan datang. Informasi ini digunakan sebagai pertimbangan investor untuk menginvestasikan dana

yang dimilikinya untuk membeli saham. Hal tersebut menyebabkan permintaan saham mengalami peningkatan dan relatif stabil. Tingkat kestabilan harga saham dicerminkan oleh tingkat fluktuasi retun saham yang relative rendah, kondisi ini menunjukkan bahwa tingkat risiko rendah (Venkatesh, 1989). Epayanti dan Yadnya (2014) dalam penelitiannya berkata bahwa perusahaan yang lebih banyak menggunakan hutang dibandingkan dengan modal sendiri akan mengakibatkan meningkatnya rasio hutang perusahaan dengan demikian perusahaan perlu menetapkan tingkat hutang optimum sebagai konsekuensi menghadapi risiko salah satunya risiko bisnis.

B. Hubungan Variabel Dan Penurunan Hipotesis

1. Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen

Profitabilitas merupakan ukuran kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih. Profitabilitas memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen. Hal tersebut dapat diartikan bahwa profitabilitas mempunyai daya tarik tersendiri bagi para pemegang saham atau para calon investor di suatu perusahaan, sebab profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasinya. Perusahaan yang memiliki stabilitas keuntungan dapat menetapkan tingkat pembayaran dividen dengan yakin dan mensinyalkan kualitas atas keuntungan mereka. Oleh karena itu, semakin tinggi rasio profitabilitas maka semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba maka semakin besar laba yang diperoleh perusahaan.

Dividen akan dibayarkan kepada para pemegang saham apabila perusahaan memiliki laba. Sehingga, semakin besar laba yang diperoleh perusahaan maka akan semakin besar dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Semakin tinggi laba yang dihasilkan maka semakin tinggi aliran kas dalam perusahaan sehingga perusahaan dapat membayarkan dividen lebih tinggi. Hal ini menjelaskan bahwa tingkat profitabilitas perusahaan akan berdampak pada peningkatan pembagian dividen yang dilakukan perusahaan karena dengan meningkatnya kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba, maka perusahaan akan memiliki dana yang berlebih untuk membagikannya sebagai dividen kepada para pemegang saham. Namun ada pula yang mengatakan bahwa profitabilitas yang diprosikan dengan Return On Assets tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (Rahmawati, 2011) alasannya adalah ROA tidak selamanya mempengaruhi kebijakan dividen terutama pada perusahaan yang sudah lama dan berada pada tahap *maturity*, perusahaan-perusahaan ini telah memiliki banyak cadangan laba yang dapat digunakan baik untuk diinvestasikan kembali maupun dibagikan dalam bentuk dividen tanpa harus merubah proporsi dividen bagi pemegang saham yang sebagian besar juga merupakan pemegang saham pengendali dan tanpa tergantung pada besarnya ROA yang diperoleh perusahaan.

Sementara itu, dalam Teori *Bird in the Hand* investor lebih menyukai dibagikan dividen dari pada harus menunggu pengembalian dari keuntungan modal. Maka dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi

profitabilitas maka semakin tinggi juga dividen yang dibagikan. Perusahaan yang semakin besar keuntungannya akan membayar porsi pendapatan yang semakin besar sebagai dividen. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin tinggi pula arus kas dalam perusahaan dan diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang lebih tinggi. Didukung dengan penelitian yang dilakukan oleh Husna (2016) dalam penelitiannya mengatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Begitu juga dengan Fadilla (2016) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, maka berdasarkan landasan teori, kerangka pemikiran dan hasil penelitian yang telah diuraikan diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1: Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

2. Pertumbuhan Perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen

Manajer dalam bisnis perusahaan dengan memperhatikan pertumbuhan lebih menyukai untuk menginvestasikan pendapatan setelah pajak dan mengharapkan kinerja yang lebih baik dalam aset growth secara keseluruhan. Hal ini dapat diartikan bahwa perusahaan yang mengharapkan tingkat pertumbuhan aktiva yang tinggi akan mempertahankan rasio pembayaran dividen yang rendah untuk memperkuat pembiayaan internal karena pada saat perusahaan sedang gencar-gencarnya melakukan

pertumbuhan, maka dana yang dimiliki perusahaan akan digunakan untuk pertumbuhan perusahaan tersebut. Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, maka semakin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang untuk membiayai pertumbuhan karena kalau perusahaan ingin cepat dalam menyelesaikan pertumbuhannya tentu akan membutuhkan dana lebih. Semakin besar kebutuhan di masa yang akan datang, akan semakin memungkinkan perusahaan menahan keuntungan dan tidak membayarkan dividend dan menggunakannya untuk melakukan pertumbuhan perusahaan. Selain itu juga didukung dengan *Residual Theory* bahwa perusahaan membayarkan deviden hanya jika terdapat dana sisa setelah laba yang diperoleh perusahaan digunakan untuk membiayai proyek yang telah direncanakan. Berdasarkan hal tersebut maka pertumbuhan perusahaan menimbulkan pengaruh yang negatif terhadap kebijakan pembagian dividen.

Fadilla (2016) meneliti tentang pertumbuhan perusahaan dan menyimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Demikian juga dengan penelitian Puspita (2009) yang menyimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Alasannya adalah bahwa manajer dalam bisnis perusahaan dengan memperhatikan pertumbuhan lebih menyukai untuk menginvestasikan pendapatan setelah pajak dan mengharapkan kinerja yang lebih baik dalam asset growth secara keseluruhan. Berdasarkan landasan teori, kerangka pemikiran dan hasil

penelitian yang telah diuraikan diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H2: Pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

3. Struktur Modal berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen

Perusahaan yang memiliki tingkat hutang yang tinggi akan membayar dividen yang besar. Sumber modal eksternal ini salah satunya adalah melalui hutang. Dana eksternal yang dimiliki perusahaan sudah tercukupi melalui hutang sehingga kebutuhan investasi dapat terpenuhi melalui hutang sedangkan dana internal yang dimiliki perusahaan akan cukup untuk membayarkan dividen kepada para pemegang saham. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mahadwartha dan Jogiyanto (2002) mengatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Alasannya adalah Semakin banyak perusahaan mendapatkan dana eksternal menandakan struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang-hutang relatif terhadap ekuitas. Pembayaran dividen yang lebih besar meningkatkan kesempatan untuk memperbesar modal dari sumber eksternal. Sumber modal eksternal ini salah satunya adalah melalui hutang. Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan (Jogiyanto Hartono, 1998). Selain itu dividen yang tinggi berarti bahwa perusahaan akan lebih banyak menggunakan hutang untuk membiayai investasinya.

Penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Mahadwartha dan Jogiyanto (2002) yang menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Selain itu juga didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Marietta (2013) yang menyatakan bahwa struktur modal yang diproksikan dengan DER berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang dana eksternalnya telah tercukupi melalui hutang, maka dividen dapat dibayarkan kepada para pemegang saham melalui dana internal yang dimiliki perusahaan. Berdasarkan landasan teori, kerangka pemikiran dan hasil penelitian yang telah diuraikan diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3: Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

4. Arus Kas Bebas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen

Semakin kuat posisi kas perusahaan, semakin besar kemungkinan perusahaan tersebut mampu untuk membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya karena arus kas bebas dapat digunakan untuk pembayaran hutang dan pembayaran kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka dapat dikatakan bahwa semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pembayaran hutang dan dividen. Namun kas tersebut biasanya menimbulkan konflik antara pemegang saham dengan manajer. Manajer cenderung lebih menginginkan

kas tersebut diinvestasikan kembali untuk aset-aset maupun proyek perusahaan untuk mempertahankan operasional perusahaan dan meningkatkan omzet perusahaan, sedangkan para pemegang saham menginginkan kas tersebut untuk dibagikan sebagai dividen (Arihaha, 2009). *Free cash flow* menunjukkan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan yang dimana dengan adanya kas yang berlebih perusahaan dapat membagikan kepada pemegang saham sebagai dividen, dan hal tersebut dapat berarti bahwa menurut Jensen (1986) dalam *free cash flow hypothesis* menyatakan bahwa arus kas bebas yang besar memiliki kemungkinan untuk membayar dividen yang tinggi untuk mencegah manajer menginvestasikan kas pada proyek yang memiliki *net present value* yang negatif. Bisa diartikan juga bila perusahaan memiliki kelebihan kas, maka yang dibutuhkan adalah mendanai proyek yang memiliki *net present value* yang positif. Hal ini berarti sebaiknya perusahaan menggunakan arus kas bebas untuk mengembalikan kas dalam bentuk dividen kepada pemegang saham untuk memaksimalkan kekayaan para pemegang saham daripada menginvestasikannya pada proyek perusahaan.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Laksono (2006) menyimpulkan bahwa *cash flow* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen dengan analisa yang digunakan adalah (1) Hal ini disebabkan karena belum stabilnya perusahaan-perusahaan akibat krisis yang melanda beberapa tahun sebelumnya. Akibat krisis ekonomi tersebut banyak perusahaan yang mengalami negatif *cash flow* sehingga untuk memulihkan memerlukan

waktu. (2) analisa yang kedua ini mempertimbangkan bahwa perusahaan yang mempunyai *Cash flow* yang tinggi belum tentu akan memberikan dividen yang tinggi pula dikarenakan tergantung dari kebijakan perusahaan tentang dividen itu sendiri. Sedangkan berbeda dengan penelitian Rosdini (2009) yang meneliti tentang pengaruh arus kas bebas terhadap kebijakan dividen menunjukkan hasil bahwa arus kas bebas berpengaruh positif terhadap dividend payout ratio (DPR). Hal serupa juga dikatakan oleh Dwi dan I Made (2015) menyimpulkan bahwa arus kas bebas berpengaruh positif pada tingkat pembayaran dividen alasannya adalah perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang besar akan mendapatkan tekanan dari pemegang saham kepada manajer perusahaan dalam memberikan dividen. Hal tersebut dilakukan agar manajer perusahaan tidak menggunakan arus kas bebas sebagai kebijakan yang cenderung merugikan para pemegang saham. Seharusnya manajemen menggunakan *free cash flow* sebagai kebijakan meminimalkan biaya agensi (Aulia, 2011). Berdasarkan landasan teori, kerangka pemikiran dan hasil penelitian yang telah diuraikan diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H4: Arus kas bebas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

5. Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

Ukuran perusahaan dalam penelitian ini didasarkan pada besar kecilnya perusahaan yang dianalisis dari besarnya nilai total aktiva

perusahaan. Perusahaan yang sudah besar akan memiliki akses yang mudah untuk menuju pasar modal dan lebih mudah mendapatkan dan dengan biaya yang lebih rendah karena perusahaan besar mampu menghasilkan profitabilitas yang tinggi sehingga mampu membayarkan dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil. Menurut *Free cash flow theory* dan *life cycle hipotesys* menunjukkan dibandingkan dengan perusahaan kecil, perusahaan yang lebih besar cenderung lebih dewasa dan memiliki arus kas bebas yang lebih tinggi, sehingga mereka cenderung untuk membayar dividen yang lebih tinggi (Rajan & Zingales, 1995) dalam Taleb (2012). Perusahaan yang lebih besar cenderung lebih kompetitif, akan lebih mudah memasuki pasar modal sehingga dengan kesempatan ini perusahaan mampu memperoleh modal dan mampu memiliki pelanggan yang lebih banyak sehingga profitabilitas perusahaan lebih tinggi. Profitabilitas yang lebih tinggi menyebabkan kesempatan untuk membayar dividen lebih banyak. Sedangkan perusahaan yang masih baru akan lebih mengalami kesulitan untuk menuju ke pasar modal. Salah satu indikator yang dapat digunakan untuk melihat ukuran perusahaan adalah *net sales* yang dimiliki. Perusahaan akan lebih mudah mengakses ke pasar modal apabila perusahaan tersebut memiliki ukuran perusahaan yang besar, sedangkan perusahaan yang lebih kecil tentu akan lebih susah untuk mengaksesnya ke pasar modal. Kemudahan akses ke pasar modal merupakan sebuah indikasi bahwa adanya fleksibilitas dan kemampuan perusahaan untuk menarik para investor untuk menanamkan modalnya, dengan adanya dana baru perusahaan akan dapat

membayarkan dividennya kepada para pemegang saham perusahaan tersebut (Ahmad dkk. 2017).

Simbolon dan Sampurno (2017) menyatakan bahwa tidak signifikannya *Firm Size* terhadap DPR artinya besarnya suatu perusahaan belum bisa menjamin bahwa 100% perusahaan tersebut akan membagikan laba dividen yang tinggi kepada investor. Sampel penelitian menunjukkan bahwa perusahaan yang membagikan dividen terdiri dari perusahaan-perusahaan yang memiliki total aset yang besar dan yang kecil. Selain itu tidak adanya pengaruh yang signifikan dari ukuran perusahaan terhadap DPR ditunjukkan dengan banyaknya variasi perusahaan besar yang membagi dividen tidak lebih besar dibanding pada perusahaan yang memiliki aset yang lebih kecil. Sedangkan Hatta (2002) melakukan penelitian dan penelitian tersebut mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki ukuran lebih besar dilihat dari total aset yang dimiliki perusahaan tersebut diperkirakan akan memiliki kemampuan menghasilkan *earning* yang lebih besar, sehingga akan mampu membayarkan dividen kepada pemegang saham dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki ukuran yang lebih kecil hal itu membuktikan adanya pengaruh pada ukuran perusahaan dengan kebijakan dividen. Hal serupa juga dikatakan oleh Rahmawati (2011) menyatakan bahwa *firm size* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen alasannya perusahaan yang memiliki ukuran yang besar mudah memasuki pasar modal sehingga hal ini dijadikan kesempatan bagi perusahaan untuk membayarkan dividen yang lebih tinggi

kepada para pemegang saham. Tujuan perusahaan membayarkan dividen yang tinggi adalah untuk menjaga reputasi perusahaan di mata pemegang saham. Sebaliknya pada perusahaan yang memiliki asset rendah, laba yang diperoleh tidak akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen tapi perusahaan tersebut akan menahan laba tersebut untuk menambah asset (Chang dan Ree dalam Kartika Nuringsih, 2005:110). Sehingga berdasarkan landasan teori, kerangka pemikiran dan hasil penelitian yang telah diuraikan diatas, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H5: Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

6. Risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

Perusahaan yang mengalami fluktuasi penjualan menghadapi risiko bisnis atau ketidakpastian kemampuan dalam hal mengumpulkan dana yang tinggi. Risiko bisnis merupakan risiko dari perusahaan saat tidak mampu menutup biaya operasionalnya dan dipengaruhi oleh penjualan yang fluktuatif dan biaya (Gitman, 2009). Sehingga hal ini menyebabkan fluktuasi laba yang diperoleh perusahaan. Epayanti dan Yadnya (2014) berkata bahwa perusahaan yang risiko bisnisnya tinggi umumnya akan membayar dividen yang lebih rendah karena dividen yang rendah dipergunakan untuk menghindari pemotongan dividen di masa mendatang. Perusahaan cenderung enggan mengurangi dividen karena hal tersebut dapat dinilai buruk oleh para investor sehingga perusahaan lebih baik menetapkan dividen yang rendah daripada menaikkan atau menurunkan

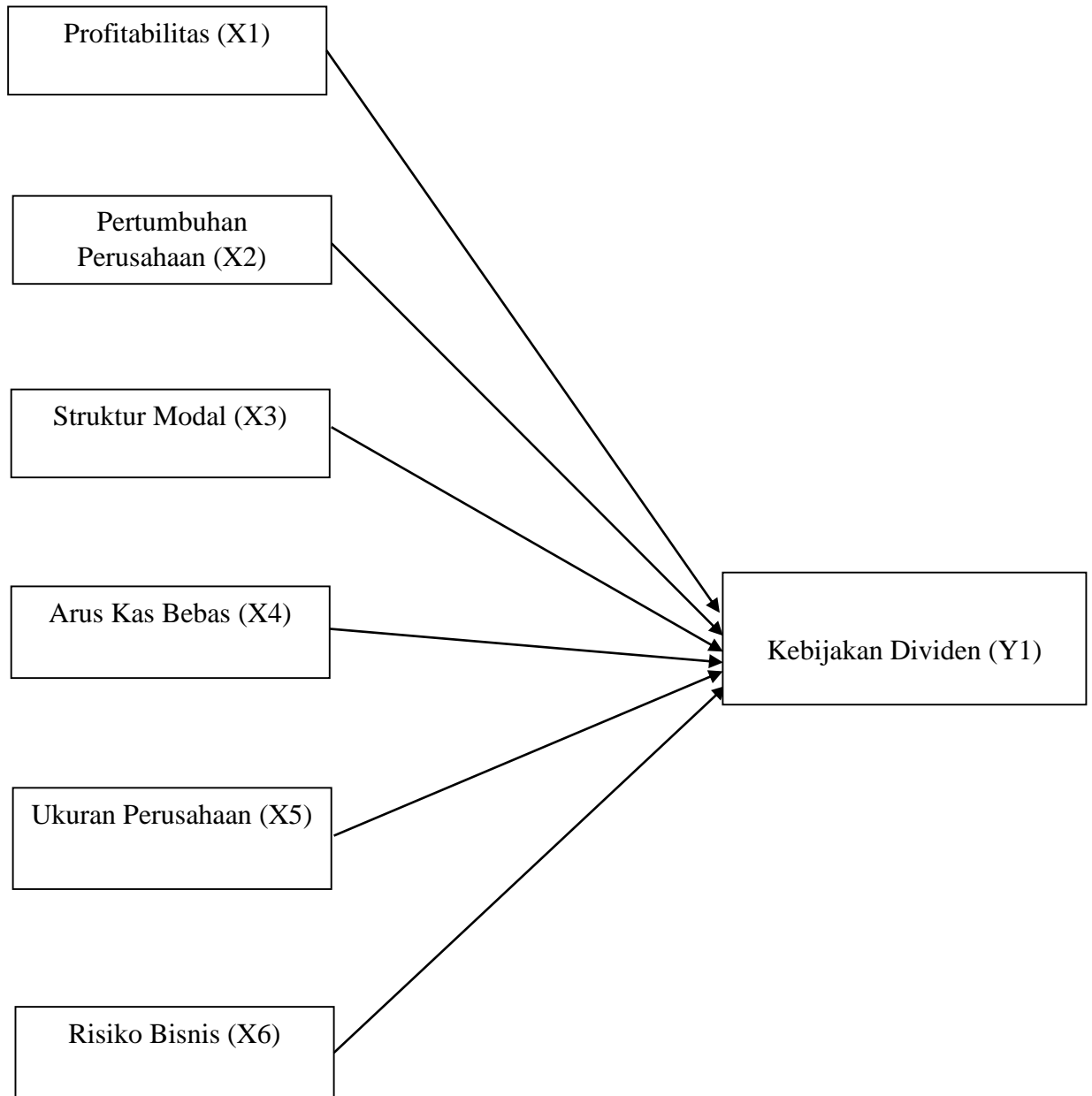
dividen secara drastis. Perusahaan yang mempunyai fluktuasi laba yang tinggi menunjukkan kondisi yang tidak stabil atau perusahaan tersebut sedang mengalami risiko bisnis, pada saat perusahaan memiliki risiko bisnis yang tinggi, perusahaan sebaiknya lebih memilih menggunakan dana internal untuk keperluan perusahaan karena perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi, tidak mungkin menambah sumber dana eksternal karena ketika perusahaan menambah sumber dana eksternal dan perusahaan mengalami kesulitan atau kemacetan dalam membayar pembiayaan eksternal maka akan semakin tinggi risiko bisnis yang dihadapi perusahaan tersebut, sehinggadari tingginya risiko bisnis suatu perusahaan maka perusahaan tersebut akan mengurangi dividen, agar kebutuhan dana dapat tercukupi melalui dana internal yang dimiliki perusahaan, dan perusahaan tidak perlu mencari dana eksternal. Sehingga, laba bersih yang fluktuatif menyebabkan semakin tinggi ketidakpastian laba yang dibagikan. Semakin tinggi ketidakpastian laba yang dibagikan, maka dividen yang dibayarkan akan rendah. Hal ini sejalan dengan *Smoothing Theory* yaitu untuk perusahaan yang pendapatannya tidak stabil, atau perusahaan yang sedang mengalami risiko bisnis sebaiknya menetapkan dividendasar yang rendah sebagai dividen regular, dividen dasar dibayarkan setiap periode termasuk periode buruk, dibandingkan dengan menaikkan atau menurunkan dividen secara drastis. Selain itu, perusahaan tersebut juga akan kesulitan memperoleh sumber dana eksternal karena investor tentu tidak menginginkan dana yang dimiliki, diinvestasikan kepada perusahaan yang

memiliki risiko yang tinggi. Oleh sebab itu tidak memungkinkan bagi perusahaan untuk menambah sumber dana eksternal maka laba yang diperoleh perusahaan akan ditahan untuk dijadikan dana internal perusahaan untuk keperluan perusahaan maka pembayaran dividen kepada para pemegang saham juga akan berkurang. Ismiyanti (2003) berpendapat bahwa semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan, semakin besar cadangan cash flow yang dibutuhkan perusahaan sehingga menyebabkan rendahnya pembayaran dividen. Hal ini disebabkan sebagian keuntungan yang didapatkan perusahaan dialokasikan sebagai laba ditahan. Laba yang ditahan ini digunakan sebagai sumber internal perusahaan untuk keperluan perusahaan.

Al- Kuwari (2010) meneliti tentang risiko bisnis dan menyimpulkan bahwa risiko bisnis tidak signifikan dan negatif terhadap kebijakan dividen. Demikian juga dengan penelitian Chen dan Steiner (1999) mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki volatilitas arus kas akan lebih memilih untuk membayarkan dividen dengan jumlah yang rendah karena volatilitas arus kas yang tinggi merupakan sinyal bahwa perusahaan mungkin akan menghadapi risiko bisnis yang tinggi dan perlu menghindari pembiayaan eksternal yang mahal. Hal serupa juga dikatakan oleh Chang dan Rhee (1990) yang menyimpulkan bahwa risiko bisnis yang rendah akan memungkinkan perusahaan untuk membagikan dividen dengan jumlah yang besar kepada pemegang saham. Berdasarkan landasan teori, kerangka pemikiran dan hasil penelitian yang telah diuraikan di atas, maka dapat

dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H6: Risiko bisnis berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

C. Model Penelitian

Gambar 1.1.
Model Penelitian