

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Dividen

Dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, di samping *capital gain* (Hanafi, 2004). Dividen adalah bagian dari laba usaha yang diperoleh perusahaan dan diberikan oleh perusahaan kepada pemegang sahamnya sebagai imbalan atas ketersediaan mereka menanamkan hartanya dalam perusahaan (Rudianto, 2012).

Menurut Rudianto (2012) ada 5 jenis dividen yang dapat dibayarkan perusahaan kepada pemegang saham/investor antara lain:

- a. Dividen tunai adalah bagian dari keuntungan perusahaan yang dibagikan dalam bentuk uang tunai.
- b. Dividen skrip (dividen hutang) adalah bagian dari keuntungan perusahaan yang dibagikan dalam bentuk perjanjian tertulis untuk membayar sejumlah uang di masa yang akan datang.
- c. Dividen harta adalah bagian dari keuntungan perusahaan yang biasanya dibagikan dalam bentuk surat berharga.
- d. Dividen saham adalah bagian dari keuntungan perusahaan yang dibagikan perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk saham baru perusahaan tersebut.

- e. Dividen likuidasi adalah dividen yang dibayarkan dalam berbagai bentuk akan tetapi pembayarannya tidak didasarkan pada besarnya laba usaha atau laba ditahan perusahaan.

2. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah kebijakan untuk memutuskan berapa besar dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham dan berapa besar laba yang harus ditahan perusahaan. Menurut Sartono (2001) yang dimaksud kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang.

Hanafi, Mamduh M. (2004) mengemukakan bahwa ada beberapa faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen. Faktor-faktor tersebut adalah sebagai berikut:

a. Kesempatan Investasi

Semakin besar kesempatan investasi maka dividen yang bisa dibagikan akan semakin sedikit.

b. Profitabilitas dan likuiditas

Perusahaan yang mempunyai aliran kas atau profitabilitas yang baik dapat membayarkan atau meningkatkan dividen. Alasan lain dari pembayaran dividen tersebut adalah untuk menghindari akuisisi oleh perusahaan lain.

c. Akses ke pasar keuangan

Apabila perusahaan memiliki fleksibilitas akses ke pasar keuangan, perusahaan tersebut akan mampu untuk membayar dividen lebih tinggi. Akses tersebut dapat membantu perusahaan untuk memenuhi kebutuhan likuiditasnya.

d. Stabilitas pendapatan

Perusahaan yang memiliki stabilitas dalam pendapatan, maka dapat dengan baik dan akurat dalam memperkirakan aliran kas di masa mendatang. Perusahaan semacam ini dapat membayar dividen lebih tinggi.

e. Pembatasan-Pembatasan

Pembatasan-pembatasan yang dapat membatasi pembayaran dividen dapat berasal dari kontrak hutang, saham preferen, maupun obligasi.

3. Teori-teori Kebijakan Dividen

a. Teori *Irrelevansi Dividen*

Dalam teori ini menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak memberikan pengaruh baik terhadap biaya modal maupun harga saham perusahaan. Teori ini mengacu pada pendapat MM yang mengatakan bahwa dalam dunia yang sempurna dimana tidak terdapat biaya transaksi, tidak terdapat pajak, ada kepastian, dan tidak ada pasar lain yang sempurna, pembayaran dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Nilai suatu perusahaan ditentukan oleh kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan resiko dari investsasi.

Dengan demikian maka kebijakan dividen sebenarnya tidak relevan untuk dipermasalahkan.

b. *Bird In The Hand Theory*

Mayron Gordon dan John Lintner berpendapat bahwa keuntungan akan meningkat sebagai akibat dari adanya penurunan pembayaran dividen dan investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada menunggu *capital gain*. Gordon-Lintner beranggapan bahwa satu burung ditangan lebih berharga daripada seribu burung di udara. Dasar pemikirannya adalah bahwa investor pada umumnya menghindari resiko, dan dividen yang diterima sekarang memiliki resiko yang lebih kecil daripada *capital gain*. Sebaliknya apabila dividen dikurangi atau tidak dibayarkan, tingkat ketidakpastian investor akan meningkat dan menyebabkan peningkatan pengembalian yang diinginkan untuk setiap pengurangan *dividend yield*.

c. Kebijakan Dividen Residual (*Residual Theory of Dividend*)

Menurut teori ini, perusahaan menetapkan kebijakan dividen setelah semua investasi yang menguntungkan habis dibiayai. Dengan kata lain, dividen yang dibayarkan merupakan “sisa” (residual) setelah semua usulan investasi yang menguntungkan habis dibiayai (Hanafi, 2004). Dasar daripada teori ini adalah investor lebih senang jika perusahaan menahan laba dan menginvestasikannya kembali daripada pembayarannya sebagai dividen, dengan syarat bahwa penghasilan

dari reinvestasi tersebut melebihi tingkat pengembalian yang bisa diperoleh investor dari investasi lainnya pada tingkat resiko yang sama.

d. *Tax Differential Theory*

Tax Differential Theory menyatakan bahwa dividen dibayarkan rendah. Yang mendasari teori ini: 1) Efek pajak: Litzenberger dan Ramaswamy berargumen bahwa pajak *capital gain* biasanya lebih tinggi dibandingkan dividen. Di samping itu, pajak *capital gain* ini akan efektif apabila *capital gain* tersebut direalisasi (saham dijual) atau dengan kata lain pajak efektif atas *capital gain* dapat ditunda. Sedangkan pajak dividen akan dibayarkan pada saat dividen diterima. Maka dari itu, dividen seharusnya dibayar rendah agar dapat menghemat pajak. 2) Biaya Emisi (*Flotation Costs*): perusahaan yang membayarkan dividen dan kemudian menerbitkan saham maka harus membayar biaya emisi saham. Biaya modal eksternal lebih besar dibandingkan biaya modal internal, karena adanya biaya emisi, biaya transaksi, dan biaya *underpricing* saham. Maka dari itu lebih baik membagikan dividen rendah agar tidak harus menerbitkan saham baru (Hanafi, 2004).

e. *Signaling Theory*

Menurut teori signaling ini dividen dapat digunakan sebagai signal oleh perusahaan. Jika perusahaan merasa bahwa prospek di masa mendatang baik, pendapatan, aliran kas diharapkan meningkat atau

diperoleh pada tingkat dimana dividen yang meningkat dapat dibayarkan, maka perusahaan akan meningkatkan dividen. Pasar akan merespon positif pengumuman kenaikan dividen tersebut. Modigliani-Miller (1961) menyatakan bahwa dengan adanya kenaikan dividen investor menangkapnya sebagai “*sinyal*” bahwa manajemen perusahaan telah memperkirakan adanya peningkatan laba perusahaan di masa yang akan datang.

f. Efek Klien (*Clientele Effect*)

Modigliani-Miller menyatakan bahwa pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan (Tarmizi dan Agnes, 2016). Dalam teori ini dijelaskan bahwa terdapat banyak kelompok investor dengan berbagai kepentingannya. Ada investor yang lebih menyukai pendapatan berupa dividen tetapi ada pula yang lebih memilih untuk menginvestasikan kembali pendapatan mereka karena kelompok ini berada dalam tarif pajak yang tinggi. Dengan adanya dua kelompok tersebut, perusahaan dapat menentukan kebijakan dividen yang oleh perusahaan dianggap paling baik. (Sartono, 2001).

4. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan menjelaskan mengenai *agency relationship* dan masalah-masalahnya. *Agency relationship* adalah hubungan antara *principal*/pemegang saham dengan *agent*/manajer perusahaan. Tugas manajer sebagai agen adalah untuk menjalankan perusahaan, agar dapat

mencapai tujuan dari pemegang saham yaitu memaksimalkan nilai perusahaan (kemakmuran pemegang saham). Dipilihnya manajer oleh pemegang saham untuk mengelola perusahaan, akan memunculkan perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Hal inilah yang disebut dengan konflik keagenan. Konflik keagenan biasanya terjadi antara manajer dengan pemegang saham atau bisa juga antara *debtholders* dan *stockholders*. Konflik keagenan potensial terjadi pada perusahaan yang mana manajer memiliki kurang dari 100% saham perusahaan. Maka dari itu, pada kenyataannya manajer seringkali bersikap *opportunistic* dan lebih mementingkan keuntungannya sendiri daripada kepentingan dan kemakmuran pemegang saham. Manajer bertindak tidak untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melainkan memperbesar skala perusahaan dengan cara ekspansi atau membeli perusahaan lain. Hal ini dilakukan untuk meningkatkan keamanan posisi manajer dari ancaman pengambilalihan oleh perusahaan lain, selain itu juga untuk meningkatkan power/kekuasaan, status, dan gaji manajer.

Konflik keagenan dapat terjadi juga antara *stockholders* dan *debtholders*. Hal ini disebabkan karena *debtholders* merasa di eksploitasi oleh pemegang saham. Pandangan ini terjadi apabila perusahaan sukses maka yang paling menikmati keuntungannya adalah pemegang saham, namun apabila perusahaan sedang mengalami kesulitan atau bangkrut maka resiko akan ditanggung oleh pemegang saham dan *debtholders*. Upaya meminimumkan adanya konflik keagenan dapat dilakukan dengan suatu

mekanisme pengawasan/*monitoring* terhadap pihak manajemen perusahaan. Namun disisi lain dari adanya pengawasan ini akan menimbulkan adanya *agency cost*. *Agency cost* dapat dikurangi dengan beberapa pendekatan antara lain dengan meningkatkan kepemilikan manajerial, menggunakan kebijakan hutang, menggunakan kebijakan dividen, dan mengaktifkan pengawasan melalui investor institusional. (Sartono, 2001).

5. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan investasi saham, yang dimiliki oleh institusi lain, seperti perusahaan dana pensiun, reksadana, dan lain-lain dalam jumlah yang besar (Brigham dan Houtson, 2001 dalam Kasmon dkk., 2016). Adanya kepemilikan institusional dapat membantu melakukan pengawasan dan *monitoring* terhadap manajer perusahaan sehingga akan mengurangi adanya konflik keagenan dan nantinya juga akan mengurangi *agency cost*. Semakin tinggi kepemilikan institusional dalam perusahaan akan membuat pengawasan terhadap manajer perusahaan semakin efektif dan optimal sehingga akan mengurangi perilaku *opportunistic* manajer. Perilaku *opportunistic* manajer adalah perilaku manajer yang melakukan segala kesempatan untuk keuntungan dan kepentingan dirinya sendiri. Dengan semakin tinggi kepemilikan institusional akan membuat manajer berhati-hati dalam membuat keputusan salah satunya adalah mengenai kebijakan dividen karena harus memikirkan kepuasan pihak institusi juga. Pengukuran kepemilikan institusional dapat

dilakukan dengan membagikan persentase saham yang dimiliki institusi dengan saham yang beredar (Harmawan, 2015).

6. *Free Cash Flow*

Sartono (2001) Aliran kas bebas adalah *cash flow* yang tersedia untuk dibagikan kepada investor setelah perusahaan melakukan investasi pada *fixed asset* dan *working capital* yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan usahanya. Sementara Jensen (1986) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. *Free cash flow* merupakan kas yang tersedia setelah semua kebutuhan investasi yang *profitable* sudah dibiayai. Rosdini (2009) menjelaskan bahwa *free cash flow* dapat dihitung dengan mengurangi kas dari aktivitas operasi dengan pengeluaran modal bersih perusahaan dan perubahan modal kerja. Aliran kas operasi merupakan kas yang berasal dari kegiatan utama perusahaan dan merupakan laba bersih perusahaan tanpa memasukkan biaya bunga dan depresiasi. Sedangkan pengeluaran modal merupakan kas untuk membeli aset-aset tetap perusahaan kemudian dikurangi penjualan aset-aset tersebut dan perubahan modal kerja merupakan kas yang digunakan untuk investasi pada aset-aset lancar.

Semakin besar *free cash flow* dapat menandakan bahwa semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang, dan dividen. Dengan kata lain,

perusahaan yang memiliki *free cash flow* tinggi dianggap bahwa perusahaan tersebut memiliki kinerja yang baik dan mampu *survive* dalam situasi yang buruk sedangkan perusahaan yang memiliki *free cash flow* rendah atau bahkan negatif dapat menandakan bahwa sumber dana internal tidak mampu memenuhi kebutuhan investasi perusahaan sehingga diperlukan tambahan dana eksternal berupa hutang ataupun dengan penerbitan saham baru.

Adanya *free cash flow* pada perusahaan sering menjadi pemicu perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Ketika tersedia *free cash flow*, manajer seringkali disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* sehingga terjadi *inefisiensi* pada perusahaan atau akan menginvestasikan *free cash flow* dengan *return* yang kecil (Smith & Kim, 1994 dalam Rosdini, 2009). Sartono (2001) menyebutkan bahwa *free cash flow* sebenarnya merupakan hak pemegang saham. *Free cash flow* lebih baik dibagikan ke pemegang saham dalam bentuk dividen karena perusahaan sudah tidak mempunyai kesempatan investasi yang menguntungkan. Dengan membagikan *free cash flow* dalam bentuk dividen ke pemegang saham selain dapat mengurangi *agency cost* juga dapat memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Maka dari itu, *free cash flow* yang besar akan membawa peningkatan pula pada pembayaran dividen oleh perusahaan.

7. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan rasio keuangan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan (Hanafi, 2004). Tujuan didirikannya perusahaan pastinya adalah untuk memperoleh laba,

maka wajarlah jika profitabilitas ini menjadi fokus utama investor atau pakar analis dalam menilai perusahaan. Semakin tinggi kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba, maka semakin besar *return* yang diharapkan investor. Perusahaan dengan laba yang stabil atau cenderung meningkat dapat menetapkan tingkat pembayaran dividen dengan yakin dan memberikan sinyal mengenai kualitas perusahaan.

Sartono (2001) mengemukakan beberapa rasio yang dapat digunakan untuk mengukur profitabilitas yaitu:

a. *Profit margin*

Profit margin menghitung sejauh mana kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih pada tingkat penjualan tertentu. *Profit margin* dapat dihitung dengan membagikan laba bersih perusahaan dengan penjualan.

b. ROA (*Return on Asset*)

ROA mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan tingkat aset tertentu. ROA dapat dihitung dengan membagikan laba bersih perusahaan dengan total aset perusahaan.

c. ROE (*Return on Equity*)

ROE mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih berdasarkan modal tertentu. ROE dapat dihitung dengan membagikan laba bersih perusahaan dengan total ekuitas perusahaan.

8. *Leverage*

Leverage merupakan rasio keuangan untuk mengukur perusahaan dalam memenuhi total kewajibannya (Hanafi, 2004). *Leverage* juga dapat diartikan sebagai penggunaan aset dan sumber dana oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap dengan maksud untuk meningkatkan keuntungan pemegang saham (Sartono, 2001). Perusahaan menggunakan *leverage* dengan tujuan untuk memperoleh keuntungan yang lebih besar dibandingkan biaya aset dan sumber dananya yang pada akhirnya dapat meningkatkan keuntungan pemegang saham juga. Namun, penggunaan *leverage* juga dapat meningkatkan resiko keuntungan karena apabila perusahaan ternyata memperoleh keuntungan lebih rendah dari biaya tetapnya, penggunaan *leverage* akan menurunkan keuntungan pemegang saham. Dalam manajemen keuangan dikenal 2 jenis *leverage* yaitu *operating leverage* dan *financial leverage*. *Operating leverage* merupakan beban tetap operasional yang digunakan perusahaan seperti biaya produksi, pemasaran, dan gaji bulanan karyawan. Sedangkan *financial leverage* merupakan beban tetap keuangan yang digunakan perusahaan seperti pembayaran bunga atau hutang.

Dalam penelitian ini hanya menggunakan *financial leverage* saja untuk mengukur pengaruhnya terhadap kebijakan dividen. Rasio pengukuran yang dapat digunakan adalah *debt to asset ratio* dan *debt to equity ratio*. Perusahaan yang tidak *solvable* adalah perusahaan yang mempunyai total hutang lebih besar dibandingkan total asetnya maupun

ekuitas perusahaan. Rasio *leverage* yang tinggi dapat menunjukkan bahwa pendanaan perusahaan tergantung pada pihak luar (kreditur). Penggunaan hutang yang terlalu besar akan berdampak kurang baik untuk perusahaan maupun pemegang saham. Besarnya hutang yang dimiliki perusahaan membuat bertambahnya kewajiban yang harus dipenuhi perusahaan sehingga akan mengurangi laba yang diperoleh dan nantinya juga akan berdampak pada besarnya dividen yang dibagikan. Hal ini terjadi karena perusahaan akan cenderung memprioritaskan kewajibannya dalam membayar hutang dari pada untuk dividen.

9. Ukuran Perusahaan

Ukuran perusahaan (*firm size*) adalah suatu skala di mana dapat diklasifikasikan besar kecilnya perusahaan menurut berbagai cara, antara lain: *log* total aktiva, *log* total penjualan, dan kapitalisasi pasar. Menurut Sari (2010) ukuran perusahaan berhubungan dengan fleksibilitas dalam mendapatkan dana dan memperoleh laba dengan melihat pertumbuhan aset perusahaan. Dalam penelitian ini menggunakan proksi *log* total aktiva untuk mengukur ukuran perusahaan. Total aset dinilai lebih stabil untuk menunjukkan besar kecilnya perusahaan (Devi dan Erawati, 2014).

Perusahaan besar dipandang memiliki stabilitas dalam labanya karena mampu memaksimalkan penggunaan sumber daya perusahaannya. Disisi lain, menurut Sartono (2001) perusahaan besar yang sudah *well-established* lebih mudah memperoleh modal di pasar modal dibandingkan perusahaan kecil. Perusahaan besar lebih mudah masuk ke pasar modal

dan memperoleh pendanaan eksternal. Dengan begitu perusahaan besar cenderung membagikan dividen lebih besar. Tujuan pembayaran dividen besar ini untuk menjaga reputasi perusahaan di mata investor. Sebaliknya perusahaan yang kecil memiliki aset sedikit sehingga laba yang didapat cenderung akan ditahan karena digunakan untuk menambah aset perusahaan sehingga dividen yang dibagikan juga rendah.

B. Hasil Penelitian Terdahulu

Penelitian empiris mengenai kebijakan dividen yang sudah dilakukan oleh peneliti sebelumnya adalah sebagai berikut:

Sari dan Budiasih (2016) dengan judul penelitian “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow* Dan Profitabilitas Pada Kebijakan Dividen”. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, *free cash flow* memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, sementara profitabilitas dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Firmanda dkk. (2015) yang berjudul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan Dan *Cash Position* Terhadap Kebijakan Dividen” menyatakan bahwa kepemilikan institusional dan ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen, kebijakan hutang mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, sementara

kepemilikan manajerial, profitabilitas dan *Cash Position* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Penelitian Idawati dan Sudiartha (2014) yang berjudul “Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur Di BEI” menyatakan bahwa profitabilitas, likuiditas, dan ukuran perusahaan secara bersama-sama berpengaruh pada kebijakan dividen, profitabilitas dan likuiditas secara parsial mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen sementara ukuran perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap kebijakan dividen.

Penelitian Kardianah dan Soejono (2013) dengan judul “Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen” menunjukkan bahwa kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, profitabilitas dan kebijakan hutang mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, sementara likuiditas berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian Tarmizi dan Agnes (2016) dengan judul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, *Free Cash Flow* Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur *Go Public* Yang Terdaftar Di BEI (Periode 2010 – 2013)” . Hasil penelitian ini menyatakan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, sementara kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Novelma (2014) dengan judul “Pengaruh *Insider Ownership*, *Free Cash Flow* Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen (Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia)”. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *insider ownership* dan *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sementara profitabilitas mempunyai pengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen.

Devi dan Erawati (2014) dengan judul penelitian “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, *Leverage*, Dan Ukuran Perusahaan Pada Kebijakan Dividen Perusahaan Manufaktur”. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, *leverage* mempunyai pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen dan ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Herwidodo (2013) dengan judul penelitian “Analisis Pengaruh *Free Cash Flow*, Profitabilitas, Likuiditas, *Leverage*, Dan *Earning Per Share* Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Tahun 2008-2011”. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa *free cash flow*, profitabilitas, likuiditas dan EPS tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Sementara *leverage* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Penelitian Kasmon dkk. (2016) dengan judul penelitian “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Arus Kas Bebas, dan *Leverage* Keuangan Terhadap Pembayaran Dividen Tunai Pada Saham- Saham Blue-Chip (LQ45) Pada Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2013”. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan arus kas bebas

tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai, sementara kepemilikan institusional dan *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pembayaran dividen tunai.

Penelitian Ismutmainah dkk. (2017) dengan judul “*Effect Of Cash Ratio, Leverage Operating, Financial Leverage, Profitability, size Copanies, Manageral Ownership, Ownership Of Institutional And Dividend Payout Ratio Of Its Real Estate And Property Listed BEP*”. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *current ratio*, *leverage* operasi, profitabilitas, dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Variabel *leverage financial* berpengaruh negatif dan signifikan. Sementara variabel *cash ratio*, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Penelitian Simbolon dan Sampurna (2017) dengan judul “Analisis Pengaruh *Firm Size, DER, Asset Growth, ROE, EPS, Quick Ratio*, dan *Past Dividend* terhadap *Dividend Payout Ratio*”. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa variabel ROE berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Variabel DER dan *asset growth* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Sementara variabel *firm size*, EPS, dan *quick ratio* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Penelitian Ridho (2014) dengan judul “Pengaruh Struktur Kepemilikan, *Investement Opportunity Set (IOS)* dan Rasio Keuangan Terhadap Kebijakan Dividen”. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan

leverage berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan institusional dan profitabilitas berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan IOS berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

C. Hipotesis

1. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham perusahaan oleh pihak institusi baik pemerintahan, swasta, domestik maupun institusi asing. Saham milik institusi biasanya berjumlah cukup besar dibandingkan kepemilikan lainnya dan menjadi mayoritas saham perusahaan karena sumber daya yang dimiliki lebih besar dari yang lain (Sari dan Budiarsih, 2016). Perusahaan dengan kepemilikan saham institusional dalam jumlah besar akan menimbulkan kekuasaan yang besar yang dimiliki pihak investor institusi tersebut. Adanya kepemilikan institusional dalam jumlah yang besar dapat mengurangi adanya konflik keagenan karena dari adanya kepemilikan institusional tersebut dapat membuat kos pengawasan (*agency cost*) menjadi berkurang. Jensen dan Mecking (1976) menyatakan bahwa keberadaan investor institusi mampu menjadi mekanisme monitoring yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer perusahaan. Dengan kata lain adanya kepemilikan institusional dapat membantu mengawasi kinerja manajer sehingga dapat menekan sifat *opportunistic* manajer yang mementingkan kesejahteraan pribadi dan nantinya akan meningkatkan kinerja manajer perusahaan.

Adanya monitoring tersebut akan membuat manajer lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan. Salah satu keputusan tersebut adalah keputusan dalam hal penetapan dividen .

Sesuai dengan *bird in the hand theory* yang menyatakan bahwa pemilik saham lebih memilih dividen yang pasti dari pada *capital gain*, maka pihak institusi yang memiliki saham di perusahaan juga menginginkan hal yang sama yaitu pengembalian berupa dividen. Sehingga kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Hal ini diperkuat dengan hasil penelitian Firmanda dkk., (2015), Kardinah dan Soejono (2013), dan Tarmizi dan Agnes (2016) bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Artinya bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin tinggi kebijakan dividen. Maka dari itu dapat dirumuskan hipotesisnya sebagai berikut:

H1: Kepemilikan Institusional berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen

2. Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen

Pembayaran dividen merupakan arus kas keluar sehingga keputusan apakah perusahaan akan membayarkan dividen atau seberapa besar dividen yang dibayarkan sangat bergantung pada posisi kas perusahaan. Meskipun perusahaan memiliki laba yang tinggi namun posisi kas perusahaan tidak baik, perusahaan mungkin saja tidak membayarkan dividen. *Free cash*

flow sendiri adalah kas yang tersisa setelah seluruh proyek yang *profitable* bagi perusahaan dilakukan (Jensen, 1986). Definisi lain menyebutkan bahwa *free cash flow* merupakan nilai *residu* (sisa) atas dana yang telah dikeluarkan perusahaan untuk biaya operasional maupun biaya modal perusahaan. *Free cash flow* dapat mencerminkan kas yang secara aktual ada untuk pemegang saham. Sartono (2001) menyebutkan bahwa *free cash flow* sebenarnya merupakan hak pemegang saham. Perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang besar menandakan bahwa perusahaan tersebut memiliki kelebihan dana. Adanya dana yang berlebih tersebut dapat didistribusikan ke pemegang saham sebagai dividen. Hal itu dapat memakmurkan pemegang saham dan juga dapat meminimumkan *agency cost* karena konflik keagenan dari adanya *free cash flow*.

Teori kebijakan dividen residual menyebutkan bahwa perusahaan akan membayarkan dividen setelah semua investasi yang menguntungkan habis dibiayai. Dengan kata lain, dividen yang dibayarkan merupakan “sisa” (residual) kas yang disebut dengan aliran kas bebas. Maka dengan semakin tingginya *free cash flow* akan semakin tinggi pula dividen yang dibayarkan. Hasil pengujian yang dilakukan oleh Sari dan Budiasih (2016) dan Tarmizi dan Agnes (2016) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan begitu dapat dirumuskan hipotesisnya sebagai berikut:

H2: *Free Cash Flow* berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen

3. Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen

Profitabilitas merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu (Hanafi, 2004). Semakin tinggi profitabilitas maka menandakan semakin tinggi pula laba yang diperoleh perusahaan. Laba menjadi hal yang diperhitungkan dalam pembayaran dividen karena dividen sendiri merupakan bagian dari laba yang dibagikan kepada investor. Hal ini seperti yang dikatakan Rudianto (2012) bahwa dividen merupakan bagian dari laba usaha yang diperoleh perusahaan dan kemudian diberikan perusahaan sebagai imbalan atas ketersediaan pemegang saham menanamkan hartanya pada perusahaan tersebut. Sehingga profitabilitas yang tinggi akan membuat posisi pemegang saham perusahaan semakin kuat karena dengan semakin besar laba bersih maka tingkat pengembalian investasi berupa dividen juga akan semakin besar.

Menurut teori *Bird In The Hand* bahwa investor pada umumnya lebih memilih pengembalian berupa dividen dari pada *capital gain*, maka dari adanya peningkatan dividen tersebut akan menyenangkan dan memakmurkan pemegang saham. Dari hal tersebut dapat dikatakan bahwa kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba menjadi penentu perusahaan dalam keputusan pembagian dividen.

Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kardianah dan Soejono (2013), Tarmizi dan Agnes (2016), dan Novelma (2014) yang menyebutkan bahwa profitabilitas mempunyai pengaruh positif terhadap

kebijakan dividen. Artinya dengan semakin tinggi nilai profitabilitas maka dividen yang dibagikan semakin besar. Maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3: Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen

4. Pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen

Teori keagenan menjelaskan bahwa konflik keagenan potensial terjadi antara perusahaan, pemegang saham, dan kreditor. Kreditor memiliki hak atas laba yang diperoleh perusahaan dan sebagian aset perusahaan. *Leverage* merupakan rasio keuangan yang dapat menunjukkan seberapa besar perusahaan dalam menggunakan hutang untuk membiayai operasional perusahaannya. Semakin tinggi *leverage* maka menandakan bahwa pendanaan perusahaan sebagian besar berasal dari hutang dibandingkan dengan modal sendiri. Meningkatnya beban terhadap kreditor menunjukkan bahwa sumber modal perusahaan sangat tergantung dari pihak luar (kreditor).

Besarnya beban hutang yang ditanggung perusahaan akan mempengaruhi laba bersih yang akan diperoleh perusahaan. Hal ini terjadi karena perusahaan harus membayarkan kewajibannya dan bunganya terlebih dahulu daripada membayarannya sebagai dividen ke pemegang saham. Semakin besar hutang perusahaan maka semakin besar pula kewajiban perusahaan untuk melunasi hutang tersebut dengan begitu maka laba bersih yang didapat perusahaan juga akan semakin sedikit. Rudiano (2012)

mengatakan bahwa dividen merupakan bagian dari laba usaha yang diperoleh perusahaan dan kemudian diberikan perusahaan sebagai imbalan atas ketersediaan pemegang saham menanamkan hartanya pada perusahaan tersebut. Sehingga dengan semakin sedikitnya laba bersih yang didapat perusahaan maka akan berimbas pula pada berkurangnya dividen yang dibagikan pada pemegang saham. Maka antara *leverage* dengan kebijakan dividen mempunyai hubungan yang negatif.

Hal ini didukung oleh penelitian Simbolon dan Sampurno (2017), Firmanda dkk. (2015), dan Devi dan Erawati (2014) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Artinya semakin tinggi *leverage* (DER) maka semakin rendah kebijakan dividen (*dividend payout ratio*). Dari uraian di atas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H4: *Leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap Kebijakan Dividen

5. Pengaruh ukuran perusahaan (*firm size*) terhadap kebijakan dividen

Ukuran perusahaan merupakan skala mengenai besar kecilnya suatu perusahaan. Ukuran perusahaan dianggap memainkan peran penting dalam menjelaskan rasio pembayaran dividen perusahaan karena perusahaan yang besar dianggap lebih mampu membayarkan dividen dibandingkan dengan perusahaan kecil. Idawati dan Sudiartha (2014) menyebutkan bahwa perusahaan dengan ukuran besar cenderung memiliki suatu kemudahan dalam aksesnya menuju pasar modal. Hal ini dapat terjadi karena

perusahaan besar pada umumnya memiliki aset yang besar yang dapat dijadikan sebagai jaminan untuk memperoleh sumber dana di pasar modal. Kemudahan akses ke pasar modal akan mempengaruhi fleksibilitas perusahaan dalam memperoleh sumber dana sehingga perusahaan memiliki kesempatan untuk membayar dividen yang tinggi kepada pemegang sahamnya. Seperti yang diungkapkan Hanafi (2004) bahwa kemudahan akses ke pasar keuangan juga merupakan faktor dalam penentuan kebijakan dividen. Maka dari itu antara ukuran perusahaan dan pembayaran dividen memiliki hubungan positif.

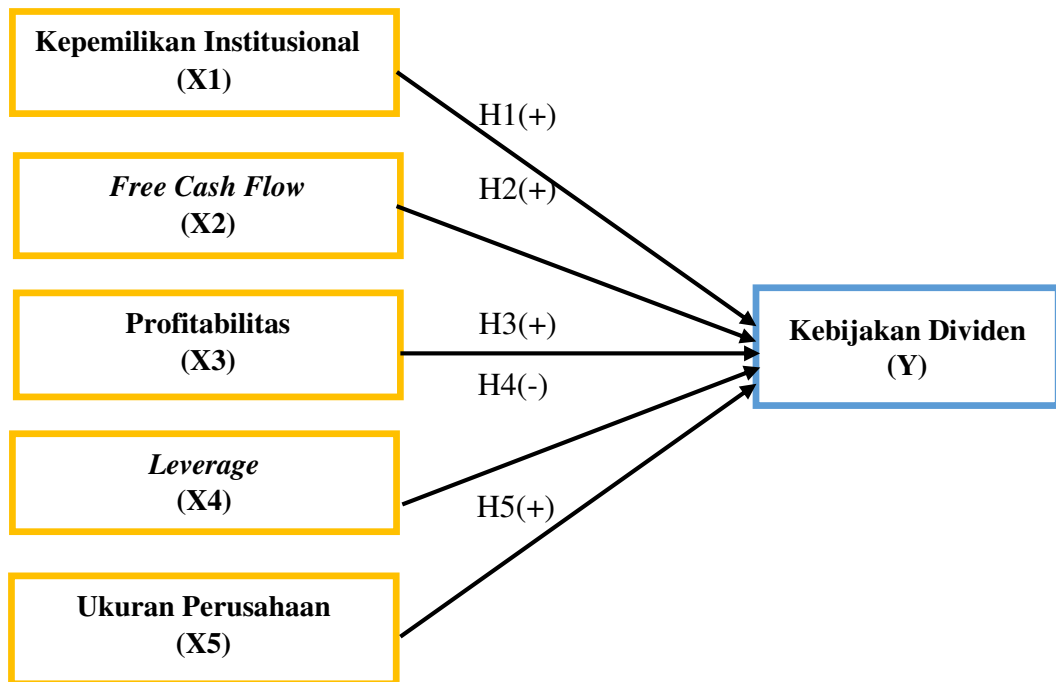
Hal ini didukung oleh penelitian Ismutmainah dkk., (2017), Devi dan Erawati (2014) dan Kardianah dan Soejono (2013) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh yang positif terhadap kebijakan dividen. Artinya semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Berdasarkan uraian di atas maka dapat dirumuskan hipotesisnya sebagai berikut:

H5: Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen

D. Model Penelitian

Sesuai dengan kerangka berfikir yang telah diuraikan di atas maka dapat digambarkan ke dalam model penelitian yang memperlihatkan pengaruh variabel independen (kepemilikan institusional, *free cash flow*, profitabilitas,

leverage, dan ukuran perusahaan) dengan variabel dependennya kebijakan dividen sebagai berikut:



Gambar 2. 1 Model Penelitian

Keterangan:

H1: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

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

H3: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

H4: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

H5: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen