

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Dividen

a. Pengertian dividen

Dividen merupakan suatu bentuk ganti rugi yang dibagikan kepada para pemegang saham selain *capital gain*. Ada beberapa tipe dividen yakni dividen kas dan dividen nonkas. Untuk dividen nonkas, ada dividen saham (*stock dividend*) dan *stock splits* (pemecahan saham) (Hanafi, 2016: 361). Menurut Tarmizi dan Agnes (2016) dividen merupakan laba bersih perusahaan dikurangi dengan laba ditahan, laba ditahan tersebut digunakan sebagai modal perusahaan dimasa akan datang.

b. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan sebuah keputusan yang diambil perusahaan di akhir tahun tentang laba atau keuntungan yang diperoleh perusahaan tersebut akan dibagikan dalam bentuk dividen kepada para pemegang saham atau laba tersebut ditahan sebagai modal dimasa yang akan mendatang (Tarmizi dan Agnes, 2016).

Kebijakan dividen merupakan hal yang penting yang harus dipertimbangkan oleh perusahaan secara detail dan teliti. Kebijakan dividen merupakan pengalokasian keuntungan yang didapat perusahaan diakhir tahun atau diakhir periode apakah keuntungan tersebut untuk dibagikan

kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen atau ditahan sebagai modal investasi dimasa akan datang. Dalam hal pengalokasian laba tersebut masih menjadi permasalahan, para pemegang saham menginginkan laba tersebut untuk dibagikan sedangkan perusahaan menginginkan laba tersebut untuk ditahan.

c. Teori kebijakan Dividen

Ada lima jenis teori kebijakan dividen menurut Gumanti (2013):

1. Kebijakan Dividen Tidak Relevan

Miller dan Modigliani (MM) (1961) menemukan sebuah argumen bahwa kebijakan dividen tidak relevan. MM menunjukkan bahwa para investor acuh tak acuh /indifferent (sama saja) terhadap kebijakan dividen yang akan diambil oleh perusahaan (Hanafi, 2016: 363). MM mengajukan beberapa asumsi sebagai berikut:

- a. Tidak ada pajak atau biaya lainnya.
- b. Seluruh pelaku pasar mempunyai harapan yang sama terhadap investasi, keuntungan, dan dividen di masa yang akan datang.
- c. Kebijakan investasi ditentukan terlebih dahulu dan tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen.

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

Menurut Gumanti (2013: 52) investor lebih menyukai dividen dari pada capital gain karena dengan adanya dividen perusahaan dapat menaikkan nilai untuk perusahaan tersebut melalui harga saham dengan adanya sebuah kebijakan dividen yang menarik

bagi para investor. Investor lebih menyukai sesuatu yang pasti daripada sesuatu yang tidak pasti karena sesuatu yang ditangan (kas) lebih bernilai daripada kekayaan atau sesuatu dalam bentuk lain. Gordon (1959) merupakan individu yang mendukung teori burung di tangan dengan berpendapat bahwa aliran dividen di masa yang akan datang akan didiksonto pada tingkat yang lebih rendah daripada keuntungan modal harapan. Anggapan tersebut diformulasikan dalam model penelitian saham Gordon (*Gordon Valuation Model*) yang menyatakan bahwa perusahaan yang mempunyai saham dengan dividen harapannya (*expected dividend*) lebih tinggi lebih dihargai daripada perusahaan yang mempunyai dividen rendah.

Bird in the Hand Theory lebih mudah dipahami, dimengerti dan masuk akal hal ini didukung dengan adanya bukti bahwa perusahaan yang membagikan dividen yang tinggi cenderung memiliki risiko saham yang rendah daripada perusahaan yang membagikan dividen yang rendah. Namun hal tersebut mendapat kritisi dari Miller dan Modigliani (1961). Miller dan Modigliani (1961) berpendapat bahwa risiko perusahaan ditentukan oleh tingkat risiko arus kas dari aktivitas operasinya. Selanjutnya, Bhattacharya (1979) menyarankan bahwa alasan yang mendasari teori burung di tangan adalah salah dan tidak masuk akal. Tetapi teori burung di tangan didukung oleh penelitian-penelitian yang dilakukan oleh Gordon dan Shapiro (1956), Gordon (1959;1963), Lintner (1962), dan Walter (1963).

3. *Signaling Theory* (Teori signal)

Menurut teori ini, perusahaan menjadikan dividen sebagai sinyal. Jika prospek perusahaan dimasa mendatang baik, baik dari segi pendapatan, aliran kas diharapkan meningkat maka dividen juga akan meningkat yang dibagikan perusahaan. Pasar akan merespons positif pengumuman kenaikan dividen tersebut. Hal yang sebaliknya juga terjadi, jika perusahaan merasa prospek di masa mendatang menurun, perusahaan akan menurunkan pembayaran dividennya. Pasar akan merespon negatif pengumuman tersebut. Menurut teori signaling, dividen mempunyai kandungan informasi yaitu prospek perusahaan di masa mendatang. Dividen tidak menyebabkan kenaikan (penurunan) harga, tetapi prospek perusahaan, yang ditunjukkan oleh meningkatnya (menurunnya) dividen yang dibayarkan, yang menyebabkan penurunan harga saham. Ada sebuah kecenderungan, jika ada pengumuman dividen yang akan dibagikan naik maka harga saham juga akan naik. Berlaku juga untuk sebaliknya, jika ada pengumuman dividen turun harga saham juga akan turun (Hanafi, 2016: 371).

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

Menurut teori dividen residual, perusahaan akan menentukan apakah akan membagikan dividen atau tidak kepada para pemegang saham setelah semua investasi yang menguntungkan bagi perusahaan habis dibiayai (Hanafi, 2016: 372).

5. Teori Preferensi Pajak (*Tax Preference Theory*)

Menurut Gumanti (2013: 55-56) teori ini menyatakan bahwa dengan tingginya pajak yang dikenakan pada dividen relatif terhadap capital gain dan adanya penundaan pajak pada capital gain, hal ini mengakibatkan efek yang negatif bagi perusahaan yang membagikan dividen yang tinggi dari hasil keuntungan atau laba bersih di akhir tahun perusahaan. Miller dan Scholes (1978) menunjukkan bahwa seorang investor mungkin akan mampu menghemat pajak jika yang bersangkutan menginvestasikan ulang atau diinvestasikan kembali (*re-invested*) pajak tersebut ke dalam asuransi jiwa bebas pajak (*tax-free life insured*).

Menurut Tarmizi dan Agnes (2016) investor lebih menyukai perusahaan yang menahan laba bersihnya untuk digunakan sebagai modal investasi dimasa akan datang dari pada dibagikan dalam bentuk dividen kas. Oleh karena itu, perusahaan sebaiknya menentukan *Dividen Payout Ratio* (DPR) yang rendah atau tidak membagikan dividen saja, karena dividen yang dibagikan cenderung dikenakan biaya pajak yang lebih tinggi dibandingkan dengan *capital gain*. Hal tersebut mengakibatkan para investor akan meminta DPR yang dibagikan tinggi.

2. Kinerja Keuangan

a. Pengertian Kinerja Keuangan

Terdapat beberapa teknik analisis yang digunakan untuk melakukan penilaian kinerja sebuah perusahaan, salah satunya dengan rasio keuangan (Herfert, 1997).

b. Analisis Rasio Keuangan

Menurut Hanafi (2016: 36), terdapat lima jenis rasio keuangan yang sering digunakan:

1. Rasio *Likuiditas*, merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendek (Hanafi, 2016: 36).
2. Rasio *Aktivitas*, merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menggunakan asetnya dengan efisien (Hanafi, 2016: 36).
3. Rasio *Leverage*

Menurut Sartono (2001: 120) rasio ini menjelaskan seberapa besar perusahaan menggunakan utang untuk membiayai investasinya. Perusahaan yang tidak memiliki utang mengandung arti bahwa perusahaan tersebut menggunakan 100% modal sendiri untuk membiayai investasinya.

Ada lima rasio yang sering dibicarakan:

$$1. \text{ Debt Ratio} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aktiva}}$$

Sumber: (Sartono, 2001: 121).

$$2. \text{ Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Sumber : Sartono (2001: 121).

3. *Time Interest Earned Ratio*, adalah rasio antara laba sebelum bunga dan pajak (EBIT).

$$\text{Time Interest Earned Ratio} = \frac{\text{Laba sebelum Bunga dan Pajak}}{\text{Beban Bunga}}$$

Sumber: Sartono, (2001: 121).

4. *Fixed Charge Coverage Ratio*

$$\text{Fixed Charge Coverage} = \frac{\text{EBIT} + \text{Pembayaran Sewa}}{\text{Bunga} + \text{Pembayaran Sewa}}$$

Sumber: Sartono, (2001: 122).

5. *Debt Service Coverage*

$$\text{Debt Service Coverage} = \frac{\text{Laba sebelum Bunga dan Pajak}}{\text{Bunga} + \text{Sewa} + \frac{\text{Angsuran Pokok Pinjaman}}{(1 - \text{tarif pajak})}}$$

Sumber: Sartono, (2001: 122).

4. Rasio Profitabilitas

Menurut Hanafi dan Halim (2016: 81) rasio ini mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan dalam mendapatkan atau menghasilkan keuntungan. Ada 3 rasio yang sering digunakan:

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

Sumber: Hanafi dan Halim (2016)

b. *Return On Total Assets* (ROA)

$$\textit{ROA} = \frac{\textit{Laba Bersih}}{\textit{Total Aset}}$$

Sumber: Hanafi dan Halim (2016)

c. *Return On Equity* (ROE)

$$\textit{ROE} = \frac{\textit{Laba Bersih}}{\textit{Modal Saham}}$$

Sumber: Hanafi dan Halim (2016)

5. Rasio Pasar, merupakan rasio yang mengukur prestasi pasar relatif terhadap nilai buku, pendapatan, atau dividen (Hanafi, 2016: 37).

3. *Free Cash Flow*

Aliran kas bebas atau *free cash flow* (FCF) merupakan aliran kas yang tersedia setelah perusahaan melakukan investasi pada aset tetap dan modal kerja yang akan dibagikan kepada para pemegang saham. Dengan kata lain, FCF merupakan kas yang tersedia setelah kebutuhan investasi yang menguntungkan

habis dibiayai. *Free cash flow* sebenarnya merupakan hak pemilik pemegang saham. Aliran kas bersih atau *net cash flow* merupakan penjumlahan dari *net income* ditambah *non-cash adjustment*. Aliran kas tidak dapat dipertahankan terus-menerus terkecuali aset tetap yang telah didepresiasi diganti (Sartono, 2001: 101).

Nilai operasi perusahaan ditentukan oleh aliran kas yang akan dihasilkan pada masa sekarang dan di masa yang akan datang. Secara khusus nilai dari operasi perusahaan tergantung pada aliran kas bebas yang diharapkan terjadi atau *expected free cash flow*. Nilai ini merupakan laba operasi sesudah pajak atau *after-tax operating profit* dikurangi nilai investasi aset tetap dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan operasi perusahaan. Jadi *free cash flow* mencerminkan sejumlah kas secara *actual* tersedia untuk dibagikan kepada investor. Hal yang bisa dilakukan oleh manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan cara meningkatkan atau menaikkan *free cash flow* (Sartono, 2001: 101-102).

4. Struktur Kepemilikan

Kepemilikan yang terkonsentrasi membuat pengawasan menjadi semakin baik, karena insentif untuk memonitor menjadi semakin besar. Pendisiplinan utang menjadi kurang diperlukan dalam hal ini. Prediksi signaling juga sama, yaitu kepemilikan yang terkonsentrasi meningkatkan pengawasan (Hanafi, 2016: 322).

a. Kepemilikan instisusional

Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak luar manajemen (institusi) seperti perusahaan dana pensiun, perusahaan asuransi dan sebagainya. Pihak institusi biasanya menguasai kepemilikan saham secara mayoritas karena pihak institusi mempunyai sumber daya yang banyak dan memiliki jumlah saham yang lebih banyak dari pada kepemilikan saham oleh pemegang saham lainnya. Dan juga saham yang dimiliki oleh pihak institusi lebih banyak dari pada kepemilikan saham yang lainnya sehingga menjadikannya sebagai pemilik saham mayoritas (Husna dan Munthe, 2018).

b. Kepemilikan manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen seperti dean direksi, komisaris, direktur yang secara tidak langsung memiliki peran yang aktif dalam pengambilan keputusan di dalam perusahaan (Tarmizi dan Agnes, 2016). Satu sisi argumen mengatakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi mendorong aliansi kepentingan manajer dengan pemegang saham semakin baik sehingga pendisiplinan melalui utang kurang diperlukan. Manajer barang kali tidak menyukai utang karena meningkatkan risiko manajer, sebaliknya ada juga manajer yang menyukai risiko karena untuk meningkatkan kekuatan suara mereka (Hanafi, 2016: 322).

5. *Agency Theory* (teori keagenan)

Agency theory adalah teori yang menjelaskan *agency relationship* dan masalah-masalah yang ditimbulkannya (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Firmanda, Raharjo, dan Oemar, 2015). Tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham yang dicerminkan dengan harga saham yang tinggi, tetapi pada kenyataannya tidak jarang pula para manajer memiliki tujuan lain yang bertentangan dengan tujuan utama perusahaan. Karena manajer diangkat oleh para pemegang saham maka seharusnya para manajer bekerja secara totalitas atau maksimal. *Agency problem* (konflik kepentingan antar agen atau lebih) potensial terjadi dalam perusahaan dimana manajer memiliki < 100% saham perusahaan. Dalam perusahaan perseorangan, pemilik sekaligus sebagai manajer akan selalu bertindak meminimumkan pengeluaran yang tidak diperlukan oleh perusahaan dan memaksimalkan kemakmuran perusahaan dengan cerminan harga saham yang tinggi. Tetapi jika pemilik menjual sahamnya ke luar maka akan muncul *agency problem*. Di perusahaan besar *agency problem* sangat potensial terjadi kepemilikan manajemen relatif sangat kecil dibandingkan proporsi kepemilikan perusahaan oleh pihak luar. Dalam kenyataannya tidak jarang para manajer malah memperbesar skala perusahaan dengan cara membeli perusahaan lain dari pada memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham yang dicerminkan dengan harga saham yang tinggi (Sartono, 2001: xxi).

B. Penelitian Terdahulu

Penelitian yang dilakukan oleh Susanto, Susanti, Sufiyati, dan Sriwahyuni (2011) dengan judul “Pengaruh *Liquidity, Profitability, Leverage, Size, Collateral Assets, Growth, dan Institutional Ownership* Terhadap *Dividend Policy* Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI”. Sampel yang digunakan peneliti sebanyak 26 perusahaan, dengan metode *purposive sampling*. Variabel dependen yang digunakan yakni *dividend policy*, variabel independen yang digunakan yakni *Liquidity, Profitability, Leverage, Size, Collateral Assets, Growth, dan Institutional Ownership*. Dalam penelitian peneliti menggunakan analisis regresi linear berganda, sehingga memperoleh hasil *Liquidity, profitability, size, collateral assets* tidak berpengaruh terhadap *dividend policy*. *Growth, institutional ownership* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend policy*.

Penelitian yang dilakukan oleh Herwidodo (2013) dengan judul “Analisis Pengaruh *Free Cash Flow, Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, Dan Earning Per Share* Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Tahun 2008-2011”. Dengan metode *purposive sampling*. Variabel dependen yang digunakan yakni kebijakan dividen, variabel independen yang digunakan adalah *Free Cash Flow, Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, dan Earning Per Share*. Dalam penelitian peneliti menggunakan analisis regresi linear berganda, sehingga memperoleh hasil *free cash flow, profitabilitas (ROA), earning per share (EPS)* dan likuiditas (CR) tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. *Leverage (DER)* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Safrida (2014) dengan judul “Profitabilitas dan Pertumbuhan Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur”. Sampel yang digunakan peneliti sebanyak 26 perusahaan, dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Variabel dependen dalam penelitian yakni kebijakan dividen, variabel independennya profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan. Dalam penelitian peneliti menggunakan analisis regresi, sehingga mendapatka profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Profitabilitas dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Firmanda, Raharjo dan Oemar (2015) dengan judul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan *Cash Position* terhadap Kebijakan Dividen”. Teknik pengambilan sampel pada penelitian ini adalah teknik pengambilan *purposive sampling*. Variabel dependen yang digunakan yakni kebijakan dividen, variabel independen yang digunakan adalah Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan *Cash Position*. Dalam penelitian peneliti menggunakan analisis regresi linear berganda, sehingga mendapatkan hasil kepemilikan manajerial positif tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Kepemilikan institusional, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Profitabilitas, posisi kas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Sumanti dan Mangantar (2015) dengan judul “Analisis Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI”. Sampel yang digunakan dalam penelitian peneliti sebanyak 13 perusahaan, dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Variabel dependen dalam penelitian peneliti yakni kebijakan dividen dan nilai perusahaan, variabel independen yang digunakan adalah Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang Dan Profitabilitas. Dalam penelitian peneliti menggunakan analisis jalur atau *path analysis*, sehingga mendapatkan hasil Kepemilikan Manajerial (MO) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Kebijakan Hutang (DER), Profitabilitas (ROA) tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). Kepemilikan Manajerial (MO), Kebijakan Hutang (DER), dan Kebijakan Dividen (DPR) tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV). Profitabilitas (ROA) berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV).

Penelitian yang dilakukan oleh Tarmizi dan Agnes (2016) yang berjudul “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)”. Teknik sampling yang digunakan peneliti adalah *purposive sampling*. Variabel dependen yang digunakan peneliti adalah kebijakan dividen, variabel independennya kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, *free cash flow* dan profitabilitas. Dalam penelitiannya peneliti menggunakan analisis regresi linear berganda, sehingga memperoleh hasil

Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio*. Kepemilikan institusional, *Free cash flow* dan profitabilitas (ROA) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio*.

Penelitian yang dilakukan oleh Ramadhan (2016) dengan judul “Pengaruh *Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, dan Sales Growth* terhadap *Dividend Policy* pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia”. Sampel yang digunakan dalam penelitian peneliti adalah sebanyak 20 sampel perusahaan, dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Variabel dependen yang digunakan peneliti adalah *dividen policy*, variabel independen yang digunakan adalah *Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, dan Sales Growth*. Dalam penelitian peneliti menggunakan analisis regresi linear berganda, sehingga memperoleh hasil *free cash flow, sales growth* tidak berpengaruh terhadap *dividend policy* perusahaan manufaktur di BEI periode 2010-2013. *Investment opportunity set* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *dividend policy* perusahaan manufaktur di BEI periode 2010-2013.

Penelitian yang dilakukan oleh Dewi (2016) dengan judul “Pengaruh *Investment Opportunity Set, Free Cash Flow, Struktur Modal, Profitabilitas dan Likuiditas* Terhadap Kebijakan Dividen (Studi Empiris pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2014)”. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 96 perusahaan, dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Variabel dependen yang digunakan yakni kebijakan dividen, variabel independennya adalah *Investment Opportunity Set, Free Cash*

Flow, Struktur Modal, Profitabilitas dan Likuiditas. Dalam penelitian peneliti menggunakan analisis regresi linear berganda, sehingga mendapatkan hasil bahwa *investment opportunity set*, struktur modal dan likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. *Free cash flow* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Mohamadi dan Amiri (2016) yang berjudul “*Investigation the effect of ownership structure, financial leverage, profitability and Investment Opportunity on Dividend Policy*”. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 105 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Teheran untuk periode 0202 hingga 0202. Variabel independent dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan, *leverage* keuangan, profitabilitas, ukuran perusahaan dan Peluang Investasi dengan variabel dependen Kebijakan Dividen dan kinerja perusahaan. Dengan menggunakan alat analisis regresi berganda, sehingga diperoleh hasil bahwa kepemilikan manajerial dan profitabilitas ada korelasi positif yang signifikan dengan Kebijakan Dividen, *leverage* keuangan ada korelasi negatif yang signifikan dengan Pembayaran Dividen. Tetapi tidak menemukan korelasi yang signifikan antara Peluang Investasi dan Kebijakan Dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Awalina (2016) dengan judul “Pengaruh Struktur Kepemilikan, *Free Cash Flow*, dan *Return On Assets* Terhadap *Dividend Payout Ratio* (Studi Empiris Pada Perusahaan Manufaktur Yang Tercatat Di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2014)”. Sampel yang digunakan dalam penelitian peneliti sebanyak 34 perusahaan, dengan menggunakan metode *purposive*

sampling. Variabel dependen yang digunakan adalah *dividend payout ratio*, variabel independennya Struktur Kepemilikan, *Free Cash Flow*, dan *Return On Assets*. Dalam penelitian peneliti menggunakan analisis regresi linear berganda, sehingga mendapatkan hasil *managerial ownership*, *return on assets* berpengaruh secara signifikan dengan arah positif terhadap *dividend payout ratio*. *Institutional ownership*, *shareholder dispersion* tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio*. *Free cash flow* berpengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap *dividend payout ratio*.

Penelitian yang dilakukan oleh Khan, Ahsan, dan Malik (2016) yang berjudul “*Impact of Ownership Structure on Dividend Policy and Capital Structure: Evidence from Non-Financial Sector of Pakistan*”. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 50 perusahaan non-keuangan yang termasuk dalam KSE 100 Indeks untuk periode 2006 hingga 2014. Dalam penelitian ini *leverage* dan kebijakan deviden digunakan sebagai variabel dependen, sementara kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional sebagai independen. Profitabilitas, pertumbuhan penjualan, dan ukuran perusahaan digunakan sebagai variabel kontrol. Dengan hasil bahwa kepemilikan institusional memiliki dampak signifikan dan negatif terhadap *Leverage* tetapi berdampak signifikan dan positif pada kebijakan dividen. Kepemilikan manajerial secara negatif mempengaruhi kebijakan dividen. Profitabilitas berdampak negatif signifikan terhadap *Leverage*. Ukuran perusahaan berdampak positif signifikan terhadap *Leverage*. Pertumbuhan penjualan berdampak negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Permana (2016) dengan judul “Analisis Pengaruh *Leverage*, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan dividen pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI”. Sampel yang digunakan dalam penelitian peneliti sebanyak 19 perusahaan, dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian peneliti adalah kebijakan dividen, variabel independennya yakni *Leverage*, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan dan Ukuran Perusahaan. Dalam penelitian peneliti digunakan analisis regresi linear berganda, sehingga mendapatkan hasil *Leverage* (DER), pertumbuhan perusahaan (*growth*) berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Likuiditas (*Current Ratio/CR*), profitabilitas (ROA) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan. Ukuran Perusahaan yang ditunjukkan oleh proksi *Size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. *Leverage*, Likuiditas, Profitabilitas, Pertumbuhan Perusahaan, dan Ukuran Perusahaan secara simultan berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Sidhu, Hashmi, dan Ul Haq (2016) dengan judul “*Impact of ownership structure on dividend payout in Pakistani non-financial sector*”. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 100 perusahaan yang terkait dengan sektor non-keuangan. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial. Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah Perubahan pendapatan dan arus kas operasi, sedangkan variabel dependennya adalah rasio pembayaran deviden (DIV). Dengan hasil kepemilikan manajerial (MO) menunjukkan dampak negatif

signifikan pada DIV, Kepemilikan institusional menunjukkan positif signifikan dengan rasio DIV, Perubahan pendapatan dan arus kas operasi sebagai variabel kontrol tidak membuat variasi dalam DIV.

Penelitian yang dilakukan oleh Putri dan Rokhim (2016) yang berjudul “*The Effect of Ownership Structure and Cash Flow to the Non-financial Firms' Dividend Payout Ratio Listed in Idx*”. Sampel penelitian ini adalah 63 perusahaan selama periode 2009 - 2013. Penelitian ini dilakukan dalam analisis regresi panel menggunakan model efek acak pendekatan. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah pemegang saham terbesar, kepemilikan pemerintah, kepemilikan institusional, arus kas operasi. Variabel dependennya adalah pembayaran dividen, dengan hasil bahwa pemegang saham terbesar dan kepemilikan pemerintah berpengaruh positif terhadap pembayaran dividen. Kepemilikan institusional dan arus kas operasi memberi dampak negatif pada pembayaran dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Kulathunga dan Azeez (2016) yang berjudul “*The impact of ownership structure on dividend policy: Evidence from listed companies in Sri Lanka*”. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kepemilikan manajerial dan struktur kepemilikan, untuk variabel dependennya adalah kebijakan dividen. Dengan hasil ada hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen, hubungan positif yang signifikan antara struktur kepemilikan dan kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Nisa, Halim dan Haryetti (2017) dengan judul “Pengaruh Kepemilikan Institusional dan *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen dengan *Free Cash Flow* sebagai Variabel Moderasi pada Perusahaan Manufaktur di Bei Periode 2011-2015”. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 44 perusahaan, dimana peneliti menggunakan teknik *purposive sampling*. Variabel dependen yang digunakan yakni kebijakan dividen, sedangkan variabel independennya adalah Kepemilikan Institusional dan *Leverage*, *free cash flow* sebagai variabel kontrol. Dalam penelitiannya peneliti menggunakan analisis linear moderasi, sehingga diperoleh hasil Kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. *Leverage* tidak berpengaruh dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. *Free cash flow* memperkuat dan signifikan pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen. *Free cash flow* memperlemah dan tidak signifikan pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Paramitha dan Arfan (2017) dengan judul “*The effect of collateralizable asset, dispersion of ownership, free cash flow and investment opportunity set on cash dividend of manufacturing companies listed in Indonesia stock exchange*”. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 19 perusahaan per tahun, dengan demikian jumlah pengamatan dalam penelitian ini adalah 95 pengamatan. Teknik sampling yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling*. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *collateral asset*, *dispersi kepemilikan*, *free cash flow* dan *IOS*. *Collateral asset*, *dispersi kepemilikan* dan *IOS* tidak berpengaruh pada dividen tunai, *free cash flow* berpengaruh positif terhadap dividen tunai.

Penelitian yang dilakukan oleh Anjarsari (2018) yang berjudul “*The Impact Of Retained Earnings As Intervening Variable In The Implementation Of Free Cash Flow, Funding Policies, Profitability and Collateral Assets as a Benchmark For Dividens Policy*”. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 49 perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2013-2017 yang masuk ke dalam 5 Sektor Industri Barang Konsumsi, dimana peneliti menggunakan teknik *purposive sampling*. Variabel dependen yang digunakan adalah kebijakan dividen, variabel intervening yang digunakan oleh peneliti adalah *Retained Earning* dan variabel independen yang digunakan adalah FCF, kebijakan pendanaan, profitabilitas, dan *collateral assets*. Dalam penelitiannya peneliti menggunakan alat analisis regresi berganda 2 tahap, sehingga diperoleh hasil bahwa FCF secara parsial berpengaruh negatif signifikan terhadap *Retained Earning*, Kebijakan pendanaan dan profitabilitas secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap *Retained Earning*. *Collateral assets*, arus kas bebas dan kebijakan pendanaan secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap *Retained Earning*. Profitabilitas secara parsial berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. *Collateral assets*, *Retained Earning* secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. *Retained Earning* tidak mampu meng-*intervening* serta mempengaruhi variabel arus kas bebas, kebijakan pendanaan, profitabilitas dan *collateral assets* terhadap kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Husna dan Munthe (2018) yang berjudul “Pengaruh *Return on Asset*, *Debt to Equity Ratio*, Kepemilikan Manajerial Dan

Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2013-2015". Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 36 perusahaan, dengan menggunakan teknik *purposive sampling*. Variabel independen yang digunakan adalah *Return on Asset*, *Debt to Equity Ratio*, Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional, sedangkan variabel dependen yang digunakan adalah kebijakan dividen. Dalam penelitiannya peneliti menggunakan alat analisis regresi linear berganda, sehingga diperoleh hasil bahwa *return on asset*, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR). *Debt to equity ratio* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR).

Penelitian yang dilakukan oleh Kamau, Mutunga, dan Ragama (2018) yang berjudul "*Free Cash Flow, Agency Problems and Dividends In Emerging Markets: The Case of Nairobi Securities Exchange, Kenya*". Sampel yang digunakan dalam penelitian adalah panel studi 10 tahun dari NSE 20 - perusahaan Indeks Saham, menggunakan sampel 15 perusahaan. Variabel independent dalam penelitian ini adalah *Free Cash Flow*, *leverage* keuangan dan kepemilikan Institusional dengan variabel dependen kebijakan pembayaran deviden. Dengan hasil kepemilikan institusional memiliki korelasi positif yang signifikan dengan kebijakan pembayaran dividen, *Leverage* keuangan dan *Free Cash Flow* memiliki korelasi negatif yang signifikan dengan rasio pembayaran dividen.

Penelitian yang dilakukan oleh Ali, Mohamad, dan Baharuddin (2018) dengan judul “*The Impact of Ownership Structure on Dividend Policy: Evidence of Malaysian Listed Firms*”. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 141 perusahaan terdaftar di Bursa Malaysia untuk tahun keuangan 2009-2013. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah kepemilikan, profitabilitas, ukuran perusahaan dan *leverage*, untuk variabel dependennya adalah kebijakan dividen. Dalam penelitiannya peneliti menggunakan alat analisis regresi linear berganda, sehingga diperoleh hasil bahwa kepemilikan, profitabilitas secara positif signifikan terkait dengan kebijakan dividen. Ukuran perusahaan dan *leverage* ditemukan berhubungan negatif dengan kebijakan dividen.

C. Penurunan Hipotesis

1. Pengaruh Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang didapatkan oleh perusahaan. Keuntungan tersebut bisa dibagi kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen dan ditahan sebagai modal investasi dimasa akan datang. Keuntungan yang didapatkan oleh perusahaan tersebut dalam keadaan keuntungan bersih setelah dikurangi pajak dan bunga. Semakin banyak keuntungan yang didapatkan oleh perusahaan semakin banyak pula dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham dan di tahan sebagai modal investasi. Semakin tinggi tingkat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan, maka semakin besar pula tingkat keuntungan yang diharapkan oleh para investor. Dengan menghasilkan laba diakhir tahun yang tinggi membuat nilai dalam perusahaan tersebut menjadi baik dan perusahaan

tersebut dapat membagikan dividen yang tinggi dengan adanya laba yang tinggi.

Penelitian yang dilakukan oleh Tarmizi dan Agnes (2016) menyatakan bahwa profitabilitas (ROA) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen yang diprosikan dengan *Dividend Payout Ratio*. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Safrida (2014), Dewi (2016), Awalina (2016), Anjarsari (2018), Ali, Mohamad, dan Baharuddin (2018), Mohamadi dan Amiri (2016) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hal tersebut, hipotesis yang dapat diajukan dari penelitian ini adalah:

H₁: Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen

2. Pengaruh *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen

Perusahaan yang memiliki hutang yang tinggi akan membayarkan dividen kepada para pemegang saham yang rendah karena perusahaan membutuhkan modal. Perusahaan juga bergantung pada pihak eksternal/kreditur. Semakin tinggi perusahaan menanggung beban bunga dan pajak maka semakin kecil dividen yang diberikan kepada para pemegang saham. Hal ini disebabkan karena perusahaan melunasi kewajibannya terlebih dahulu, sisanya baru dibagikan kepada para pemegang saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Herwidodo (2013), Ali, Mohamad, dan Baharuddin (2018), Mohamadi dan Amiri (2016), Kamau, Mutunga, dan Ragama (2018) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan dengan arah negatif terhadap *dividend payout ratio* dan Permana (2016) yang

mengungkapkan bahwa *Leverage* yang ditunjukkan oleh proksi *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen perusahaan. Berdasarkan hal tersebut, hipotesis yang dapat diajukan dari penelitian ini adalah:

H₂: *Leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap Kebijakan Dividen

3. Pengaruh *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen

Free cash flow merupakan aliran kas yang sudah tidak digunakan lagi oleh perusahaan (bebas). Kas tersebut sudah tidak bisa diinvestasikan kembali ke investasi yang menguntungkan, aliran kas tersebut merupakan sisa dari pembiayaan investasi. Menurut teori keagenan, manajer dan para investor mempunyai kepentingan yang berbeda-beda sehingga menimbulkan sebuah konflik antara manajer (agen) dan investor (pemilik). Dalam hal ini bisa saja para manajer akan mengambil keputusan yang tidak sesuai dengan kepentingan investor.

Semakin sedikit manajer mempunyai saham diperusahaan tersebut semakin sedikit pula keterlibatan manajer didalam perusahaan. Semakin tinggi atau besar *free cash flow* semakin tinggi pula dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham. Hal ini dikarenakan untuk menanggulangi pihak manajemen untuk tidak melakukan hal yang tidak diinginkan oleh pihak investor. Dengan hal tersebut, diharapkan dividen yang dibagikan jga akan tinggi dengan adanya FCF yang tinggi pula (Tarmizi dan Agnes, 2016). Penelitian yang dilakukan oleh Tarmizi & Agnes (2016), Paramitha dan Arfan (2017) yang mengungkapkan bahwa *Free Cash Flow* berpengaruh positif

signifikan terhadap kebijakan dividen yang diproksikan dengan *Dividend Payout Ratio*. Berdasarkan hal tersebut, hipotesis yang dapat diajukan dari penelitian ini adalah:

H₃: *Free Cash Flow* berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen

4. Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen

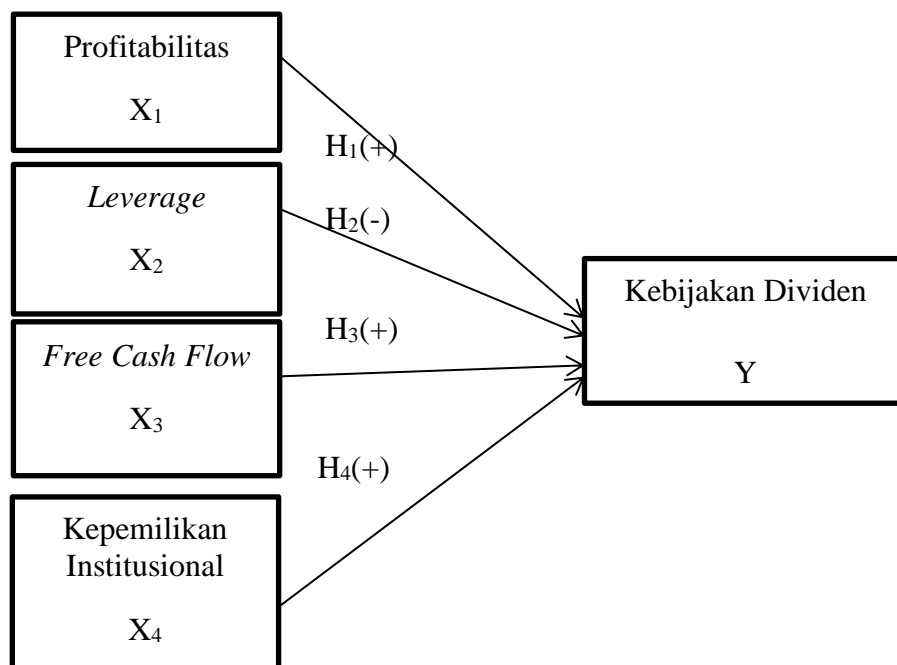
Kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham atas perusahaan dari luar manajemen perusahaan atau institusi seperti perusahaan dana pensiun, perusahaan asuransi, dan lain sebagainya. Pihak institusi biasanya menguasai mayoritas kepemilikan saham karena pihak institusi mempunyai sumber daya yang banyak dan jumlah saham yang besar dari pada para pemegang saham lainnya. Semakin tinggi kepemilikan saham institusional semakin tinggi pula dividen yang dibayarkan kepada para investor. Karena dengan adanya kepemilikan institusional yang tinggi dapat mengevaluasi kinerja para manajer agar sesuai dengan keinginan dan kepentingan para investor. Dengan adanya ini para manajer tunduk kepada para pemegang saham dan melakukan apa yang sesuai dengan yang diperintah para pemegang saham. Kepemilikan institusional yang tinggi memiliki kontrol yang sangat tinggi, sehingga relatif kecil terjadi masalah agensi sehingga kemungkinan untuk membagikan dividen yang rendah juga kecil.

Hasil penelitian dari Susanto, Susanti, Sufiyati dan Sriwahyuni (2011) yang mengungkapkan bahwa adanya pengaruh positif yang signifikan dari *institutional ownership* terhadap *dividend policy*. Hal tersebut juga sama

dengan penelitian yang dilakukan oleh Firmanda, Raharjo dan Oemar (2015) dan Tarmizi dan Agnes (2016), Sidhu, Hashmi dan Ul Haq (2016), Kamau, Mutunga, dan Ragama (2018). Berdasarkan hal tersebut, hipotesis yang dapat diajukan dari penelitian ini adalah:

H₄: Kepemilikan Institusional berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen.

D. Model Penelitian



Keterangan:

X₁, X₂, X₃, X₄ : Variabel Independen

Y : Variabel Dependen

Gambar 2.1

Model Penelitian