2. Teori *Signaling*

Teori lain yang paling sering digunakan untuk menjelaskan *dividend payout ratio* perusahaan adalah teori *signaling*. Dalam teori ini, pembayaran dividen merupakan sinyal bagi investor luar mengenai prospek perusahaan masa datang. Modigliani dan Miller (1961) dalam Kusuma (2004) berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen di atas normal merupakan suatu sinyal kepada investor bahwa manajemen perusahaan mempunyai ekspektasi yang baik di masa datang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen dianggap sebagai suatu sinyal "kesulitan" perusahaan masa datang.

Bagi para investor faktor stabilitas dividen akan lebih menarik daripada *devidend payout ratio* yang tinggi. Stabilitas di sini dalam arti tetap memperhatikan tingkat pertumbuhan perusahaan, yang ditunjukkan oleh koefisien arah yang positif. Bagi investor pembayaran dividen yang stabil merupakan indikator prospek perusahaan yang stabil pula sehingga resiko perusahaan juga relatif lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan dengan perusahaan yang membayar dividen tidak stabil (Sartono, 2001 dalam Latiefasari, 2011).

Bukti empiris yang diberikan oleh Bhattachary (1979), Aharony dan Swany (1980) dalam Kusuma (2004) menunjukkan dividen yang tinggi berasosiasi dengan laba sekarang dan di masa datang yang tinggi pula. Ini berarti bahwa dividen mempunyai hubungan positif dengan reaksi harga saham. Menurut Aquith dan Mullins (1983) dalam Kusuma (2004), adanya pengaruh positif dari kebijakan pembayaran dividen disebabkan adanya mekanisme yang dapat mengkomunikasikan informasi manajemen mengenai kinerja perusahaan saat ini dan masa datang.

3. *Stakeholder Theory*

Gordon (1959) dalam Hatta (2002) menyatakan bahwa dividen yang akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, terdapat sejumlah penelitian yang menghipotesiskan kemungkinan adanya interaksi antara keputusan investasi dan keputusan pemegang finansial. Model ini menyarankan bahwa pemegang ekuitas mempunyai insentif untuk memaksimalkan kesejahteraan non-investor stakeholder dalam perusahaan.

Salah satu literatur yang mengajukan teori yang menghubungkan dua keputusan tersebut adalah teori stakehoder (*stakeholder theory*). Teori tersebut memberikan suatu pandangan perusahaan sebagai sebuah *nexus of contract* (kumpulan kontrak-kontrak) dengan memasukan investor dan noninvestor sebagai stakehoder perusahaan. Teori ini dikemukakan oleh Cornell dan Shapiro (1987) yang melengkapi temuan Titman (1984) dalam Latiefasari (2011) dengan melihat klaim implisit (*implicit claim*) dari suatu perusahaan.

Aspek klaim implisit dari teori stakeholder Cornell dan Shapiro menciptakan hubungan antara keputusan investasi dan keputusan finansial perusahaan. Karena tingkat dari *net operating income* dari perusahaan dapat dipengaruhi oleh keputusan finansial, seperti rasio pembayaran dividen (*deviden-payout ratio*). Dengan kata lain kas yang seharusnya digunakan untuk investasi dan nantinya akan memperbesar *net operating income* perusahaan, akan menjadi berkurang jumlahnya jika digunaan untuk membayar dividen. Satu faktor penting dari teori ini adalah pembedaan antara klaim implisit dan klaim eksplisit dari perusahaan. Klaim eksplisit digolongkan sebagai jaminan produk (*product warranties*), kontrak harga, dan kontrak gaji, atau dengan kata lain merupakan

kontrak hukum sudah jelas hukumnya (*legal law*). Sedangkan klaim implisit digolongkan sebagai klaim dari pihak yang mempunyai hubungan dengan perusahaan, seperti: *supplier*, distributor, konsumen, klien, ataupun karyawan. Contoh kasusnya adalah kemauan untuk menghasilkan jasa atau pelayaan yang baik, memperkerjakan orang lain tanpa kontrak, atau meneruskan sumber suplai yang tidak memerlukan negosiasi baru.

4. Teori *Contract*

Konsep dasar teori kontrak dikemukakan oleh Myers (1997) dalam Rosdini (2009) mengemukakan bahwa IOS perusahaan merupakan *call option* (hak untuk melakukan pembelian atau investasi di masa mendatang pada tingkat harga tertentu) yang nilainya bergantung pada kecenderungan bahwa manajemen akan melaksanakan kesempatan tersebut. Jika perusahaan memiliki hutang yang berisiko tinggi dan dengan hutang tersebut perusahaan melaksanakan pilihan untuk menjalankan proyek yang memiliki *net present value* positif, maka akan terdapat kemungkinan terjadinya penurunan nilai perusahaan. Hubungan antara kebijakan investasi dan dividen dapat diidentifikasi melalui arus kas perusahaan, yaitu semakin besar jumlah investasi dalam satu periode tertentu, akan semakin kecil dividen yang diberikan. Dengan demikian perusahaan yang bertumbuh (aktif melakukan kegiatan investasi) diidentifikasi sebagai perusahaan yang *free cash flow*nya rendah (Jensen, 1986 dalam Rosdini, 2009) dengan pembayaran dividen yang rendah pula. Argumentasi mengenai hipotesis kontrak adalah *new issue market* yang merupakan salah satu cara menurunkan biaya agensi, karena berarti terjadi peningkatan pengawasan terhadap manajer oleh pemegang saham yang

jumlahnya menjadi lebih banyak atau hak kontrol yang lebih besar bagi pemegang saham. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki pilihan pertumbuhan yang rendah akan segan atau jarang melakukan *new issue market*. Salah satu cara mempertahankan nilai modal saham yang ada adalah dengan membayar dividen lebih tinggi (Rozef 1982 dan Easterbrook, 1984 dalam Rosdini, 2009).

5. *Free Cash Flow*

Jensen (1986) dalam Rosdini (2009) mendefinisikan *free cash flow* adalah 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* ini yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Ketika *free cash flow* tersedia, manajer disinyalir akan menghamburkan *free cash flow* tersebut sehingga terjadi inefisiensi dalam perusahaan atau akan menginvestasikan *free cash flow* dengan *return* yang kecil (Smith & Kim, 1994 dalam Rosdini, 2009).

White *et al.* (2003) dalam Rosdini (2009) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas diskresioner yang tersedia bagi perusahaan. *Free cash flow* adalah kas dari aktivitas operasi dikurangi *capital expenditures* yang dibelanjakan perusahaan untuk memenuhi kapasitas produksi saat ini. *Free cash flow* dapat digunakan untuk penggunaan diskresioner seperti akuisisi dan pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan (*growth-oriented*), pembayaran hutang, dan pembayaran kepada pemegang saham baik dalam bentuk dividen. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan,

pembayaran hutang, dan dividen. Ross *et al.* (2000) dalam Kusumawati (2007) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap.

Free cash flow bagi perusahaan merupakan gambaran dari arus kas yang tersedia untuk perusahaan dalam suatu periode akuntansi, setelah dikurangi dengan biaya operasional dan pengeluaran lainnya. Arus kas ini merefleksikan tingkat pengembalian bagi penanam modal, baik itu dalam bentuk hutang atau ekuitas. *Free cash flow* dapat digunakan untuk membayar hutang, pembelian kembali saham, pembayaran dividen atau disimpan untuk kesempatan pertumbuhan perusahaan masa mendatang. Jika *free cash flow* dari perusahaan adalah positif (FCF $\geq$ 0) maka keuangan perusahaan dalam kondisi yang baik. Jika *free cash flow* perusahaan adalah negatif (FCF $\leq$ 0) dan perusahaan harus mengeluarkan saham untuk menambah modal, hal ini akan mengakibatkan berkurangnya keuntungan per saham dari perusahaan tersebut. *Free cash flow* merupakan salah satu indikator untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk mengembalikan keuntungan bagi para pemegang saham melalui pengurangan hutang, peningkatan dividen atau pembelian saham kembali (Rosdini, 2009).

6. *Growth* (Pertumbuhan Perusahaan)

Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, semakin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang untuk membiayai pertumbuhanya (Latiefasari, 2011). Perusahaan tersebut biasanya akan lebih senang untuk menahan pendapatannya daripada dibayarkan sebagai dividen dengan mengingat

batasan-batasan biayanya. Apabila perusahaan telah mencapai tingkat pertumbuhan sedemikian rupa sehingga perusahaan telah mencapai tingkat pertumbuhan yang mapan, dimana kebutuhan dananya dapat dipenuhi dengan dana yang berasal dari pasar modal atau sumber dana eksternal lainya, maka keadaanya adalah berbeda. Dalam hal yang demikian perusahaan dapat menetapkan *devidend payout ratio* yang tinggi.

7. Pengertian *Dividend payout ratio*

Dividen merupakan adalah pembayaran dari perusahaan kepada para pemegang saham atas keuntungan yang diperolehnya. *Dividend payout ratio* adalah kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh pihak perusahaan, berupa penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan dan besarnya saldo laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan (Sutrisno, 2001 dalam Rosdini 2009). Dalam banyak hal, dividen sering diperlakukan sebagai pertimbangan terakhir setelah pertimbangan investasi dan pertimbangan pembiayaan lainnya, sehingga timbul *the residual value theory of devidend.* Disamping itu, ada juga yang mempertimbangkan pembagian dividen kas untuk mengurangi masalah keagenan. Lee dan Finerty (1990) dalam Rosdini (2009) mengartikan *dividend payout ratio* sebagai suatu keputusan perusahaan apakah akan membagikan *earnings* yang dihasilkan kepada para pemegang saham atau akan menahan *earnings* untuk kegiatan reinvestasi dalam perusahaan.

Dari pendapat beberapa ahli, dapat disimpulkan bahwa *dividend payout ratio* merupakan penggunaan laba bersih setelah pajak yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan berapa besar bagian laba bersih yang akan

digunakan untuk membiayai investasi perusahaan. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba yang diperolehnya dalam bentuk dividen, maka akan mengurangi *retained earnings* dan selanjutnya mengurangi total sumber dana internal. Sebaliknya, jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperolehnya, maka kemampuan pembentukan dana internal akan semakin besar. *Dividend payout ratio* yang optimal adalah *dividend payout ratio* yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga dapat memaksimumkan harga saham perusahaan.

8. Macam-macam Dividen

Santoso (2008) menyatakan bahwa berdasarkan bentuk dividen yang dibayarkan, dividen dapat dibedakan atas dua jenis yaitu dividen tunai (*cash devidend*) dan dividen saham (*stock devidend*). Dividen tunai merupakan dividen yang dibagikan dalam bentuk uang tunai. Dividen saham merupakan dividen yang dibagikan dalam bentuk saham dengan proporsi tertentu. Nilai suatu dividen tunai tentunya sesuai dengan nilai tunai yang diberikan, sedangkan nilai suatu dividen saham dapat dihitung dengan rumus harga wajar dividen saham dibagi dengan rasio dividen saham.

Berdasarkan periode satu tahun buku maka dividen dapat dibagi atas dua jenis yaitu dividen interm dan dividen final. Dividen interm merupakan dividen yang dibayarkan oleh perseroan antara satu tahun buku dengan tahun buku berikutnya atau antara dividen final satu dengan dividen final berikutnya. Di Indonesia pada umumnya dividen interm hanya dibayarkan satu kali dalam setahun. Dividen final merupakan dividen hasil pertimbangan setelah penutupan

buku perseroan pada tahun sebelumnya yang dibayarkan pada tahun buku berikutnya. Dividen final ini juga memperhitungkan dan mempertimbangkan hubungannya dengan dividen interm yang telah dibayarkan untuk tahun buku tersebut (Santoso, 2008).

9. Teori Mengenai *Dividend payout ratio*

a. Dividen tidak relevan

Menurut Modigliani dan Miller (1961) dalam Latiefasari (2011) *devidend payout ratio* tidak mempunyai pengaruh pada harga saham perusahaan atau biaya modalnya. Modigliani dan Miller (MM) menyatakan bahwa *devidend payout ratio* adalah tidak relevan, selanjutnya nilai perusahaan ditentukan oleh *earning power* dari aset perusahaan. Sementara itu keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk dividen atau akan ditahan tidak memengaruhi nilai perusahaan. Untuk membuktikan teorinya.

Modigliani dan Miller (MM) mengemukakan berbagai asumsi sebagai berikut:

- tidak ada pajak perseorangan dan pajak penghasilan perusahaan,
- tidak ada biaya emisi atau *flotation cost* dan biaya transaksi,
- kebijakan penganggaran modal perusahaan independen terhadap *dividend payout ratio*
- investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang kesempatan investasi di masa yang akan datang,

- distribusi pendapatan diantara dividen dan laba ditahan tidak berpengaruh terhadap tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor.

b. *Bird-in- the-hand Theory*

Bird-in- the-hand Theory dikemukakan oleh Gordon dan Lintner (1956) dalam Latiefasari (2011). Salah satu asumsi dari teori Modigliani dan Miller (MM) menyatakan bahwa *dividend payout ratio* tidak memengaruhi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor. Sementara itu menurut Gordon dan Lintner (1956), tingkat keuntungan yang disyaratkan akan naik apabila pembagian dividen dikurangi, karena investor lebih yakin terhadap penerimaan dividen dari pada kenaikan nilai modal *(capital gain)* yang akan dihasilkan dari laba yang ditahan.

Modigliani dan Miller (MM) berpendapat dan telah dibuktikan secara matematis, investor merasa sama saja apakah menerima dividen saat ini atau menerima *capital gain* di masa yang akan datang, sehingga tingkat keuntungan yang disyaratkan tidak dipengaruhi oleh *dividend payout ratio*. Pendapat Gordon dan Lintner oleh Modigliani dan Miller (MM) diberi nama the *bird-inthe-handfallacy*. Gordon dan Lintner beranggapan investor memandang bahwa satu burung di tangan lebih berharga dari pada seribu burung di udara. Sementara ini Modigliani dan Miller (MM) berpendapat bahwa tidak semua investor berkepentingan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka di perusahaan yang sama dengan memiliki resiko yang sama, oleh sebab itu tingkat resiko pendapatan mereka dimasa yang akan datang

bukannya ditentukan oleh *dividend payout ratio* tetapi ditentukan oleh tingkat resiko investasi baru.

c. Teori "*Information Content Hypothesis*"

Teori "*Information Content Hypothesis*" adalah teori yang menyatakan bahwa investor menganggap perubahan dividen sebagai isyarat dari prakiraan manajemen atas laba. Mondigliani - Miller (MM) yang menyatakan bahwa kenaikan dividen merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen meramalkan suatu penghasilan yang baik dimasa yang akan datang. Ketika MM mengemukakan teori ketidakrelevanan dividen, mereka mengasumsikan bahwa setiap orang atau investor dan juga manajer mempunyai informasi yang sama mengenai perusahaan dan *dividend payout ratio*. Dalam kenyataanya manajer cenderung memiliki informasi yang lebih baik tentang propek perusahaan dibanding dengan investor atau pemegang saham, akibatnya investor menilai bahwa *capital gain* lebih beresiko dibanding dengan dividen dalam bentuk kas. Mondigliani–Miller berkesimpulan bahwa reaksi investor terhadap perubahan dividen tidak berarti sebagai indikasi bahwa investor lebih menyukai dividen dibanding dengan laba ditahan. Kenyataannya bahwa harga saham berubah mengikuti perubahan dividen semata mata karena adanya *information content* dalam pengumuman dividen (Santoso, 2008).

d. Residual Devidend Policy

Kebijakan ini menyatakan perusahaan membayarkan dividen hanya jika terdapat kelebihan dana atas laba perusahaan yang digunakan untuk membiayai proyek yang telah direncanakan. Dasar dari kebijakan ini adalah bahwa investor lebih menyukai perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali laba daripada membagikannya dalam bentuk dividen apabila laba yang diinvestasikan kembali tersebut dapat menghasilkan *return* yang lebih tinggi daripada *return* rata rata yang dapat dihasilkan investor dari investasi lain dengan risiko yang sebanding (Rosdini, 2009).

10. Corporate governance

Corporate Governance (CG) menurut Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG) adalah salah satu pilar dari sistem ekonomi pasar. *Corporate governance* berkaitan erat dengan kepercayaan baik terhadap perusahaan yang melaksanakannya maupun terhadap iklim usaha di suatu negara. Implementasi CG mendorong terciptanya persaingan yang sehat dan iklim usaha yang kondusif.

Corporate governance didefinisikan oleh Monks dan Minow (1961) dalam Darmawati (2005) adalah sebagai hubungan partisipan dalam menentukan arah dan kinerja. *Corporate governance* didefinisikan oleh IICG (*Indonesian institute of Corporate Governance*) sebagai proses dan struktur yang diterapkan dalam menjalankan perusahaan, dengan tujuan utama meningkatkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang, dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholders* yang lain. *Corporate governance* juga mensyaratkan adanya struktur perangkat untuk mencapai tujuan dan

pengawasan atas kinerja. Darmawati (2005) menyatakan bahwa prinsip-prinsip utama dari CG yang menjadi indikator, sebagaimana ditawarkan oleh *Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD) adalah: *Fairness* (Keadilan), *Transparency* (Transparansi), *Accountability* (Akuntabilitas), *Responsibility* (Responsibilitas), *Independency* (Independen) dan *Disclosure* (Keterbukaan).

Sistem CG yang baik memberikan perlindungan efektif kepada para pemegang saham dan pihak kreditur, sehingga mereka bisa meyakinkan dirinya akan perolehan kembali investasinya dengan wajar dan bernilai tinggi. Oleh karena itu, sistem tersebut harus juga membantu menciptakan lingkungan yang kondusif terhadap pertumbuhan sector usaha yang efisien dan berkesinambungan. Dengan demikian CG dapat didefinisikan sebagai seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan (Santoso, 2008). Sedangkan tujuan *corporate governance* yaitu untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (stakeholders).

Secara lengkap CG pada dasarnya merupakan suatu konsep yang menyangkut struktur perseroan, pembagian tugas, pembagian kewenangan dan pembagian beban tanggung jawab dari masing-masing unsur yang membentuk struktur perseroan. Konsep CG ini juga menyangkut mekanisme yang harus ditempuh oleh masing-masing unsur dari struktur perseroan

tersebut serta hubungan-hubungan antara unsurunsur dari struktur perseroan itu, mulai dari RUPS, direksi, komisaris, dan juga mengatur hubungan-hubungan antara unsur-unsur dari struktur perseroan dengan unsur-unsur di luar perseroan yang pada hakikatnya merupakan *stakeholder* dari perseroan. Unsur-unsur di luar perseroan tersebut yaitu negara yang sangat berkepentingan akan perolehan pajak dari perseroan yang bersangkutan dan masyarakat luas yang meliputi para investor publik dari perseroan itu (dalam hal perseroan merupakan perusahaan publik), calon investor, kreditur dan calon kreditur perseroan. Jika dilihat secara umum, institusi dalam *corporate governance* sendiri mencakup internal ataupun eksternal perusahaan. Institusi eksternal meliputi *agency regulatory* seperti pemerintah, pasar modal dimana saham perusahaan itu didaftarkan, dan pengadilan yang mengakui adanya upaya hukum bagi pelanggaran aturan-aturan *governance*. Institusi internal adalah mekanisme yang berada di dalam perusahaan yang menentukan bagaimana perusahaan itu dijalankan. Institusi eksternal dan internal tersebut saling berhubungan satu sama lain semenjak mekanisme internal secara luas diatur dan ditentukan oleh institusi eksternal. Misalnya, hukum dan peraturan pemerintah mengatur secara spesifik tentang kewenangan dewan direksi dan dewan pengawas, hak-hak pemegang saham, dan kewajiban manajer (Santoso, 2008).

B. Penurunan Hipotesis

1. Profitabilitas dan *dividend payout ratio*

Menurut Wirjolukito, *et al.* (1965) dalam Suharli (2007) pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberikan sinyal mengenai keberhasilan perusahaan dalam membukukan profit. Semakin besar keuntungan yang diperoleh maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Dengan demikian profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila akan membayar dividen. Hal ini sesuai dengan teori *signaling* dan teori *residual devidend policy*. Teori *signaling* menyatakan bahwa pembayaran dividen merupakan sinyal bagi investor luar mengenai prospek perusahaan dimasa datang, sehingga perusahaan yang membagikan dividen akan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki ekpektasi yang baik dimasa yang akan datang. Teori *residual divided policy* menyatakan bahwa perusahaan membayarkan dividen hanya jika terdapat kelebihan dana atas laba perusahaan yang digunakan untuk membiayai proyek yang telah direncanakan.

Penelitian yang dilakukan oleh Suharli (2007), Sugiarto (2008), dan Marpaung dan Hadianto (2009) terbukti bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Namun, penelitian yang dilakukan oleh Sulistiyowati (2010) mengemukakan bahwa profitabilitas tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu maka hipotesis yang diajukan adalah

H_1: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

2. *Leverage* dan *dividend payout ratio*

Peningkatan hutang akan memengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima. Sutrisno (2001) dalam Prihantoro (2003) mengungkapkan *Debt to Equity Ratio* (DER) mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya, yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Teori *residual divided policy* menyatakan bahwa perusahaan membayarkan dividen hanya jika terdapat kelebihan dana atas laba perusahaan yang digunakan untuk membiayai proyek yang telah direncanakan. Apabila dana internal tidak mencukupi, maka perusahaan dituntut untuk melakukan pendanaan ekternal yang biasanya lebih mengutamakan pendanaan utang daripada saham. Sehingga *leverage* perusahaan digunakan untuk pembayaran dividen agar dapat menjaga *performance* dan *signal* perusahaan bagi investor.

Menurut Brigham dan Ehrhardt dalam Suherli & Harahap (2004) semakin besar *leverage* perusahan maka cenderung untuk membayar dividennya lebih rendah dengan tujuan untuk mengurangi ketergantungan pada pendanaan secara eksternal. Sehingga semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula jumlah kewajibannya yang akan memengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibagikan. Hal ini sesuai dengan penelitian Prihantoro (2003) yang menemukan *leverage* berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Penelitian yang dilakukan Sulistiyowati (2010) menemukan bahwa *leverage* tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan

mengenai jumlah pembagian dividen. Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu maka hipotesis yang diajukan adalah

H_2: *Leverage berpengaruh negatif* terhadap *dividend payout ratio*.

3. *Growth* dan *dividend payout ratio*

Tingkat pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu faktor yang memengaruhi *dividend payout ratio* (Tampubolon, 2005). Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, maka semakin besar kebutuhan dana yang diperlukan untuk membiayai pertumbuhan tersebut. Semakin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang maka perusahaan lebih senang untuk menahan labanya daripada membayarkannya sebagai dividen kepada pemegang saham.

Teori *contract* menyatakan bahwa hubungan antara kebijakan investasi dan dividen dapat diidentifikasi melalui arus kas perusahaan, yaitu semakin besar jumlah investasi dalam satu periode tertentu, akan semakin kecil dividen yang diberikan. Perusahaan yang sedang mengalami masa pertumbuhan akan banyak membutuhkan banyak dana untuk membiayai proyek investasi dibandingkan membagikan dividen kepada pemegang saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Suherli dan Harahap (2004), Puspita (2009), dan Marpaung dan Hadianto (2009) menemukan bahwa *growth* berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Namun, penelitian yang dilakukan Sulistiyowati (2010) tidak menemukan adanya pengaruh antara pertumbuhan dengan *dividend payout ratio*. Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu maka hipotesis yang diajukan adalah

H_3: *Growth* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

4. *Free cash flow* dan *dividend payout ratio*

White *et al.* (2003) dalam Rosdini (2009) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas diskresioner yang tersedia bagi perusahaan. *Free cash flow* dapat digunakan untuk penggunaan diskresioner seperti akuisisi dan pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan (*growth-oriented*), pembayaran hutang, dan pembayaran kepada pemegang saham baik dalam bentuk dividen. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang, dan dividen. Jadi, semakin tinggi *free cash flow* perusahaan semakin tinggi pula dividen yang dibayarkan perusahaan, karena perusahaan memiliki cukup kas yang tersedia. Penelitian yang dilakukan oleh Laksono (2006) dan Rosdini (2009) menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu maka hipotesis yang diajukan adalah

H_4: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

5. Profitabilitas dan *Corporate Governance*

Corporate governance mengarahkan pengelolaan perusahaan pada upaya pencapaian *profit* dan *sustainability* secara seimbang (Daniri, 2006). Pencapaian keuntungan tersebut merupakan wujud pemenuhan pemegang saham (*shareholder*) dan tidak dapat dilepaskan dari upaya pencapaian *sustainability* yang merupakan wujud pemenuhan kepentingan para *stakeholders*.

Perusahaan yang memperoleh pendapatan yang lambat atau profitabilitas yang sedikit maka cenderung akan mengumumkan lebih banyak tentang

pelaksanaan CG guna melepaskan tekanan dari pasar (Kusumawati, 2007). Penelitian yang dilakukan oleh dan Darmawati (2006) Kusumawati (2007) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu maka hipotesis yang diajukan adalah

H_5: Profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *Corporate governance*.

6. *Leverage* dan *Corporate governance*

Menurut Faisal (2006) *leverage* dapat mempresentasikan sebuah pengendalian eksternal dari *corporate governance*. Pemegang utang (*debtholders*) berkepentingan untuk melindungi investasinya dalam perusahaan dan akan secara aktif memonitor seberapa besar tingkat *leverage* perusahaan tersebut.

Black *et al.* (2003) dalam Faisal (2006) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat utang yang tinggi dalam struktur modalnya akan cenderung menjadi subjek untuk dikenai pengawasan oleh kreditor yang lebih ketat yang dinyatakan dalam kontrak utang yang dibuat, kreditor sangat berkepentingan dengan praktik *governance* dari debiturnya dan memiliki kekuasaan yang lebih besar dibandingkan pemegang saham untuk memaksa perusahaan meningkatkan kualitas *corporate governance* perusahaan.

Darmawati (2006) dan Sulistiyowati (2010) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan terhadap kualitas penerapan *corporate governance*. Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu maka hipotesis yang diajukan adalah

H_6: *Leverage* berpengaruh positif terhadap *Corporate governance*.

7. *Growth* dan *Corporate Governance*

Menurut Daniri (2006) manfaat yang diberikan dari penerapan CG untuk mengurangi biaya modal sebagai dampak dari pengelolaan perusahan yang baik yang menyebabkan tingkat bunga atas dana oleh perusahaan semakin kecil seiring dengan turunnya tingkat resiko perusahaan dapat dijadikan pilar utama pendukung tumbuh kembangnya perusahaan dalam waktu jangka panjang.

Pada umumnya perusahaan yang memiliki pertumbuhan tinggi membutuhkan dana tambahan untuk melakukan ekspansi sehingga mendorong perusahaan untuk melakukan perbaikan dalam penerapan CG dalam rangka menurunkan biaya modal (Black *et al.*, 2003 dalam Darmawati, 2006) menyatakan bahwa *growth* berpengaruh terhadap CG. Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu maka hipotesis yang diajukan adalah

H_7: *Growth* berpengaruh positif terhadap *Corporate governance*.

8. *Free cash flow* dan *Corporate governance*

Dividend payout ratio merupakan penggunaan laba bersih setelah pajak yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan berapa besar bagian laba bersih yang akan digunakan untuk membiaya investasi perusahaan. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba yang diperolehnya dalam bentuk dividen, maka akan mengurangi *retained earnings* dan selanjutnya mengurangi total sumber dana internal. Sebaliknya, jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperolehnya, maka kemampuan pembentukan dana internal akan semakin besar. *Dividend payout ratio* yang optimal adalah *dividend payout ratio*

yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa mendatang sehingga dapat memaksimumkan harga saham perusahaan (Rosdini, 2009). Perusahaan yang melaksanakan *corporate governance* yang baik maka akan terdorong untuk melaksanakan *dividend payout ratio* yang lebih besar pula. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang tinggi akan memiliki cukup kas yang tersedia untuk membiayai aktivitas perusahaan termasuk juga *dividen payout ratio.*

Jadi, semakin tinggi *free cash flow* perusahaan maka akan semakin tinggi pula CG yang diterapkan suatu perusahaan. Aliran kas yang baik membuktikan bahwa dalam suatu perusahaan tersedia kas yang cukup sehingga diperlukan tata kelola perusahaan yang lebih baik juga agar dana yang ada bisa digunakan sesuai dengan porsinya. Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu maka hipotesis yang diajukan adalah

H_8: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *Corporate governance.*

9. *Corporate Governance* dan *Dividend payout ratio*

Menurut Santoso (2008) dalam Sulistiyowati (2010) tata kelola perusahaan yang baik yang merupakan bentuk dari perlindungan investor terhadap rasio pembayaran dividen. Teori keagenan menjelaskan bahwa dengan adanya *corporate governance* berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada investor bahwa pemegang saham akan menerima *return* atas dana yang telah diinvestasikan.

Corporate governance berkaitan dengan bagaimana para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan dan tidak akan melakukan

ekspropriasi yang tidak menguntungkan terhadap dana yang telah ditanamkan oleh investor (Shleifer dan Vishny, 1989 dalam Darmawati 2006). Hal ini sependapat dengan Septianti (2004) dalam Sulistiyowati (2010) yang mengemukakan bahwa proteksi hukum terhadap investor dimaksudkan untuk melindungi pemegang saham minoritas dari *expropriation* yang dilakukan oleh manajer akibat kendali yang dimiliki oleh pemegang saham mayoritas sebagai wujud pelaksanaan prinsip *independency* dan *fairness* dalam *corporate governance*. Hal ini konsisten dengan penelitian Santoso (2008) yang menyebutkan bahwa tata kelola perusahaan yang baik sebagai bentuk dari perlindungan investor sehingga membuat investor yang merasa terproteksi akan bersedia mendapatkan dividen yang lebih rendah dan laba perusahaan dapat digunakan untuk reinvestasi.

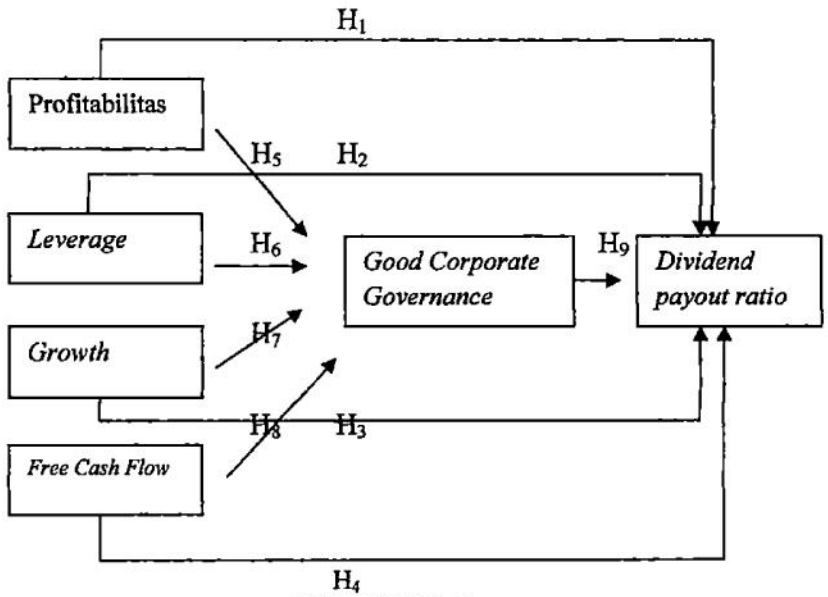
Perusahaan yang melaksanakan *corporate governance* dapat mendatangkan pertambahan yang signifikan untuk *devidend to cash flow ratio* (Kowalewski *et al.*, 2007 dalam Sulistiyowati, 2010). Hal ini juga sejalan dengan Jiraporn, *et al.* (2008) dalam Sulistiyowati (2010) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan kualitas yang baik akan membayarkan dividen yang lebih besar. Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu maka hipotesis yang diajukan adalah

H_9: *Corporate Governance* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio.*

H_{10}: Profitabilitas, *leverage, growth,* dan *free cash flow* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio* dengan *Corporate Governance* sebagai variabel intervening.

C. Model Penelitian

Berdasarkan uraian telaah literatur tersebut, rerangka pemikiran dalam penelitian ini dapat dilihat dalam gambar berikut ini:



GAMBAR 2. 1.
RERANGKA PEMIKIRAN

Berdasarkan gambar diagram jalur tersebut diajukan hubungan bahwa profitabilitas, *leverage*, dan *growth* mempunyai hubungan langsung dengan *dividend payout ratio*. Namun demikian profitabilitas, *leverage*, dan *growth* juga mempunyai hubungan tidak langsung ke *dividend payout ratio* yaitu dari profitabilitas, *leverage*, dan *growth* ke *Corporate Governance* baru kemudian ke *dividend payout ratio*. Koefisien jalur merupakan *standardized* koefisien regresi yang digunakan untuk menemukan jalur mana yang paling tepat dan singkat suatu variabel independen menuju variabel dependen (Sugiyono, 2007).