

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

a. Teori

Kebijakan dividen sebuah perusahaan memiliki dampak penting bagi banyak pihak yang terlibat di masyarakat (Suharli, 2004) dalam Riyanti (2010). Bagi para pemegang saham atau investor, dividen kas merupakan tingkat pengembalian investasi mereka berupa kepemilikan saham yang diterbitkan perusahaan lain. Bagi pihak manajemen, dividen kas merupakan arus kas keluar yang mengurangi kas perusahaan. Oleh karenanya kesempatan untuk melakukan investasi dengan kas yang dibagikan sebagai dividen tersebut menjadi berkurang. Bagi kreditor, dividen kas dapat menjadi sinyal mengenai kecukupan kas perusahaan untuk membayar bunga atau bahkan melunasi pokok pinjaman. Perusahaan yang cenderung membayarkan dividen dalam jumlah relatif besar akan mampu memotivasi pemerhati untuk membeli saham perusahaan. Perusahaan yang memiliki kemampuan membayar dividen diasumsikan masyarakat sebagai perusahaan yang menguntungkan.

Gitman (2003) memberikan definisi kebijakan dividen sebagai suatu perencanaan tindakan perusahaan yang harus dituruti ketika keputusan dividen harus dibuat. Sedangkan Lee dan Finerty (1990) dalam Arifah (2015) mengartikan kebijakan dividen sebagai suatu keputusan perusahaan apakah akan membagikan *earnings* yang dihasilkan kepada

para pemegang saham atau akan menahan *earnings* untuk kegiatan reinvestasi dalam perusahaan.

Dengan demikian, kebijakan dividen 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.

Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa mendatang sehingga dapat memaksimalkan harga saham perusahaan.

Berikut ini adalah pemaparan mengenai beberapa teori kebijakan dividen:

1. Hipotesis Kontrak

Konsep dasar hipotesis kontrak digambarkan oleh Myers (1977, dalam Smith & Watts 1992) sebagai berikut: 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 dengan pembayaran dividen yang rendah pula (Jensen, 1986 dalam Pratiwi 2011).

Argumentasi mengenai hipotesis kontrak adalah *new issue market* 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 Pratiwi 2011).

2. Hipotesis Pecking Order

Hipotesis *Pecking Order* yang dikemukakan oleh Myers & Majluf (1984) di dalam Fajriyah (2011) menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* memiliki dorongan untuk membayar dividen relatif rendah

dalam rangka memiliki dana internal lebih banyak untuk membiayai proyek-proyek investasinya. Bahkan bagi perusahaan bertumbuh, peningkatan dividen dapat menjadi berita buruk (*badnews*) karena diduga perusahaan telah mengurangi rencana investasinya (Kalay,1982, dalam Fajriyah 2011).

3. Hipotesis Sinyal

Hipotesis sinyal yang dikemukakan oleh Miller & Rock (1985) di dalam Fajriyah (2011) menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas tinggi akan membayar dividen lebih tinggi. Jika sinyal meningkat karena adanya disparitas informasi antara manajer dengan investor, maka perusahaan yang memiliki disparitas informasi besar yang biasanya merupakan perusahaan yang memiliki pilihan pertumbuhan yang kecil akan membayarkan dividen lebih tinggi (hubungan negatif) sebagai sinyal bahwa kondisi perusahaan baik.

4. *Residual Dividend policy*

Kebijakan ini menyatakan bahwa dividen yang dibayarkan merupakan sisa dari laba perusahaan setelah dikurangkan dengan yang dibayarkan untuk membiayai perencanaan modal perusahaan (Weston dan Brigham, (1993) dalam Riyanti (2010). Artinya, 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.

Ada berbagai pendapat dari ahli atau teori lain tentang kebijakan dividen antara lain :

a. Teori dividen tidak relevan dari Modigliani dan Miller.

Menurut Modigliani dan Miller atau MM, nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya presentasi laba yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk uang tunai atau DPR (*Dividend Payout Ratio*), tapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak atau EBIT (*Earning before interesting tax*) dan kelas resiko perusahaan. Jadi menurut MM, dividen adalah tidak relevan.

Pernyataan ini didasarkan pada beberapa asumsi penting yang lemah seperti yang ada dibawah ini :

1. Pasar modal sempurna dimana semua investor adalah rasional
2. Tidak ada biaya emisi saham baru jika perusahaan menerbitkan saham baru.
3. Tidak ada pajak kebijakan investasi perusahaan tidak berubah.

Pada kenyataannya kondisi di lapangan adalah sebagai berikut :

1. Pasar modal yang sempurna sulit ditemui.
2. Biaya emisi saham baru pasti ada.
3. Pajak pasti ada.

4. Kebijakan investasi perusahaan tidak mungkin tidak berubah.
- b. Teori dividen yang relevan (*The Bird In The Hand*) dari Golden dan Lintner.

Teori ini menyatakan bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika presentasi laba yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk uang tunai atau DPR (*Dividen Payout Ratio*) rendah, karena investor lebih suka menerima dividen daripada perolehan modal atau (*capital gains*). Investor memandang keuntungan dividen atau *divident yield* lebih pasti daripada keuntungan *capital gain* atau *capital gains yield*. Perlu diingat bahwa dilihat dari sisi investor, biaya modal sendiri dari laba yang ditahan adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan investor pada saham. Laba ditahan adalah keuntungan dari dividen atau *Dividen Yield* ditambah *capital gain* atau *capital gains yield*.

Modigliani dan Miller menganggap bahwa argumen Golden dan Lintner merupakan suatu kesalahan (MM memakai istilah : “*The Bird In The Hand Fallacy*“). Menurut MM, pada akhirnya para investor akan kembali menginvestasikan dividen yang diterima pada perusahaan yang sama atau perusahaan yang memiliki resiko yang hampir sama.

Riyanto dan Dermawan (1997) dalam Fajriah (2011) menyatakan bahwa perusahaan dalam membuat keputusan pembagian dividen harus mempertimbangkan kelangsungan hidup dan pertumbuhan perusahaan. Laba sebaiknya tidak dibagikan sebagai dividen seluruhnya dan sebagian harus disisihkan untuk diinvestasikan kembali. Karena kebijakan dividen

terdapat dua pihak yang berkepentingan yang saling bertentangan yaitu kepentingan pemegang saham dan kepentingan perusahaan dengan *retained earning* untuk investasi, di samping kepentingan *bondholders* yang juga mempengaruhi besarnya dividen kas yang dibagikan.

Kebijakan dividen suatu perusahaan akan melibatkan dua pihak yang berkepentingan dan saling bertentangan (*agency problem*), yaitu kepentingan para pemegang saham dengan dividennya, kepentingan perusahaan dengan laba ditahannya, di samping itu juga kepentingan *bondholder* yang dapat mempengaruhi besarnya dividen kas yang dibayarkan. Dividen yang dibayarkan kepada para pemegang saham tergantung kepada kebijakan masing-masing perusahaan, sehingga memerlukan pertimbangan yang lebih serius dari manajemen perusahaan. Kebijakan dividen atau keputusan dividen pada hakekatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan (Levy dan Sarnat, 1990) dalam Analisa (2011).

Salah satu *return* yang akan diperoleh para pemegang saham adalah dividen. Dividen adalah distribusi yang bisa berbentuk kas, aktiva lain, surat atau bukti lain yang menyatakan utang perusahaan, dan saham, kepada pemegang saham suatu perusahaan sebagai proporsi dari jumlah saham yang dimiliki oleh pemilik.

Menurut Sumarto (2007), dividen adalah bagian keuntungan yang dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham. Pengumuman dividen merupakan salah satu informasi yang akan direspon oleh pasar. Menurut Arifin (1993) dalam Prapaska (2012), pengumuman dividen dan pengumuman laba pada periode sebelumnya adalah dua jenis pengumuman yang paling sering digunakan oleh para manajer untuk menginformasikan prestasi dan prospek perusahaan.

Dalam pembayaran dividen, perusahaan dapat menggunakan bentuk-bentuk tertentu pembayaran dividen. Baridwan (2004) dalam Prapaska (2012) menyatakan dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham dapat berbentuk :

1. Dividen yang berbentuk uang.

Pembagian dividen yang paling sering dilakukan adalah dalam bentuk uang. Para pemegang saham akan menerima dividen sebesar tarif per lembar dikalikan jumlah lembar yang dimiliki.

2. Dividen yang berbentuk aktiva (selain kas dan saham sendiri).

Dividen yang dibagikan kadang-kadang tidak berbentuk uang tunai, tetapi berupa aktiva seperti saham perusahaan lain atau barang-barang hasil produksi perusahaan yang membagikan dividen tersebut. Pemegang saham yang menerima dividen seperti ini mencatat dalam bukunya dengan jumlah sebesar harga pasar yang diterimanya.

3. Dividen saham (*stock dividend*)

Penerimaan dividen dalam bentuk saham dari perusahaan yang membagi saham disebut dividen saham. Saham yang diterima berbentuk saham yang sama dengan yang dimiliki atau saham jenis yang lain.

Adapun tujuan dari pembagian dividen (Andinata, 2010) dalam Prapaska (2012) adalah sebagai berikut:

- a. Untuk memaksimalkan kemakmuran bagi para pemegang saham, karena tingginya dividen yang dibayarkan akan mempengaruhi harga saham.
- b. Untuk menunjukkan likuiditas perusahaan. Dengan dibayarkannya dividen, diharapkan kinerja perusahaan dimata investor bagus dan dapat diakui bahwa perusahaan mampu menghadapi gejolak ekonomi dan mampu memberikan hasil kepada investor.
- c. Sebagian investor memandang bahwa risiko dividen adalah lebih rendah dibanding risiko *capital gain*.
- d. Untuk memenuhi kebutuhan para pemegang saham akan pendapatan tetap yang digunakan untuk keperluan konsumsi.
- e. Dividen dapat digunakan sebagai alat komunikasi antara manajer dan pemegang saham.

b. Profitabilitas

Moh'd et al (1998) dan Jensen et al (1992) dalam Riyanti (2010) menyatakan bahwa profitabilitas perusahaan mempunyai hubungan negatif dengan kebijakan hutang. Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya. Dividen merupakan bagian dari laba bersih yang dicapai perusahaan. Perusahaan akan dapat melakukan pembagian dividen jika perusahaan memperoleh profit. Semakin besar profitabilitas perusahaan maka kemampuan perusahaan untuk membayar dividen kepada investor semakin besar. Variabel ini menggambarkan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor.

Pihak manajemen akan membayarkan dividen agar menjadi sinyal mengenai keberhasilan perusahaan membukukan profit (Wirjolukito et al, 2003) dalam Riyanti (2010). Sinyal tersebut menyimpulkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan. Dengan demikian profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayarkan dividen. Ukuran profitabilitas dapat berbagai macam seperti: laba operasi, laba bersih, tingkat pengembalian investasi/aktiva, dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik. Untuk mengukur profitabilitas perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan rumus :

$$NPM = \frac{L + B + S + P}{P}$$

Penelitian ini menggunakan proksi *profit margin* sebagai ukuran profitabilitas perusahaan. Pertimbangan utama karena *profit margin* merupakan proxy yang sering digunakan untuk mengukur rasio profitabilitas.

c. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan adalah teori yang memaparkan tentang pemisahan pengendalian pada perusahaan yang berdampak pada munculnya hubungan antara agen dan prinsipal (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Pratiwi, (2011). Prinsipal merupakan pemegang saham sedangkan agen adalah manajemen yang melakukan pengelolaan perusahaan.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Jensen (1986), Agrawal & Jayaraman (1994), Jaggi & Gul (1999) dalam Pratiwi (2011), salah satu penyebab munculnya konflik keagenan yang akan menyebabkan timbulnya *agency cost* adalah arus kas bebas. *Agency cost* dari sisi pemegang saham dapat dikurangi dengan cara melibatkan pihak ketiga (*debtholders*) yang masuk melalui kebijakan hutang.

Agency theory menyebutkan bahwa sebagai agen dari pemegang saham, manajer tidak selalu bertindak demi kepentingan pemegang saham. Untuk itu, diperlukan biaya pengawasan yang dapat dilakukan melalui cara-cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan

pembatasan terhadap pengambilan keputusan oleh manajemen. Kegiatan pengawasan yang dilakukan memerlukan biaya keagenan. Biaya keagenan digunakan untuk mengontrol semua aktivitas yang dilakukan manajer sehingga manajer dapat bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual antara kreditor dan pemegang saham. Konflik keagenan (*agency conflict*) ini dapat diminimalisir dengan mekanisme pengawasan yang mensejajarkan kepentingan pihak-pihak terkait. Dengan adanya mekanisme pengawasan ini menyebabkan munculnya biaya yang sering disebut dengan *agency cost*. Van Horne dan John (1997) dalam Pratiwi (2011) menjelaskan bahwa biaya agensi (*agency cost*) merupakan biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak.

d. *Free Cash Flow*

Aliran kas bebas adalah *cash flow* yang tersedia untuk dibagikan kepada investor setelah perusahaan melakukan investasi pada *fixed asset* dan *working capital* yang diperlukan untuk mempertahankan kelangsungan usaha. Kas bebas merupakan kas yang tersedia di atas kebutuhan investasi yang *profitable* dan merupakan hak dari pemegang saham (Sartono, 2001) dalam Fajriyah (2011).

Konsep *free cash flow* merupakan perluasan dari konsep biaya keagenan kedalam manajemen struktur modal. Hipotesis Jensen (1986) mengenai *free cash flow* menyatakan bahwa tekanan pasar akan mendorong manajer untuk mendistribusikan *free cash flow* kepada

pemegang saham. Menurut Jensen (1986) dalam Fajriyah (2011), *free cash flow* adalah kelebihan kas yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki *net present value* setelah membagi dividen.

Free cash flow dapat menggambarkan kondisi keuangan suatu perusahaan. Aliran kas bebas adalah kas yang tersisa setelah melakukan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* positif saat didiskontokan pada biaya modal yang relevan. Konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer pada kebijakan pembayaran menjadi parah terutama ketika organisasi menghasilkan *free cash flow* yang cukup besar (Jensen, 1976) dalam Agustia (2013).

Aliran kas bersih (*net cash flow*) sering digunakan sebagai ukuran kelayakan suatu proyek yang diperoleh dari selisih antara aliran kas masuk (*cash inflow*) dengan aliran kas keluar (*cash outflow*). Suatu proyek dinyatakan layak apabila *net cash flow* positif. Dalam studi kelayakan proyek tersebut, *net cash flow* yang diperhitungkan bukan aliran kas yang telah terjadi tetapi sebagai proyeksi di masa depan dari proyek yang akan didirikan, sehingga kelayakan proyek tidak semata-mata diukur dari *net cash flow*, tetapi terdapat ukuran selanjutnya seperti pendekatan-pendekatan nilai sekarang (*present value*) yang diukur dari *net present value* (NPV), *profitability index* (PI) dan *internal rate of return* (IRR) (Husnan, 1992) dalam Arifah (2015).

Penelitian ini menggunakan konsep aliran kas bersih (*net cash flow*) bukan didasarkan atas proyeksi kas di masa mendatang (Husnan, 1998) maupun *cash flow* yang diukur dari penting tidaknya tanggapan manajemen dalam keputusan dividen (Partington, 1989) dalam Angelia (2013). Namun ukuran *cash flow* yang digunakan adalah *cash flow* yang diperoleh dari aliran kas yang telah terjadi yang tercermin dalam laporan arus kas yang terdiri dari arus kas dari aktivitas operasi, investasi dan pendanaan.

Kallapur & Trombley (1999) dalam Rahmawati (2012) menyatakan bahwa arus kas bebas merupakan kas yang diperoleh dari operasi perusahaan yang tidak dibutuhkan untuk mendanai proyek-proyek yang mempunyai NPV (*net present value*) positif. Penman (2001) dalam Rahmawati (2012) menyatakan bahwa arus kas bebas merupakan kas bersih yang diperoleh dari operasi perusahaan yang menentukan kemampuan perusahaan untuk membayar klaim utang dan ekuitas. Kepentingan pribadi manajer terlihat melalui kecenderungan manajer untuk menggunakan *free cash flow* untuk *overinvestment* dan untuk memenuhi keinginan pribadi mereka seperti gaji yang lebih tinggi (Richardarson, 2005) dalam Angelia (2013).

Megginson (1997) dalam Mahadwarta (2002) menyatakan bahwa *free cash flow hypothesis* dapat digunakan untuk memprediksi hubungan interdependensi antara kebijakan hutang dan kebijakan dividen perusahaan. Dividen mempengaruhi hutang dengan hubungan yang positif.

Perusahaan yang membagikan dividennya dalam jumlah besar memerlukan tambahan dana melalui hutang untuk membiayai investasinya.

e. Kebijakan Hutang

Moh'd et all (1998) dan Jensen et all (1992) dalam Tarigan (2007) menyatakan bahwa profitabilitas perusahaan mempunyai hubungan negatif dengan kebijakan hutang. Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya. Dividen merupakan bagian dari laba bersih yang dicapai perusahaan. Perusahaan akan dapat melakukan pembagian dividen jika perusahaan memperoleh profit. Semakin besar profitabilitas perusahaan maka kemampuan perusahaan untuk membayar dividen kepada investor semakin besar. Variabel ini menggambarkan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor.

Kebijakan hutang termasuk kebijakan pendanaan perusahaan yang bersumber dari eksternal. Penentuan kebijakan hutang ini berkaitan dengan struktur modal karena hutang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal. Perusahaan dinilai berisiko apabila memiliki porsi hutang yang besar dalam struktur modal, namun sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang yang kecil atau tidak sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat

memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan (Hanafi, 2004) dalam Jusriani (2013).

Chen dan Steiner (1999) dalam Faisal (2004) menunjukkan bahwa pada kondisi risiko tinggi manajer memilih proyek berisiko tinggi dengan tujuan mendapat return tinggi. Pengurangan risiko dilakukan dengan menggunakan pendanaan hutang dari pihak kreditur. Namun penggunaan hutang pada tingkat risiko tinggi dapat mengurangi biaya keagenan ekuitas namun memicu biaya keagenan hutang.

Menurut Murni dan Andriana (dikutip dari Pratiwi, 2011) untuk memenuhi kebutuhan pendanaan, pemegang saham lebih menginginkan pendanaan perusahaan dibiayai dengan hutang karena dengan penggunaan hutang, hak pemegang saham terhadap perusahaan tidak akan berkurang dan dapat mencapai keinginan perusahaan. Disamping itu perilaku manajer dan komisaris perusahaan juga dapat dikendalikan. Namun sebaliknya manajer tidak menyukai pendanaan tersebut dikarenakan hutang mengandung risiko yang tinggi. Manajemen perusahaan mempunyai kecenderungan untuk memperoleh keuntungan sebesar-besarnya dengan biaya pihak lain. Perilaku seperti ini dikenal sebagai keterbatasan rasional (*bounded rationality*).

Hasil penelitian Narita (2012) menunjukkan secara parsial variabel ukuran perusahaan tidak mempengaruhi kebijakan hutang. Likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan hutang. Kepemilikan Institusional tidak mempengaruhi kebijakan hutang, profitabilitas berpengaruh terhadap

kebijakan hutang, dan *free cash flow* tidak mempengaruhi kebijakan hutang, Pengujian secara simultan kelima variable ini mempunyai pengaruh terhadap kebijakan hutang.

f. Trade-off Theory

Trade-off theory muncul sebagai penentang teori struktur modal pendahulunya yang dipelopori Modigliani-Miller. Menurut Brackley & Myers (1991) dalam Nurisngsih (2005), *Trade-off theory* menjelaskan adanya hubungan antara pajak, resiko kebangkrutan dan penggunaan hutang yang disebabkan keputusan struktur moda yang diambil perusahaan.

Implikasi *Trade-Off Theory*: a) Perusahaan yang dapat segera mengembalikan hutang-hutangnya akan mendapat kepercayaan dari kreditur untuk menerbitkan hutang dalam jumlah besar, Ozkan (2001) menyatakan bahwa rasio likuiditas dapat memiliki pengaruh gabungan terhadap keputusan struktur modal. Pertama, perusahaan dengan rasio likuiditas yang lebih tinggi akan memilih *debt ratio* lebih tinggi karena kemampuannya membayar kewajiban jangka pendeknya. Kedua, perusahaan dengan aset likuid yang lebih besar kemungkinan akan menggunakan aset tersebut untuk membiayai investasi. b) Perusahaan dengan risiko bisnis besar harus menggunakan hutang lebih kecil dibanding perusahaan yang mempunyai risiko bisnis rendah, karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang yang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutang mereka (Nuringsih, 2005).

Dalam *Trade-off models* yang didukung oleh penelitian-penelitian Brealey & Myers (1991) De Angelo & Masulis (1980) dalam Nuringsih (2005) juga menyatakan bahwa dalam kenyataannya, penggunaan hutang 100% sulit ditemui dan semakin banyak hutang semakin tinggi beban atau risiko yang ditanggung perusahaan seperti : *agency cost*, biaya kebangkrutan, keengganan kreditur untuk memberi pinjaman dalam jumlah besar (Turnbull, 1979) dalam Tarigan (2007).

Rasio likuiditas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya sumber daya jangka pendek (atau lancar) yang tersedia untuk memenuhi kewajiban tersebut (Van Horne dan Wachowicz, 2001) dalam Arifah (2015). Salah satu rasio likuiditas yang akan digunakan dalam penelitian ini *current ratio* (rasio lancar). Menurut Weston dan Copeland (1997) dalam Nurhayati (2013), *current ratio* (rasio lancar) merupakan rasio antara aktiva lancar terhadap kewajiban lancar. Rasio menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendeknya dengan menggunakan aktiva lancarnya. Biasanya aktiva lancar terdiri dari kas, surat berharga, piutang, dan persediaan, sedangkan kewajiban lancar terdiri dari kas, surat berharga, piutang, dan persediaan, sedangkan kewajiban lancar terdiri dari hutang bank jangka pendek atau hutang lainnya yang mempunyai jangka waktu kurang dari satu tahun. Menurut *pecking order theory*, perusahaan dengan tingkat likuiditas yang tinggi akan lebih memilih menggunakan sumber dana internal terlebih dulu sebelum melakukan investasi keuangan yang baru.

Myers dan Rajan (1998) dalam Gunawan (2011) menyatakan bahwa ketika biaya agensi dari likuiditas tinggi, maka kreditur luar membatasi jumlah pembiayaan hutang yang tersedia bagi perusahaan. Oleh karena itu terdapat hubungan negatif antara likuiditas dengan DER. Hasil ini didukung oleh penelitian Syeikh dan Wang (2011) serta Shahjahanpour (2010).

B. Penelitian Terdahulu

Penelitian tentang profitabilitas, likuiditas, *free cash flow* dan kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen sebelumnya telah banyak dilakukan penelitian.

- a. Hilda Arifah (2015), juga meneliti pengaruh profitabilitas, likuiditas, dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen menguji pengaruh profitabilitas yang diukur dengan (*Return On Assets* dan *Return On Equity*) berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Dalam penelitian ini sampel perusahaan yang digunakan adalah perusahaan manufaktur periode 2011-2013.
- b. Mafizatun Nurhayati (2010), juga meneliti pengaruh profitabilitas, likuiditas dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen dan nilai perusahaan yang menguji pengaruh likuiditas yang berpengaruh koefisien negatif terhadap kebijakan dividen. Dalam penelitian ini sampel perusahaan yang digunakan adalah sektor non jasa.
- c. Dini Rosdini (2003), juga meneliti pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend police* yang menguji pengaruh *free cash flow*

yang berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Dalam penelitian ini sampel yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

- d. Stephani Gunawan Widjaja Djohan (2012), juga meneliti pengaruh kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen. Dalam penelitian ini kebijakan yang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

C. Hipotesis

a. Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas merupakan indikator utama dari kemampuan perusahaan untuk membayar dividen (Gill, *et al.*, 2010) dalam Arifah (2015). Perusahaan akan membayar sejumlah dividen yang lebih besar jika laba yang diharapkan mengalami kenaikan. Oleh karena itu, perusahaan perlu mempertimbangkan profitabilitas dalam kebijakan dividen. Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Profitabilitas dapat diukur dengan menggunakan rasio keuangan *Net Profit Margin* dimana penjualan dibagi dengan laba sebelum pajak. *Net Profit Margin* merupakan rasio laba bersih terhadap ekuitas biasa yang dapat mengukur tingkat pengembalian atas investasi pemegang saham biasa (Brigham dan Houston, 2011) dalam Nurhayati (2013).

Hasil penelitian Dewi (2008) menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif signifikan antara profitabilitas yang diproxy dengan *Net Profit Margin* dengan *dividend payout ratio*. Hal ini membuktikan

perusahaan yang memiliki profitabilitas yang tinggi akan membagikan dividen yang tinggi kepada pemegang saham. Penelitian yang dilakukan oleh Stefan (2013), membuktikan bahwa profitabilitas yang diproxy dengan *Net Profit Margin* dimana profitabilitas memiliki hubungan positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Maka hipotesis yang diturunkan adalah :

H1 : Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

b. Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen

Pembayaran dividen dalam bentuk *cash dividend* lebih banyak diinginkan oleh investor. Membayar dividen dalam bentuk *cash dividend*, membutuhkan uang tunai atau aktiva lancar yang cukup. Dividen merupakan arus kas keluar, semakin besar posisi kas dan likuiditas maka kemampuan perusahaan untuk membayar dividen semakin besar (Horne dan Wachowicz, 1998) dalam Arifah (2015). Oleh karena itu, perusahaan harus menjaga tingkat likuiditas perusahaan. Likuiditas adalah kemampuan untuk menjual aset untuk mendapatkan kas pada waktu singkat. Tingkat likuiditas perusahaan dapat diukur dengan rasio likuiditas. Rasio likuiditas adalah rasio yang menunjukkan hubungan antara kas dan aset lancar perusahaan dengan kewajiban lancar (Brigham dan Houston, (2011) dalam Arifah (2015).

Hasil penelitian Mawarni dan Ratnadi (2012), Janifairus, *et al.*,(2013) dalam Riyanti (2010) menunjukkan antara *cash ratio* dengan *dividend payout*

ratio mempunyai hubungan positif signifikan. Peningkatan pada *current ratio* akan meningkatkan harapan pemegang saham. Hal tersebut menunjukkan bahwa semakin perusahaan likuid maka kesempatan untuk memenuhi kewajiban lancar dan membayar *cash dividen* semakin besar. Maka hipotesis yang diturunkan adalah :

H2 : Likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen

c. *Free Cash Flow* Terhadap Kebijakan Dividen

Permasalahan agensi sering terjadi pada perusahaan yang telah melakukan *Initial Public Offering* (IPO). Manajemen sebagai agen yang mengelola perusahaan diharapkan akan bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Untuk mengurangi masalah agensi maka kreditur dan pemegang saham melakukan pengawasan terhadap perusahaan. Hipotesis *free cash flow* yang dikemukakan oleh Jensen (1986) dalam Fajriyah (2011) menyatakan bahwa tekanan pasar untuk mengendalikan perusahaan akan mendorong manajer untuk membagikan *free cash flow* kepada pemegang saham daripada investasi yang tidak memberi keuntungan. Perusahaan dengan *free cash flow* yang besar menunjukkan bahwa perusahaan akan membagikan *cash dividend* kepada pemegang saham.

Penelitian terdahulu yang dilakukan Ika (2011) dan Djumahir (2009) menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hal ini dapat diartikan semakin besar arus kas bebas yang dimiliki oleh perusahaan maka semakin besar pula dividen yang

dibagikan kepada pemegang saham. Arah hubungan positif tersebut juga mengindikasikan jika perusahaan lebih memilih membagikan laba kepada pemegang saham dengan asumsi bahwa tidak ada investasi yang memberi keuntungan. Maka hipotesis yang diturunkan adalah :

H3 : *Free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

d. Kebijakan Hutang Terhadap Kebijakan Dividen

Liabilitas atau hutang merupakan kewajiban perusahaan terhadap pihak lain. Ada berbagai macam cara yang menyebabkan timbulnya hutang. Secara umum hutang dapat dikaitkan dengan kegiatan operasional atau kegiatan pendanaan. Kegiatan operasional yang menyebabkan timbulnya hutang, misalnya pinjaman kepada pemasok (*supplier*). Hutang yang berkaitan dengan pendanaan, misalnya pinjaman dari bank.

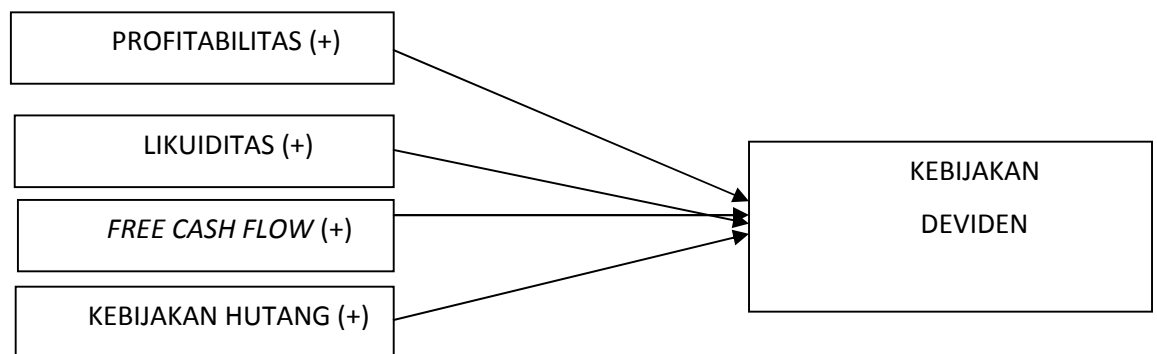
Menurut Nuringsih (2005), apabila perusahaan mengalami keterbatasan laba ditahan, perusahaan cenderung memanfaatkan hutang. Namun, bila penggunaan hutang terlalu besar, hal itu dapat berdampak pada *financial distress* dan kebangkrutan. Perusahaan dengan utang yang tinggi akan membagikan sedikit keuntungannya kepada pemegang saham (Hashemi dan Zdeh, 2012) dalam Nuringsih (2005). Apabila perusahaan memiliki tingkat hutang yang tinggi, perusahaan berusaha untuk mengurangi *agency cost of debt* dengan mengurangi hutangnya. Pengurangan hutang dapat dilakukan dengan membiayai investasinya

dengan sumber dana internal sehingga pemegang saham akan merelakan dividennya untuk membiayai investasi (Dewi, 2008). Maka hipotesis yang diturunkan adalah :

H4: Kebijakan hutang memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

D. Model Penelitian

Dalam penelitian ini adalah penelitian replikasi ekstensi. Terdapat 4 variabel independen dan 1 variabel dependen. 4 variabel independen tersebut adalah Profitabilitas, *Free Cash Flow*, Kebijakan Hutang, dan Likuiditas. Adapun satu variabel dependen adalah Kebijakan Dividen. Dari 5 variabel yang ada, dapat maka dapat dilihat modelnya pada gambar dibawah ini :



Gambar 1. Model Penelitian