

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. LANDASAN TEORI

1. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah bagian dari keputusan investasi yang dimiliki oleh perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan dituntut untuk memberikan imbal hasil berupa dividen kepada investor sebagai sesuatu yang ditunggu oleh investor dalam investasinya terhadap saham perusahaan tersebut (Chayati dan Asyik, 2017). Kebijakan dividen tidak bisa dilepaskan dari teori keagenan dan teori kebijakan dividen. Di dalam teori keagenan, hubungan keagenan adalah sebagai kontrak, dimana satu atau beberapa orang mempekerjakan orang untuk melaksanakan pekerjaan jasa dan memberikan wewenang untuk mengambil keputusan kepada agen (Meckling, 1976 dalam Jayati dan Cahyonowati, 2014).

Menurut teori ini, dividen baru akan dibagikan ketika perusahaan memiliki kas sisa setelah proyek investasinya yang memiliki *net present value* positif selesai dilakukan. Bisa dibilang bahwa pembagian dividen menjadi prioritas terakhir perusahaan. Apabila perusahaan tersebut tidak mempunyai kas sisa setelah proyek investasinya, maka dividen tidak akan dibagikan. Hal ini bisa menjadi

penjelasan mengapa perusahaan yang sedang bertumbuh jarang untuk membagikan dividennya dibandingkan dengan perusahaan yang sudah berada di posisi dimana laju pertumbuhannya sudah melambat. Perusahaan yang sedang bertumbuh cenderung akan menahan keuntungan yang diperolehnya dalam bentuk laba ditahan yang berguna untuk membiayai investasi perusahaannya, yang mana nantinya akan menyebabkan angka pembagian dividen menjadi kecil. Di lain sisi, perusahaan yang pertumbuhannya telah melambat atau dengan kata lain ukuran perusahaan sudah besar, tidak akan terlalu banyak membiayai kegiatan investasi, sehingga keuntungan yang diperoleh lebih banyak dialokasikan untuk membagikan dividen. Tentu saja hal ini akan membuat angka pembagian dividen perusahaan menjadi tinggi (Jayati dan Cahyonowati, 2014).

Ada enam teori yang menerangkan tentang kebijakan dividen ini, yaitu antara lain :

a. Dividen adalah Tidak Relevan

Teori yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller (1961) ini menyatakan bahwa pembagian dividen tidak akan mempengaruhi kemakmuran investor. Modigliani dan Miller pun menyebutkan bahwa nilai suatu perusahaan ditentukan oleh *earning power* dari aset perusahaan tersebut. Hal ini bisa diartikan bahwa nilai perusahaan tergantung pada keputusan investasi. Selain itu, keputusan perusahaan apakah keuntungan yang didapat

akan dibayarkan kepada para investor atau disimpan sebagai laba ditahan tidak akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan (Sartono, 2001).

b. *The Bird in the Hand Theory*

Teori yang dikemukakan oleh Lintner (1962) dan Gordon (1963) ini menyatakan bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan mengalami peningkatan jika persentase keuntungan yang dibagikan kepada para investor rendah. Menurut mereka, pemegang saham cenderung menilai jumlah yang diterima dari dividen lebih besar daripada *capital gains* yang disebabkan risiko yang dimiliki oleh dividen lebih rendah dibandingkan dengan *capital gains*. Hal inilah yang menyebabkan investor cenderung lebih memilih menerima dividen daripada harus menunggu menjual saham perusahaan tersebut untuk mendapatkan *capital gains* (Ramadhan, 2016).

c. *Residual Theory of Dividend*

Weston dan Brigham (1984) menyatakan bahwa dividen yang dibagikan kepada pemegang saham merupakan sisa dari keuntungan yang diperoleh perusahaan setelah digunakan untuk membiayai proyek yang telah direncanakan sebelumnya. Atau dengan kata lain, perusahaan hanya akan membagikan dividen apabila dana yang dimiliki oleh perusahaan setelah melaksanakan proyek dalam keadaan surplus (Rosdini, 2009 dalam Neswari dan

Priyadi, 2017). Teori ini didasarkan pada asumsi bahwa pemegang saham cenderung lebih menyukai apabila perusahaan menahan keuntungan mereka dan kemudian diinvestasikan kembali daripada dibagi dalam bentuk dividen, namun dengan syarat *return* yang diperoleh perusahaan dari kegiatan investasi ini lebih besar daripada tingkat *return* yang seharusnya diterima oleh investor dari kegiatan investasi lainnya yang memiliki tingkat risiko yang sama (Brigham dan Houston, 2014).

d. *Tax Differential Theory*

Litzenberger dan Ramaswamy (1979) mengemukakan bahwa para pemegang saham cenderung menyukai *capital gains* dibandingkan dengan dividen apabila keuntungan terhadap *capital gains* dan dividen dikenakan pajak. Hal ini dikarenakan *capital gains* akan menunda pembayaran pajak karena pajak tersebut baru akan dibayarkan apabila investor menjual saham perusahaan, sedangkan apabila perusahaan membagikan dividen, investor harus membayar pajak atas dividen setiap tahun setelah dividen tersebut dibagikan (Ramadhan, 2016).

e. *Signalling Hypothesis Theory*

Menurut teori ini, kenaikan dari tingkat dividen yang dibayarkan biasanya menjadi tanda bagi pemegang saham bahwa manajemen memperkirakan akan mendapatkan keuntungan yang lebih baik di masa mendatang. Namun apabila dividen yang

dibayarkan mengalami penurunan, pemegang saham akan meyakini bahwa hal tersebut merupakan pertanda perusahaan akan menghadapi masa sulit dalam hal pembagian dividen di masa mendatang (Ramadhan, 2016).

f. *Clientele Effect Theory*

Menurut teori ini, kelompok investor yang berbeda akan memiliki pandangan yang berbeda pula terhadap kebijakan dividen yang dimiliki oleh perusahaan. Hal ini bisa diartikan bahwa di satu sisi terdapat pemegang saham yang cenderung lebih menyukai keuntungan perusahaan dibagikan dalam bentuk dividen, namun di sisi lain terdapat pemegang saham yang cenderung lebih menyukai keuntungan yang didapat oleh perusahaan ditahan dan kemudian diinvestasikan kembali (Ramadhan, 2016).

2. Dividen

Dividen adalah suatu bentuk pembagian keuntungan perusahaan yang dilakukan oleh pemilik perusahaan kepada investor dalam bentuk tunai (*cash dividend*) atau dalam bentuk saham (*stock dividend*) (Ross *et al.* 2016). Menurut Hanafi (2013) dalam Hidayati dan Retnani (2015) menyatakan dividen adalah kompensasi yang diterima oleh investor, selain *capital gains*. Dividen berguna untuk menjadi indikator kinerja dari suatu perusahaan di masa sekarang dan masa mendatang dan tingkat risiko yang akan mempengaruhi harga pasar saham (Kania dan Bacon, 2005 dalam Hidayati dan Retnani, 2015).

Menurut Pernyataan Standar Akuntansi atau PSAK (Deitiana, 2011 dalam Hidayati dan Retnani, 2015) menyatakan bahwa dividen adalah pembagian keuntungan yang diperoleh perusahaan kepada investor dengan proporsi mereka dari jenis modal tertentu. Dividen akan dibayarkan hanya apabila perusahaan mendapatkan keuntungan. Sedangkan apabila perusahaan mendapatkan kerugian, maka pemegang saham tidak bisa mendapatkan dividen. Perusahaan yang mendapatkan tingkat keuntungan yang tinggi akan membagikan dividen dalam jumlah yang tinggi pula. Maka dari itu, apabila perusahaan mampu membagikan dividen kepada para pemegang saham, maka hal tersebut bisa dijadikan sebagai suatu tanda bahwa perusahaan tersebut memperoleh laba dan memiliki kinerja baik. Perusahaan yang kinerjanya baik akan berdampak pada pemegang saham yang akan terus mempertahankan saham yang ditanam di dalam perusahaan tersebut.

Terdapat beberapa macam jenis dividen yang dibagikan oleh perusahaan, yaitu antara lain :

a. *Cash Dividend*

Cash Dividend atau dividen tunai merupakan dividen yang umumnya dibagikan oleh perusahaan, yang berbentuk tunai. Tujuan dari dibagikannya dividen tunai ini yaitu untuk meningkatkan kinerja saham di bursa efek, termasuk tingkat pengembalian kepada investor (Chayati dan Asyik, 2017).

b. *Stock Dividend*

Stock dividend atau dividen saham adalah dividen yang dibagikan perusahaan kepada investor dalam bentuk lembar saham. Tujuan dari dibagikannya dividen saham ini yaitu untuk meningkatkan tingkat likuiditas perdagangan saham perusahaan di bursa efek. Perusahaan mungkin akan menurunkan nilai dari sahamnya dengan cara memperluas kepemilikan saham dan posisi likuiditas perusahaan yang menyebabkan tidak memungkinkannya pembayaran dividen dalam bentuk tunai (Chayati dan Asyik, 2017).

c. *Property Dividend*

Property dividend atau dividen properti merupakan dividen yang dibagikan oleh perusahaan kepada para pemegang sahamnya dalam bentuk aset selain kas (Chayati dan Asyik, 2017).

d. *Script Dividend*

Script dividend atau sertifikat dividen adalah suatu bentuk dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham oleh suatu perusahaan dalam bentuk sertifikat, yang menyatakan bahwa sertifikat tersebut dapat diuangkan (Chayati dan Asyik, 2017).

e. *Liquidating Dividend*

Liquidating dividend atau dividen likuidasi merupakan dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham oleh

perusahaan yang mana dividen tersebut merupakan pengembalian dari modal perusahaan (Chayati dan Asyik, 2017).

3. Kinerja Keuangan

Kinerja keuangan merupakan suatu perhitungan yang dilakukan untuk melihat sejauh mana perusahaan mampu melakukan pelaksanaan keuangan dengan menggunakan aturan yang baik dan benar (Fahmi, 2012 dalam Karauan dkk, 2017). Sedangkan menurut Hidayati dan Retnani (2015) mengemukakan bahwa kinerja keuangan merupakan suatu prestasi yang mampu dicapai perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasionalnya. Kinerja ini menunjukkan bagaimana suatu perusahaan dapat menggunakan serta mengatur seluruh sumberdaya yang digunakan dengan tepat yang nantinya perusahaan akan bisa menghasilkan keuntungan yang sesuai dengan tujuan utama perusahaan tersebut didirikan, yaitu memperoleh keuntungan yang membuat perusahaan tersebut bisa tumbuh, berkembang, dan tetap berlanjut. Kinerja tersebut juga bisa dijadikan bahan untuk penilaian kembali terhadap kinerja perusahaan sekarang dan di masa lalu, sehingga dapat dijadikan sebagai acuan untuk membuat keputusan. Kinerja keuangan dari suatu perusahaan dapat diukur dengan menggunakan rasio keuangan. Analisis rasio keuangan dihitung dengan membandingkan angka tertentu yang terdapat di dalam suatu akun terhadap angka yang ada di akun lainnya sehingga dapat menghindari kesalahan penafsiran (Murhadi, 2013 dalam Hidayati dan Retnani, 2015).

Untuk menghitung kinerja keuangan, dapat menggunakan analisis rasio keuangan, yaitu antara lain :

a. Profitabilitas

Profitabilitas adalah rasio yang mampu menunjukkan kemampuan dari suatu perusahaan dalam memperoleh keuntungan. Sumber keuntungan yang mampu diperoleh perusahaan bisa berasal dari penjualan, aset, ataupun ekuitas. Rasio profitabilitas ini juga sering digunakan karena terkait dengan tujuan keberlanjutan dari perusahaan. Rasio ini juga memiliki dampak yang besar bagi pemegang saham karena terkait dengan kesejahteraan dari pemegang saham itu sendiri (Hidayati dan Retnani, 2015).

Terdapat tiga cara yang biasanya digunakan dalam menghitung rasio profitabilitas ini, yaitu antara lain :

1) *Profit Margin*

Profit margin merupakan cara pertama dalam menghitung rasio profitabilitas. Cara ini menghitung kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan bersih pada tingkat penjualan tertentu. Rasio ini dapat diterapkan sebagai kemampuan suatu perusahaan dalam menekan biaya di perusahaan pada waktu tertentu (Hanafi, 2013).

$$\textit{Profit Margin} = \frac{\textit{Laba Bersih}}{\textit{Penjualan}}$$

2) *Return on Asset (ROA)*

Return on asset (ROA) merupakan cara yang digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan keuntungan bersih pada tingkat aset tertentu. Angka ROA yang tinggi menunjukkan bahwa manajemen aset yang dilakukan oleh perusahaan sudah dalam tingkat efisien. Hal ini dapat juga diartikan bahwa angka ROA yang tinggi berarti tingkat pengembalian atas aset yang dimiliki oleh perusahaan juga tinggi (Hanafi, 2013).

$$\text{Return on Asset} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}}$$

3) *Return on Equity (ROE)*

Return on equity (ROE) merupakan cara yang dilakukan untuk mengukur kemampuan dari suatu perusahaan dalam memperoleh keuntungan yang didasarkan pada modal saham tertentu yang dimiliki perusahaan tersebut. Rasio ini merupakan rasio yang didasarkan pada pandangan investor. Walaupun rasio ini mengukur keuntungan perusahaan dari sisi investor, namun rasio ini tidak dapat memperhitungkan keuntungan yang diterima oleh investor, baik dividen ataupun *capital gains* (Hanafi, 2013).

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Ekuitas}}$$

b. Likuiditas

Likuiditas adalah cara untuk menghitung kemampuan dari suatu perusahaan untuk melunasi hutang lancarnya dengan melihat pada aktiva lancar perusahaan tersebut relatif terhadap kewajiban jangka pendeknya (Hanafi, 2013).

c. Solvabilitas

Rasio solvabilitas atau sering dikenal dengan *leverage* adalah cara yang digunakan untuk menghitung kemampuan dari suatu perusahaan dalam melunasi hutang tidak lancarnya (Hanafi, 2013). Semakin besar angka rasio ini, maka akan semakin besar risiko yang perusahaan hadapi nantinya (Eltya dkk, 2016). Menurut Sartono (2001) dalam Sari dan Sudjarni (2015) menyebutkan bahwa rasio solvabilitas menunjukkan angka penggunaan utang suatu perusahaan untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan.

Terdapat beberapa cara yang biasanya digunakan untuk menghitung rasio solvabilitas atau *leverage* ini, yaitu antara lain :

1) *Debt to Asset Ratio*

Debt to asset ratio merupakan salah satu cara perusahaan untuk mengukur seberapa besar tingkat penggunaan hutang dalam membiayai aset perusahaan. Semakin tinggi angka rasio ini, maka semakin besar pula aset perusahaan yang dibiayai dengan hutang (Hanafi, 2013).

$$\text{Debt to Asset Ratio} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Aset}}$$

2) *Debt to Equity Ratio*

Debt to equity ratio merupakan salah satu cara perusahaan untuk mengukur seberapa besar tingkat penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan dalam membiayai kegiatan investasi perusahaan. Semakin tinggi angka rasio ini, maka semakin besar pula perusahaan dalam menggunakan hutang sebagai modal kegiatan investasinya (Hanafi, 2013).

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

d. *Aktivitas*

Rasio ini menghitung pada beberapa aset yang kemudian ditentukan berapa tingkat aktivitas aset-aset tersebut. Aktivitas yang rendah akan menyebabkan semakin berlebuhnya dana yang tertanam pada aset tersebut. Dana tersebut akan lebih memberikan keuntungan pada perusahaan apabila ditanamkan pada aset lainnya yang lebih menghasilkan (Hanafi, 2013).

e. *Rasio Pasar*

Rasio pasar ini adalah cara untuk menghitung harga pasar saham perusahaan terhadap nilai buku perusahaan tersebut. Rasio ini sebagian besar didasarkan pada sisi investor, walaupun dari sisi manajemen perusahaan juga memiliki kepentingan terhadap rasio ini. Rasio ini juga menghubungkan harga saham perusahaan dengan keuntungan dan arus kas (Brigham dan Houston, 2014).

4. Laporan Arus Kas

Wehantow (2015) dalam Wenas, dkk (2017) menjabarkan laporan arus kas sebagai instrumen perusahaan untuk melaporkan aliran kas yang masuk dan aliran kas yang keluar dari perusahaan selama satu periode. Laporan arus kas ini akan memberikan informasi tentang seberapa mampu perusahaan menghasilkan kas dari kegiatan operasional, investasi, dan membayar hutang serta membagikan dividen kepada investor. Hery (2016) dalam Wenas, dkk (2017) mengemukakan bahwa fokus dari kegiatan pelaporan keuangan ini adalah informasi tentang laba yang diperoleh perusahaan yang bisa menjadi suatu pertanda baik bagi perusahaan untuk menilai seberapa mampu perusahaan tersebut menghasilkan kas di masa yang akan datang.

Subramanyam, *et al.* (2010) dalam Wenas, dkk (2017) mengemukakan bahwa aliran kas operasi merupakan dasar dalam melihat laba bersih akrual perusahaan, yang mana aliran kas tersebut mampu menilai seberapa mampu perusahaan tersebut dalam melunasi hutang-hutangnya, membagikan dividen kepada investor, meningkatkan kapasitas produksi, serta mendapatkan sumber pendanaan.

5. Set Kesempatan Investasi

Set kesempatan investasi pada mulanya dinyatakan oleh Myers dan Erkadiningrum (2007) yang menjelaskan bahwa perusahaan sebagai satu kombinasi antara aktiva riil dan opsi investasi di masa yang akan datang. Opsi investasi tersebut tidak hanya ditunjukkan dengan adanya proyek yang didukung oleh aktivitas penelitian dan pengembangan saja, namun juga dengan kemampuan perusahaan yang bisa memanfaatkan laba yang diperoleh dengan jumlah yang lebih besar daripada perusahaan lain yang berada pada satu kelompok industri. Kemampuan perusahaan ini bersifat tidak dapat diamati (Prasetio dan Suryono, 2016).

Sari (2010) dalam Prasetio dan Suryono (2016) menyebutkan bahwa set kesempatan investasi perusahaan terdiri atas proyek yang dipandang mampu memberikan pertumbuhan bagi perusahaan. Dengan kata lain, set kesempatan investasi bisa menjadi suatu potensi perusahaan untuk bertumbuh di masa yang akan datang. Rozeff (1982) dalam Ramadhan (2016) mengemukakan bahwa set kesempatan investasi menunjukkan tingkat kesempatan dari perusahaan untuk berinvestasi.

Set kesempatan investasi atau *investment opportunity set* merupakan pilihan perusahaan untuk menanamkan modalnya di masa depan (Myers, 1977 dalam Aristantia dan Putra, 2015). Set kesempatan investasi bisa diartikan sebagai beban yang harus dikeluarkan oleh

manajemen yang bisa merefleksikan nilai dari perusahaan tersebut sesuai dengan kebijakan pihak manajemen perusahaan itu sendiri. Set kesempatan investasi juga bisa berfungsi sebagai pilihan untuk perusahaan melakukan investasi di masa sekarang dengan harapan laba yang dihasilkan akan jadi lebih banyak di masa depan (Gaver dan Gaver, 1993 dalam Aristantia dan Putra, 2015).

B. PENELITIAN TERDAHULU

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Chayati dan Asyik (2016) dalam penelitiannya yang berjudul “Pengaruh Profitabilitas, Kesempatan Investasi, dan *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen Tunai” dengan objek penelitian perusahaan *property, real estate, dan building construction* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2015 menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, kesempatan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, *leverage* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Thaib dan Taroreh (2015) dalam penelitiannya yang berjudul “Pengaruh Kebijakan Hutang dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen (Studi pada Perusahaan *Foods and Beverages* yang Terdaftar di BEI Tahun 2010-2014) menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Ramadhan (2016) dalam penelitiannya yang berjudul “Pengaruh *Free*

Cash Flow, *Investment Opportunity Set*, dan *Sales Growth* terhadap *Dividend Policy* pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia” menyatakan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, *investment opportunity set* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, dan *sales growth* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Sunarya (2013) dalam penelitiannya yang berjudul “Pengaruh Kebijakan Utang, Profitabilitas, dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen dengan *Size* sebagai Variabel Moderasi pada Sektor Manufaktur Periode 2008-2011” menyatakan bahwa kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, dan tidak ada dampak *size* dalam likuiditas maupun kebijakan utang dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Suartawan dan Yasa (2016) dalam penelitiannya yang berjudul “Pengaruh *Investment Opportunity Set* dan *Free Cash Flow* pada Kebijakan Dividen dan Nilai Perusahaan” menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, *investment opportunity set* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, *investment opportunity set*

berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen, dan *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen.

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Tijjani dan Sani (2016) dalam penelitiannya yang berjudul “*An Empirical Analysis of Free Cash Flow and Dividend Policy in the Nigerian Oil and Gas Sector*” menyatakan bahwa *free cash flow* dan *earning per share* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, dan *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Paramita (2015) dalam penelitiannya yang berjudul “*Free Cash Flow, Leverage, Besaran dan Siklus Hidup Perusahaan: Bukti Kebijakan Dividen di Indonesia*” menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, *size* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, dan *life cycle* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Uwuigbe (2013) dalam penelitiannya yang berjudul “*An Examination of the Effect of Ownership Structure and Financial Leverage on the Dividend Policies of Listed Firms in Nigeria*” yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, dan *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Kajola, *et al.* (2015) dalam penelitiannya yang berjudul “*Factors Influencing Dividend Payout Policy Decisions of Nigerian Listed Firms*” yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, aset tangible berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, *leverage* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, dan volatilitas pembayaran dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Aristantia dan Putra (2015) dalam penelitiannya yang berjudul “*Investment Opportunity Set dan Free Cash Flow pada Tingkat Pembayaran Dividen Perusahaan Manufaktur*” menyatakan bahwa *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, dan *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Menurut Sari dan Sudjarni (2015) dalam penelitiannya yang berjudul “*Pengaruh Likuiditas, Leverage, Pertumbuhan Perusahaan, dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur di BEI*” yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan

berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, dan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Wenas, dkk (2017) dalam penelitiannya yang berjudul “Analisis Pengaruh Arus Kas Operasi dan Laba Bersih terhadap Kebijakan Dividen Kas pada Perusahaan Properti yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)” menyatakan bahwa arus kas operasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, dan laba bersih berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Noviyanto (2016) dalam penelitian yang berjudul “Pengaruh Laba Bersih, Arus Kas Operasi, dan Likuiditas terhadap Kebijakan Dividen” menyatakan bahwa laba bersih berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, arus kas operasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, dan likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Widyaningsih (2017) dalam penelitiannya yang berjudul “Pengaruh Profitabilitas, Arus Kas Operasi, *Leverage*, dan Dividen Tahun Lalu terhadap Kebijakan Dividen (Studi pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2015)” menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, arus kas operasi tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, dan dividen tahun lalu berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

C. PENURUNAN HIPOTESIS

1. Arus Kas Operasi Berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen

Arus kas operasi merupakan arus kas yang dihasilkan dari kegiatan operasional yang dilakukan oleh perusahaan. Aliran kas operasi suatu perusahaan bisa menjadi sebuah pertanda yang mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan aliran kas yang bisa untuk membayarkan hutang-hutang perusahaan, membagikan dividen kepada investor, menunjang kapasitas operasional perusahaan, dan melakukan kegiatan investasi tanpa menggantungkan kepada dana eksternal (Widyaningsih, 2017).

Menurut *Residual Dividend Policy Theory*, dividen yang dibagikan adalah residu (sisa) dari keuntungan yang diperoleh perusahaan setelah perencanaan modal perusahaan selesai dibiayai. Dengan kata lain, teori ini menyatakan bahwa perusahaan hanya akan membagikan *return* berupa dividen kepada para pemegang saham apabila terdapat dana yang berlebih dari keuntungan perusahaan setelah digunakan untuk membiayai kegiatan yang telah direncanakan (Rosdini, 2009 dalam Neswari dan Priyadi, 2017).

Hal ini tentu saja menunjukkan bahwa besar kecilnya tingkat dividen yang diterima oleh pemegang saham dipengaruhi oleh besar kecilnya arus kas operasi yang ada di dalam suatu perusahaan. Apabila arus kas operasi dalam suatu perusahaan itu tinggi, maka dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham juga akan

tinggi. Sebaliknya, apabila arus kas operasi suatu perusahaan itu rendah, atau bahkan menghasilkan arus kas operasi yang negatif, maka dividen yang akan dibagikan oleh perusahaan kepada pemegang saham juga akan rendah. Bahkan, dalam kondisi tertentu perusahaan tidak membagikan dividen kepada pemegang saham.

Menurut Wenas, dkk (2017) menyatakan bahwa arus kas operasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Pendapat itu didukung pula oleh penelitian yang dilakukan Noviyanto (2016) yang menyatakan bahwa arus kas operasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

H₁ : Arus Kas Operasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen

2. *Leverage* berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen

Leverage merupakan suatu cara yang dilakukan untuk menghitung kemampuan dari suatu perusahaan dalam melunasi hutang-hutang jangka panjangnya (Mamduh, 2014). Semakin besar tingkat penggunaan hutang yang dilakukan oleh perusahaan, maka risiko yang akan dihadapi oleh perusahaan di masa yang akan datang juga akan semakin besar (Eltya dkk, 2016). Sartono (2001) dalam Sari dan Sudjarni (2015) menjelaskan bahwa *leverage* menunjukkan persentase penggunaan hutang perusahaan yang digunakan untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan tersebut.

Dalam keadaan *insolvent*, terdapat peraturan dimana suatu perusahaan dilarang untuk membagikan dividen kepada investor. Aturan *insolvency* ini diterapkan ketika nilai utang yang tercatat dari suatu perusahaan melebihi nilai aset yang tercatat. Atau dengan kata lain, ketika perusahaan tersebut memiliki nilai utang yang tinggi dan diperkirakan tidak mampu untuk dilunasi ketika jatuh tempo. Aturan ini tentu menyenangkan kreditur, karena dengan diterapkannya aturan ini, kreditur mendapatkan suatu jaminan bahwa pinjamannya akan dilunasi oleh perusahaan. Selain itu, penerapan aturan ini juga membuat perusahaan yang memiliki kas terbatas untuk tidak membagikan keuntungannya kepada investor untuk menghindari gagal bayar (Sabardi, 1994).

Selain itu, hutang yang diberikan oleh kreditur seringkali memiliki kontrak dimana pembagian dividen kepada investor oleh perusahaan seringkali dibatasi setelah pinjaman tersebut diberikan (Brigham dan Gapenski, 1997). Selain itu pula, kreditur terkadang memberikan aturan bahwa perusahaan tidak bisa untuk membagikan dividen selama rasio likuiditas dan tingkat modal kerja perusahaan tersebut belum mencapai angka minimum yang telah ditetapkan. Perusahaan juga sering dilarang untuk membagikan dividen sebelum dividen pemegang saham preferen dibayarkan (Hanafi, 2013). Hal ini tentu saja akan merugikan investor, dimana semua hasil dari kegiatan

operasional perusahaan akan difokuskan untuk melunasi semua pinjaman sebelum jatuh tempo.

Menurut Uwuigbe (2013) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Pendapat ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Sari dan Sudjarni (2015) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Pendapat ini diperkuat juga oleh Tijjani dan Sani (2016) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

H₂ : *Leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen

3. Profitabilitas berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas merupakan suatu perhitungan yang menunjukkan kemampuan suatu perusahaan dalam memperoleh keuntungan. Keuntungan yang diperoleh perusahaan bisa berasal dari penjualan, aset-aset perusahaan, atau ekuitas perusahaan. Tingkat keuntungan yang diperoleh perusahaan akan berdampak bagi para pemegang saham. Hal ini berkaitan tingkat kesejahteraan dari pemegang saham itu sendiri (Hidayati dan Retnani, 2015). *The Bird in The Hand Theory* menjelaskan bahwa investor lebih menyukai keuntungan yang dibagikan dalam bentuk dividen pada saat itu dibandingkan dengan *capital gains* (Ramadhan, 2016). Hal inilah yang menyebabkan perusahaan lebih memprioritaskan menggunakan labanya untuk

dividen daripada laba ditahan, sehingga semakin tinggi laba yang diperoleh perusahaan maka semakin tinggi pula porsi laba yang nantinya dibagikan dalam bentuk dividen.

Mendapatkan keuntungan merupakan salah satu tujuan utama dari suatu perusahaan. Apabila suatu perusahaan mampu menghasilkan keuntungan, tentu saja hal ini akan membuat minat investor untuk membeli saham perusahaan tersebut semakin besar. Para investor akan berasumsi bahwa apabila perusahaan memperoleh tingkat keuntungan yang besar, maka dividen yang akan diterima oleh pemegang saham dari perusahaan tersebut juga akan besar. Namun, apabila perusahaan memperoleh tingkat keuntungan yang kecil, atau bahkan tidak mendapatkan keuntungan, maka dividen yang akan diterima oleh pemegang saham dari perusahaan tersebut juga akan kecil, atau bahkan pemegang saham tidak akan menerima keuntungan berupa dividen.

Menurut Sunarya (2013) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini didukung oleh Kajola, *et al.* (2015) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Pendapat ini diperkuat juga oleh Thaib dan Taroreh (2015) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

H₃ : Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen

4. Set Kesempatan Investasi berpengaruh terhadap Kebijakan Dividen

Set kesempatan investasi atau *investment opportunity set* merupakan pilihan perusahaan untuk menanamkan modalnya di masa depan (Myers, 1977 dalam Aristantia dan Putra, 2015). Set kesempatan investasi bisa diartikan sebagai beban yang harus dikeluarkan oleh manajemen yang bisa merefleksikan nilai dari perusahaan tersebut sesuai dengan kebijakan pihak manajemen perusahaan itu sendiri. Set kesempatan investasi juga bisa berfungsi sebagai pilihan untuk perusahaan melakukan investasi di masa sekarang dengan harapan laba yang dihasilkan akan jadi lebih banyak di masa depan (Gaver dan Gaver, 1993 dalam Aristantia dan Putra, 2015).

Menurut *pecking order theory* mengemukakan bahwa perusahaan melakukan pembiayaan kegiatan investasinya menggunakan dana yang tersedia di dalam perusahaan terlebih dahulu, yang berbentuk laba ditahan. Apabila laba ditahan yang digunakan untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan tidak mencukupi jumlahnya, maka perusahaan menggunakan dana yang berasal dari luar, dimana perusahaan akan melakukan hutang atau perusahaan mengeluarkan sahamnya (Hanafi, 2013).

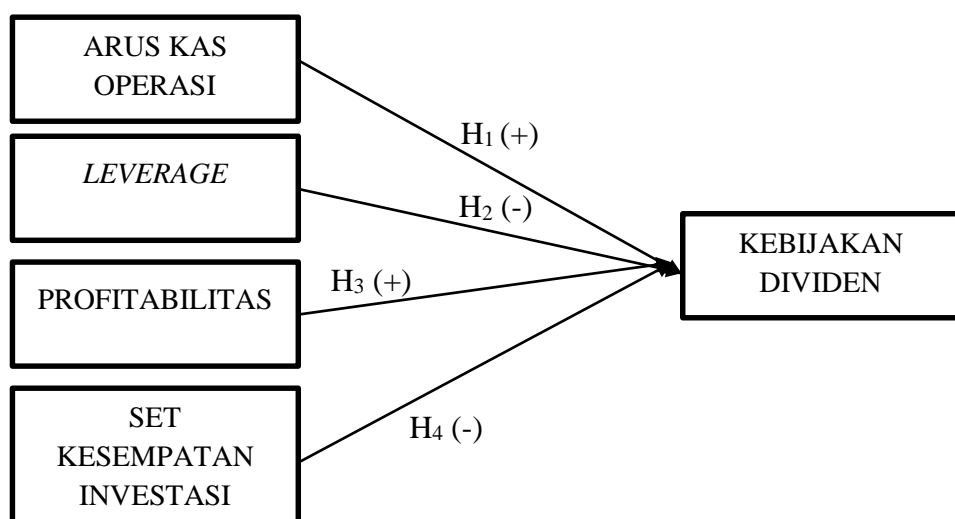
Perusahaan yang sedang melakukan pertumbuhan lebih condong untuk menggunakan semua dana yang tersedia di dalam perusahaan yang berbentuk laba ditahan untuk membiayai kegiatan investasinya. Apabila laba ditahan yang dimiliki perusahaan digunakan

semuanya untuk membiayai kegiatan investasi, maka perusahaan tidak akan mempunyai lagi keuntungan yang akan dibagikan kepada para investor. Hal ini bisa diartikan bahwa semakin gencar perusahaan melakukan investasi, maka laba ditahan yang digunakan oleh perusahaan tersebut untuk pembiayaan investasi juga akan semakin tinggi. Hal ini akan berimbas pada tingkat pembayaran dividen kepada para investor yang akan mengalami penurunan.

Menurut Ramadhan (2016) menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Pendapat ini juga didukung penelitian yang dilakukan oleh Tobing (2015) yang menyatakan bahwa *investment opportunity set* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

H₄ : *Investment Opportunity Set* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen

D. MODEL PENELITIAN



Gambar 2.1 MODEL PENELITIAN