

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Kebijakan Dividen

Dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, di samping *capital gain* (Hanafi, 2004). Kebijakan dividen menyangkut keputusan apakah akan membagikan laba atau menahannya untuk diinvestasikan kembali di dalam perusahaan, dan keputusan kebijakan dividen dapat menimbulkan akibat yang menguntungkan maupun tidak menguntungkan terhadap harga saham perusahaan (Weston dan Brigham, 1989).

Kebijakan dividen (*dividend policy*) adalah keputusan perusahaan dalam menentukan besarnya keuntungan yang diperoleh perusahaan yang akan dibagikan sebagian dalam bentuk dividen terhadap pemegang saham dan yang akan diinvestasikan kembali (*reinvestment*) atau yang akan disimpan dalam perusahaan. Hal ini dapat diartikan bahwa kebijakan dividen perusahaan dipertimbangkan berdasarkan pada kepentingan perusahaan pada satu sisi dan kepentingan pemegang saham disisi lain. Sedangkan dividen sendiri yaitu merupakan pendistribusian yang bisa berupa saham, surat atau bukti lain yang menyatakan hutang, aktiva lain, dan kas perusahaan terhadap pemegang saham atas dasar kepemilikan sejumlah saham yang dimiliki (Andriyani, 2008).

Kebijakan dividen merupakan salah satu fungsi utama seorang manajer keuangan dalam membuat keputusan keuangan perusahaan. Kebijakan dividen 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 (Azmi dan Listiadi, 2014). Dividen yang siap dibagikan dihitung dari setiap lembar saham dan besar saham dalam jumlah yang sama, tetapi hal ini juga tergantung dari sisa keuntungan perusahaan yang dikurangi dengan setiap potongan yang juga telah ditentukan dalam keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) dan akta pendirian (Soemarso, 2005 dalam Pujiati, 2015).

Kebijakan dividen menyangkut masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham, dan laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau laba yang ditahan untuk diinvestasikan kembali. Kebijakan deviden sering dianggap sebagai sinyal bagi investor dalam menilai baik buruknya perusahaan, hal ini disebabkan karena kebijakan deviden dapat membawa pengaruh terhadap harga saham perusahaan. Manajer tidak akan membayar dividen apabila para manajer tidak yakin mengenai pertumbuhan laba perusahaan di masa mendatang (Azmi dan Listiadi, 2014).

Pada umumnya tidak ada aturan khusus yang secara universal harus diterapkannya terkait pemegang saham dan manajemen tentang

dividen. Hal yang dapat dikatakan sebenarnya yaitu nilai besaran dividen tergantung pada lingkungan pengambil keputusan. Karena lingkungan tersebut bisa berubah dari waktu ke waktu, maka seorang manajer dihadapkan dengan tidak relevannya dividen pada waktu tertentu dan dalam waktu tertentu menjadi sesuatu yang utama atau penting (Ang, 1997 dalam Andriyani, 2008).

2. Jenis-jenis Dividen

Menurut Weygandt dan Kimmel dalam Lestari dan Fitria (2014) ada beberapa jenis-jenis dividen yaitu:

a. Cash dividend

Jenis dividen yang seperti ini paling umum dan sangat diminati para investor. *Cash dividend* merupakan laba perusahaan dalam bentuk kas perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham secara tunai dengan nilai sesuai dengan kebijakan yang diterapkan perusahaan. *Cash dividend* juga mencerminkan arus kas kepada investor dan menginformasikan kinerja perusahaan saat ini dan yang akan datang.

b. Script Dividend

Merupakan dividen yang dibagikan berupa surat hutang (*notes payable*). Jenis dividen seperti ini sudah jarang sekali dipakai.

c. *Property Dividend*

Merupakan dividen yang dibagikan dalam bentuk aset perusahaan misalnya *merchandise, real estate, investment*, dan lain sebagainya. Jenis dividen ini umumnya dibagikan oleh perusahaan tambang yang selalu berpindah-pindah lokasinya.

d. *Liquidating Dividend*

Merupakan dividen yang dibagikan dalam rangka mengembalikan sebagian investasi kepada investor. Dividen jenis ini merupakan satu-satunya pembagian dividen dengan mengurangi agio saham (*paid in capital*) perusahaan.

e. *Stock Dividend*

Dividen jenis ini digunakan ketika perusahaan tidak mempunyai dana kas yang cukup untuk dibagikan dalam bentuk dividen. *Stock dividend* merupakan dividen yang dibagikan dalam bentuk saham perusahaan terkait.

3. Teori-teori Kebijakan Dividen

Menurut para ahli ada beberapa teori yang berkaitan dengan kebijakan dividen, yaitu:

a. Teori Ketidakrelevanan Dividen (*Dividend Irrelevance Theory*)

Modigliani-Miller (MM) berpendapat bahwa di dalam kondisi bahwa keputusan investasi yang *given*, pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham (Sartono, 1994). MM berpendapat bahwa nilai

perusahaan ditentukan oleh *earning power* dari aset perusahaan. MM membuktikan pendapatnya secara matematis dengan berbagai asumsi:

- 1) Pasar modal yang sempurna di mana semua investor bersikap rasional.
- 2) Tidak ada pajak perseorangan dan pajak penghasilan perusahaan.
- 3) Tidak ada biaya emisi atau *flotation cost* dan biaya transaksi.
- 4) Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya modal sendiri perusahaan.
- 5) Informasi tersedia untuk setiap individu terutama yang menyangkut tentang kesempatan investasi.

Hal yang terpenting dari pendapat Modigliani-Miller adalah bahwa pengaruh pembayaran dividen terhadap kemakmuran pemegang saham akan diimbangi dengan jumlah yang sama dengan cara pembelanjaan atau pemenuhan dana yang lain. Oleh karena itu pemegang saham dapat menerima kas dari perusahaan saat ini dalam bentuk pembayaran dividen atau menerimanya dalam bentuk *capital gain*. Keuntungan yang diperoleh atas kenaikan harga saham akibat pembayaran dividen akan diimbangi dengan penurunan harga karena adanya

penjualan saham baru. Kemakmuran pemegang saham sekali lagi tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen saat ini maupun di masa mendatang. Pemegang saham merasa *indifferent* atas kebijakan dividen.

b. *Bird-in-the Hand Theory*

Salah satu asumsi dalam pendekatan Modigliani-Miller ini adalah bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor (Sartono, 1994). Sementara itu Myron Gordon dan John Lintner berpendapat bahwa investor akan meningkat sebagai akibat penurunan pembayaran dividen. Investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada menunggu *capital gain*. Gordon Lintner berpendapat bahwa kemungkinan *capital gain* yang diharapkan adalah lebih besar risikonya dibanding dengan *dividend yield* yang pasti. Investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk setiap pengurangan *dividend yield*.

c. *Tax Differential Theory*

Pada teori ini menjelaskan bahwa bagi investor yang dikenai pajak pendapatan perseorangan, pendapatan yang relevan baginya adalah pendapatan setelah pajak (Sartono, 1994). Dengan demikian tingkat keuntungan yang disyaratkan juga setelah pajak. Tingkat keuntungan yang diharapkan

investor terdiri atas dua komponen yaitu, *dividend yield* ditambah dengan *capital gain* yang diharapkan. Dengan kata lain investor menghendaki perusahaan untuk menahan laba setelah pajak dan dipergunakan untuk pembiayaan investasi daripada pembayaran dividen dalam bentuk kas. Untuk itu dapat disimpulkan bahwa investor akan meminta tingkat keuntungan setelah pajak yang lebih tinggi terhadap saham yang memiliki *dividend yield* yang tinggi daripada saham dengan *dividend yield* yang rendah. Dari ketiga pendekatan tersebut sementara dapat disimpulkan:

- 1) Modigliani-Miller berpendapat bahwa kebijakan dividen tidak relevan berarti bahwa tidak ada kebijakan dividen yang optimal karena kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan ataupun biaya modal.
- 2) Gordon-Lintner mempunyai pendapat lain bahwa dividen lebih kecil risikonya dibanding dengan *capital gain*, sehingga Gordon-Lintner menyarankan perusahaan untuk menentukan *dividend payout ratio* atau bagian laba setelah pajak yang dibagikan dalam bentuk dividen yang tinggi dan menawarkan *dividend yield* yang tinggi untuk meminimumkan biaya modal *the-bird-in-the-hand fallacy*.

Pada pendapat yang ketiga ini menjelaskan bahwa dividen akan dikenai pajak yang cenderung tinggi

dbandingkan *capital gain*, sehingga investor akan meminta keuntungan yang lebih besar untuk saham dengan *dividend yield* yang tinggi.

d. *Signalling Hypothesis Theory*

Kenaikan dividen menyebabkan naiknya harga saham, sedangkan penurunan dividen umumnya menyebabkan turunnya harga saham. Hal ini menunjukkan bahwa investor secara keseluruhan lebih menyukai dividen daripada keuntungan modal (Brigham dan Houston, 2001). MM berpendapat bahwa apabila kenaikan dividen tersebut lebih tinggi daripada yang diperkirakan, maka hal itu merupakan “signal” bagi investor bahwa manajemen perusahaan bisa memprediksikan peningkatan laba di masa yang akan datang. Begitupun sebaliknya, ketika dividen menurun atau mengalami peningkatan yang lebih kecil daripada yang diperkirakan, maka hal itu merupakan signal bahwa manajemen perusahaan memprediksikan penurunan laba di masa yang akan datang.

e. Teori “*Clientele Effect*”

Pada suatu kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda mengenai kebijakan dividen (Brigham dan Houston, 2001). Pada segmen tertentu pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini tentunya menyukai dividen yang tinggi. Sebaliknya

kelompok pemegang saham tertentu yang tidak begitu membutuhkan dana akan menginvestasikan kembali pendapatan dividen yang diterima setelah membayar pajak atas penghasilan dividen.

f. *Residual Theory of Dividends*

Menurut teori ini, perusahaan akan membayarkan dividen ketika semua investasi yang menguntungkan telah habis dibiayai. Dividen yang akan dibayarkan merupakan 'sisa' (residual) dari semua kegiatan investasi yang menguntungkan habis dibiayai (Hanafi, 2004). Sebelum menetapkan kebijakan dividen, manajemen keuangan akan melakukan langkah-langkah sebagai berikut:

- 1) Menetapkan penganggaran modal optimum. Ketika semua kegiatan investasi yang mempunyai Net Present Value positif telah dibiayai.
- 2) Menentukan jumlah saham yang diperlukan untuk membiayai investasi baru tersebut dengan menjaga struktur modal untuk tetap stabil.
- 3) Menggunakan dana internal untuk melakukan pembiayaan dan mendanai kebutuhan dari saham tersebut.
- 4) Membayarkan dividen ketika ada dana yang tersisa dari sumber dana internal, setelah semua kegiatan investasi yang mempunyai NPV positif habis didanai.

4. *Firm Size*

Firm size dapat diukur dengan log natural dari total aktiva (Farinha, 2002 dalam Puspita, 2009). Ukuran perusahaan menjelaskan keadaan suatu perusahaan. Salah satu indikator yang dapat digunakan untuk melihat ukuran perusahaan adalah total asset yang dimiliki. Sebuah perusahaan yang besar dan mapan akan memiliki akses yang lebih mudah ke pasar modal, sedangkan perusahaan kecil lebih sulit untuk mengaksesnya (Budiman dan Harnovinsah, 2016).

Perusahaan yang besar biasanya mempunyai akses yang baik dan lebih mudah ke pasar modal guna meningkatkan dana dengan biaya lebih rendah serta lebih sedikitnya masalah dibandingkan perusahaan yang kecil. Selain itu perusahaan besar sangat mungkin guna mampu membayar dividen lebih besar ke pemegang saham (Juma'h, 2008 dalam Mahaputra dan Wirawati, 2014).

Suatu perusahaan besar yang sudah mapan pastinya mempunyai akses yang mudah menuju pasar modal, sedangkan perusahaan yang milih baru dan yang masih kecil tentunya mengalami banyak kesulitan dalam memasuki lingkungan pasar modal. Karena itu kemudahan akses ke pasar modal cukup berarti dalam memperoleh dana yang lebih besar, sehingga perusahaan mampu memiliki rasio pembayaran dividen yang lebih besar dibandingkan perusahaan kecil (Chang dan Rhee, 1990 dalam Puspita, 2009). Perusahaan besar dengan akses pasar yang baik seharusnya dapat membayarkan dividen yang besar

terhadap pemegang saham, sehingga antara *firm size* dan dividen mempunyai hubungan yang positif (Cleary, 1999 dalam Puspita, 2009).

5. *Free Cash Flow*

Free cash flow merupakan laporan tentang arus kas masuk dan keluar yang utama dari sebuah perusahaan selama suatu periode tertentu. Tujuannya untuk mengevaluasi kegiatan operasional perusahaan pada periode lalu, dan untuk merencanakan kegiatan pendanaan dan investasi di periode mendatang (Masruroh, Nursanti dan Lisa, 2011).

Mariah, *et al.* (2012) dalam Prasetio dan Suryono (2016) dapat diartikan aliran kas bebas atau *free cash flow* sebagai arus kas yang siap dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Pembagian dividen dilakukan setelah perusahaan melakukan kegiatan investasi terhadap aset tetap (*fixed asset*) dan modal kerja (*working capital*) untuk keberlangsungan usahanya. *Free cash flow* sendiri akan digunakan untuk membayar hutang dan pembayaran dalam bentuk dividen kepada pemegang saham. Semakin besar *free cash flow* perusahaan yang tersedia, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk membayar hutang dan dividen (Prasetio dan Suryono, 2016).

Brigham dan Daves (2003) dalam Prasetio dan Suryono (2016) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai arus kas yang diperoleh dari

bisnis operasional yang sedang berlangsung dan tersedia untuk didistribusikan kembali kepada pemegang saham. Pembagian tersebut dianggap tidak mempengaruhi tingkat pertumbuhan perusahaan saat ini. Aliran kas bebas merupakan arus kas yang tersedia untuk dibagikan kepada pemegang saham dan kreditur. Pembagian kas tersebut dilakukan setelah perusahaan menginvestasikan ke dalam aktiva tetap dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan operasional perusahaan.

6. Profitabilitas

Menurut Hanafi (2004) profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan (profitabilitas) pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu.

Ang (1997) dalam Puspita (2009) menyatakan bahwa *profitabilitas* adalah tingkat keuntungan bersih yang berhasil diperoleh perusahaan dalam menjalankan operasionalnya. *Return On Investment* diukur dari laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) terhadap total assetnya yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam penggunaan investasi yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam rangka menghasilkan probabilitas perusahaan.

Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan

operasionalnya. Profitabilitas menggambarkan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi (Prasetio dan Suryono, 2016).

7. *Investment Opportunity Set*

Sari (2010) dalam Pujiati (2015) menjelaskan bahwa *Investment Opportunity Set* (IOS) adalah merupakan pilihan investasi di masa yang akan datang dan berdampak pada pertumbuhan aset dan ekuitas. Dari pengertian di atas bisa diartikan bahwa kesempatan investasi merupakan peluang investasi di masa yang akan datang dan berakibat pada tumbuhnya aset dan ekuitas perusahaan.

Munculnya istilah *Investment Opportunity Set* (IOS) dikemukakan oleh Myers (1977) dalam Aqlia (2016) yang menjelaskan pengertian perusahaan, yaitu sebagai kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan pilihan investasi dimasa mendatang. Menurut Gaver dan Gaver (1993) dalam Aqlia (2016), pilihan investasi dimasa depan tidak hanya tertuju pada proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi hal ini juga diukur dengan kemampuan perusahaan yang lebih detail dalam mengeksplorasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya. Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*).

B. Penelitian Terdahulu

1. Pada penelitian Arifin dan Asyik (2015) mengenai Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, *Growth Potential*, Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen. Hasilnya Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, Likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, *Growth potential* berpengaruh signifikan dan negatif terhadap kebijakan dividen, Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan dan positif terhadap kebijakan dividen.
2. Penelitian yang dilakukan oleh Maulidiyah Nur Azmi dan Agung Listiadi (2014) mengenai Analisis Pengaruh Profitabilitas dan IOS terhadap Kebijakan Dividen dengan Likuiditas sebagai Variabel Moderasi pada Perusahaan Manufaktur. Hasil penelitian tersebut ialah Profitabilitas berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen, IOS berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen, Likuiditas tidak mampu memoderasi hubungan Profitabilitas terhadap kebijakan dividen, Likuiditas tidak mampu memoderasi hubungan IOS terhadap kebijakan dividen.
3. Penelitian yang dilakukan oleh Maria Andriyani (2008) mengenai Analisis Pengaruh *Cash Ratio*, *Debt To Equity Ratio*, *Insider Ownership*, *Investment Opportunity Set (IOS)*, Dan *Profitability* Terhadap Kebijakan Dividen. Hasil penelitian tersebut ialah *Cash Ratio* berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen, *Debt To*

Equity Ratio berpengaruh signifikan negatif terhadap Kebijakan Dividen, *Insider Ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen, *Investment Opportunity Set (IOS)* berpengaruh signifikan positif terhadap Kebijakan Dividen, *Profitability* berpengaruh signifikan positif terhadap Kebijakan Dividen.

4. Penelitian Lestari dan Fitria (2014) mengenai Analisis Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas Dan *Growth* Terhadap Kebijakan Dividen. Terdapat hasil yang berbeda dengan penelitian Arifin dan Asyik (2015) yaitu profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, likuiditas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, dan *Growth* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
5. Penelitian yang dilakukan oleh Kardianah dan Soedjono (2013) mengenai Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen. Hasil yang diperoleh yaitu Kepemilikan Institusional berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen, Ukuran Perusahaan berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen, Profitabilitas berpengaruh positif terhadap Kebijakan Dividen, dan Likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen.
6. Penelitian Marleadyani dan Wiksuana (2016) mengenai Pengaruh *Economic Value Added* Dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen Tunai Dengan Likuiditas Sebagai Variabel

Moderating. Hasil analisisnya sebagai berikut: *Economic Value Added* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen tunai pada perusahaan manufaktur di BEI tahun 2013, *Investment Opportunity Set* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen tunai pada perusahaan manufaktur di BEI tahun 2013, Likuiditas mampu memoderasi pengaruh positif dan signifikan hubungan *Economic Value Added* terhadap Kebijakan Dividen Tunai pada perusahaan manufaktur di BEI tahun 2013, Likuiditas tidak mampu memoderasi pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen Tunai pada perusahaan manufaktur di BEI tahun 2013.

7. Pada penelitian Saeed, Riaz, Lodhi, Munir, dan Iqbal (2014) mengenai *Determinants of Dividend Payouts in Financial Sector of Pakistan*. Hasil penelitian tersebut ialah hasilnya menunjukkan bahwa ada hubungan yang positif dari EPS dan likuiditas dengan pembayaran dividen sementara *asset tangibility*, *cash flow*, profitabilitas, dan *size* mempunyai hubungan yang negatif terhadap pembayaran dividen.
8. Penelitian yang dilakukan oleh Ahmad dan Wardani (2014) mengenai *The Effect Of Fundamental Factor To Dividend Policy: Evidence In Indonesia Stock Exchange*. Hasil yang didapat oleh peneliti yaitu Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, Likuiditas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, *Leverage* berpengaruh negatif dan signifikan

terhadap kebijakan dividen, *Firm size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, *Growth* tidak ada pengaruh terhadap kebijakan dividen.

9. Pada penelitian Aristantia dan Putra (2015) mengenai *Investment Opportunity Set* Dan *Free Cash Flow* Pada Tingkat Pembayaran Dividen Perusahaan Manufaktur. Hasilnya pada penelitian ini yaitu *investment opportunity set* tidak berpengaruh pada tingkat pembayaran dividen dan *free cash flow* berpengaruh positif terhadap tingkat pembayaran dividen.
10. Penelitian yang dilakukan oleh Ika Farida Ulfah (2011) mengenai Pengaruh *Agency Cost*, *Firm Size*, dan *Profitability* Terhadap Kebijakan Dividen Dengan Likuiditas Sebagai Variabel Moderasi. Hasilnya menunjukkan bahwa *Agency Cost* berpengaruh terhadap kebijakan dividen, *Firm Size* berpengaruh terhadap kebijakan dividen, *Profitability* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, Likuiditas bukan merupakan variabel yang memoderasi hubungan antara *Agency Cost*, *Firm Size*, dan *Profitability* terhadap kebijakan dividen.
11. Penelitian yang dilakukan oleh Munsa Ipaktri (2012) mengenai Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Profitabilitas, Likuiditas, Dan Arus Kas Bebas Terhadap Kebijakan Dividen Kas Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. Hasilnya menunjukkan bahwa Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan, Profitabilitas

berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan, Likuiditas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan, Arus Kas Bebas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

12. Penelitian yang dilakukan oleh Wiby Aqlia R (2016) mengenai Analisis Pengaruh *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set*, Dan *Sales Growth* Terhadap *Dividend Policy*. Dengan hasil yang diperoleh yaitu *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, *investment opportunity set* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, *sales growth* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

13. Penelitian yang dilakukan oleh Dimas Adi Nugraha (2012) mengenai Analisis Pengaruh *Insider Ownership*, *Debt to Equity Ratio*, ROE, *Firm Size*, dan *Investment Opportunity Set* Terhadap *Dividend Payout Ratio*. Memperoleh hasil penelitian sebagai berikut: *insider ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*, ROE berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*, *debt to equity ratio*, *firm size*, dan *investment opportunity set* tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

14. Penelitian yang dilakukan oleh Aqlima Cendera Dewi (2016) mengenai Pengaruh *Investment Opportunity Set*, Profitabilitas, *Free Cash Flow*, Struktur Modal, Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen. Diperoleh hasil sebagai berikut: *investment opportunity set*,

struktur modal, dan likuiditas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, *free cash flow* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen, dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

15. Penelitian yang dilakukan oleh Prasetio dan Suryono (2016) mengenai Pengaruh Profitabilitas, *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set* Terhadap *Dividend Payout Ratio*. Dari penelitian ini diperoleh hasil yaitu: profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*, *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*, dan *investment opportunity set* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*.
16. Penelitian yang dilakukan oleh Secsio dan Prasetiono (2016) mengenai Analisis Pengaruh ROE, *Firm Size*, *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set*, Dan *Debt Ratio* Terhadap *Dividend Payout Ratio*. Hasil yang diperoleh dari penelitian ini yaitu: *free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *dividend payout ratio*, sedangkan ROE, *firm size*, *investment opportunity set*, dan *debt ratio* tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.
17. Penelitian yang dilakukan oleh Sadalia dan Saragih (2008) mengenai Pengaruh Profitability Dan *Investment Opportunity Set* Terhadap Dividen Tunai Pada Perusahaan Terbuka Di Bursa Efek Indonesia. Hasil yang diperoleh dari penelitian ini yaitu: Profitability yang diprosikan dengan ROE dan NPM mempunyai hasil berpengaruh

positif dan signifikan terhadap dividen tunai sedangkan *investment opportunity set* yang diproksikan dengan MVA/BVA dan PPE/BVA mempunyai hasil tidak berpengaruh terhadap dividen tunai.

C. Hipotesis

1. Pengaruh *firm size* terhadap kebijakan dividen

Firm size dapat dinyatakan dalam total aktiva, penjualan, dan kapitalisasi pasar (Al-Makawi, 2008 dalam Ulfah, 2011). Perusahaan yang mempunyai total aktiva, penjualan, dan kapitalisasi yang besar maka kemudahan dalam mengakses pasar modal cukup berarti untuk fleksibilitas dan kemampuan untuk memperoleh dana yang lebih besar, sehingga perusahaan akan menghasilkan aset yang tinggi dan diharapkan mampu untuk menghasilkan laba yang tinggi (Ulfah, 2011).

Perusahaan yang besar memiliki kemudahan dalam mempunyai hubungan dengan pasar modal, hal ini menandakan bahwa fleksibilitas dan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan dana dalam jangka pendek menjadi lebih besar, sehingga perusahaan yang besar dapat mengusahakan pembayaran dividen yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan kecil. Hal tersebut dapat mengurangi ketergantungan mereka pada pendanaan internal perusahaan. (Farinha, 2002 dalam Mulyono, 2009). *Firm Size* berhubungan dengan peluang kemampuan perusahaan untuk masuk ke pasar modal dan jenis

pembiayaan eksternal lainnya yang menunjukkan kemampuan meminjam.

Firm size dengan total aset yang besar maka perusahaan semakin mudah untuk masuk ke pasar modal dan mendapatkan sumber dana eksternal berupa hutang dalam jumlah yang besar karena jaminannya tinggi sehingga laba yang diperoleh tadi bisa digunakan untuk pembayaran dividen. Ketika perusahaan mendapatkan hutang, maka pembiayaan operasional perusahaan yang bertambah tersebut bisa didanai dari hutang, sehingga dana internal yang berupa laba ditahan akan berkurang karena untuk pembayaran dividen yang tinggi.

Penelitian yang dilakukan oleh Madyoningrum (2016), Ulfah (2011), serta Nursafitri (2013) menyatakan hasil penelitian dari *firm size* yaitu adanya hubungan yang positif dan signifikan antara *firm size* dengan kebijakan dividen. Hasil tersebut sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Prawira, Dzulkirom, Endang (2014) bahwa adanya hubungan yang positif antara ukuran perusahaan (*firm size*) terhadap kebijakan dividen.

Sehingga hipotesis yang dapat diturunkan sebagai berikut:

H₁: *Firm Size* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

2. Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen

Dalam sebuah perusahaan pasti ada yang namanya *free cash flow* yakni yang menggambarkan tingkat keuangan sebuah perusahaan.

Aqlia (2016), berpendapat bahwa sejatinya seorang manajer perusahaan dipercaya untuk mensejahterakan baik pemilik perusahaan atau pun pemegang saham, tetapi pada prakteknya mereka pun merasa pentingnya keselamatan kerja, kemakmuran pribadi, dan keuntungan yang meliputi fasilitas kantor yang mewah di mana semua ini dibebankan pada biaya perusahaan. Hal tersebut pastinya memicu *agency conflict* ketika nilai *free cash flow*-nya terlalu tinggi, hal ini disebabkan oleh adanya asimetri informasi antara manajer perusahaan yang lebih mengetahui kondisi perusahaan dibanding pemegang saham. *Free cash flow* yang dijalani dengan baik juga dapat digunakan oleh pihak manajer untuk menjalankan investasi yang hanya diuntungkan secara pribadi dan mungkin hal ini berisiko, baik bagi pemegang saham maupun perusahaan. Dalam mengatasi hal tersebut, sebaiknya *free cash flow* segera dibagikan dalam bentuk dividen terhadap pemegang saham apabila sudah tidak ada peluang investasi yang dianggap *profitable* atau menguntungkan bagi perusahaan. Pembagian *free cash flow* sebagai dividen juga dapat mengurangi *agency conflict* antara manajer dan pemegang saham karena *free cash flow* yang tersedia berkurang.

Free cash flow merupakan aliran kas yang tersedia untuk dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Pembagian tersebut akan dilakukan setelah perusahaan melakukan investasi pada aset tetap dan modal kerja untuk kelangsungan usahanya.

Free cash flow sendiri bisa diartikan bahwa arus kas yang berasal dari setelah semua kegiatan pendanaan dan investasi habis dibiayai. Arus kas bebas sendiri merupakan sisa dari kegiatan tersebut. Hal ini terkait dengan *Residual Theory of Dividends* yang menjelaskan bahwa perusahaan menetapkan kebijakan dividen setelah semua investasi yang menguntungkan habis dibiayai. Ketika *free cash flow* atau sisa dana tersebut tinggi maka pembayaran dividen juga akan tinggi.

Hasil penelitian Secsio dan Prasetiono (2016), Rosdini (2009), Dewi (2016), Suartawan dan Yasa (2016), Adnan, Gunawan dan Candrasari (2014), Prasetio dan Suryono (2016), Suherman, Lukman dan Kusnadi (2015), serta Aristantia dan Putra (2015) menemukan adanya hubungan yang positif dan signifikan antara *free cash flow* terhadap kebijakan dividen.

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

3. Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen

Profitabilitas merupakan pendapatan atau laba perusahaan yang berasal dari modal yang diinvestasikan. Semakin tinggi profitabilitas yang didapatkan sebuah perusahaan, maka arus kas dalam perusahaan tersebut akan meningkat, dan diharapkan pembagian dividen pun semakin tinggi kepada para pemegang saham. Hal tersebut dipastikan bahwa jika pendapatan profitabilitas semakin besar mempunyai pengaruh yang sangat positif terhadap pembagian dividen.

Ketika perusahaan memperoleh keuntungan dan telah memenuhi seluruh kewajiban tetapnya yaitu beban bunga dan pajak, maka dividen siap dibagikan ke pemegang saham. Dividen merupakan laba bersih yang diperoleh perusahaan, maka besar kecilnya pembagian dividen tersebut tergantung pada laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan.

Hal ini terkait dengan *Residual Theory of Dividends* menurut teori ini, pembayaran dividen akan dilakukan ketika setelah semua investasi yang menguntungkan habis dibiayai, dan apabila sisa (*residual*) dana tersebut tinggi maka pembayaran dividen juga akan tinggi.

Hal tersebut menyimpulkan bahwa perusahaan yang mempunyai kemampuan untuk membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan. Semakin besar keuntungan yang diperoleh maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungannya lebih besar sebagai dividen.

Hasil penelitian dari Palino (2012), Nurhayati (2013), Lestari dan Fitria (2014), Kardianah dan Soedjono (2013), Prawira, Dzulkirom dan Endang (2014), Fistyarini dan Kusmuriyanto (2015), Devi, Suardhika dan Budiasih (2014), Azmi dan Listiadi (2014), Ariandani dan Yadnyana (2016), Hastuti (2013), Andriyani (2008), Prasetio dan Suryono (2016), Dewi (2016), serta Ipaktri (2012) juga mengemukakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap

kebijakan dividen. Maka hipotesis yang akan diturunkan sebagai berikut:

H₃ : Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

4. Pengaruh *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen

IOS adalah kondisi perusahaan yang mengalami pertumbuhan penjualan dan memberikan kesempatan perusahaan untuk melakukan investasi baru yang bisa menguntungkan perusahaan di masa yang akan datang.

IOS merupakan kesempatan investasi yang tinggi jika perusahaan dalam kondisi pertumbuhan yang sangat baik. Bagi perusahaan yang berada pada posisi yang sangat baik kemungkinan pihak manajemen akan memilih investasi baru yang menguntungkan daripada membayar dividen yang tinggi (Aqlia, 2016).

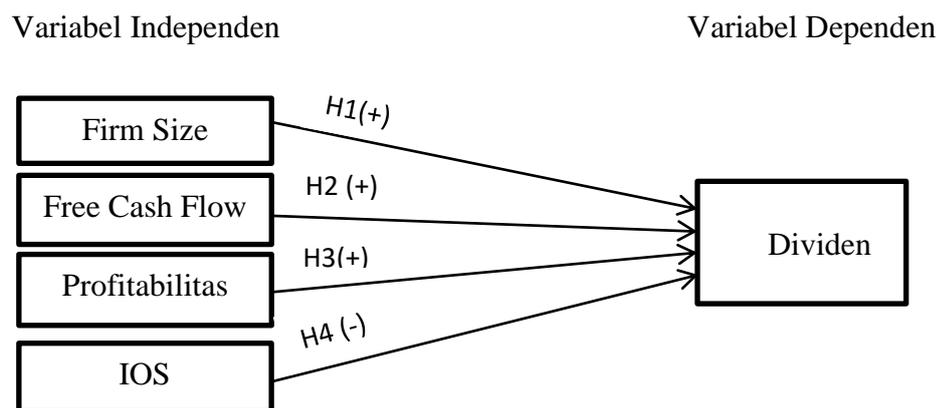
Kester (1986) dalam Aqlia (2016), berpendapat bahwa ketika perusahaan ingin meningkatkan pertumbuhan penjualan, tentunya perusahaan memerlukan dana yang lebih besar yang dibiayai dari sumber dana internal. Perusahaan dengan kesempatan investasi yang besar akan lebih banyak menggunakan *earning after tax* yang tersedia untuk membiayai investasi yang menguntungkan daripada membayar dividen yang tinggi, sehingga jika IOS semakin besar maka semakin kecil dana yang disediakan untuk membayar dividen.

Hal tersebut sesuai dengan yang dinyatakan dalam *Pecking Order Theory* bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan dana internal yang berupa laba ditahan untuk membiayai kesempatan investasi yang menguntungkan perusahaan daripada membayar dividen yang tinggi. Sehingga dana tersebut akan berkurang dan menyebabkan pembayaran dividen yang rendah.

Hasil penelitian Mawarni dan Ratnadi (2014), Desy Natalia (2013), Marleadyani dan Wiksuana (2016), Purnami dan Artini (2016), Hastuti (2013), Pujiati (2015), Mulyono (2009), serta Wiby Aqlia (2016) menemukan bahwa hasil dari Investment Opportunity Set (IOS) mempunyai hubungan yang negatif terhadap kebijakan dividen

H₄ : IOS berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

D. Model Penelitian



Gambar 2.1

Model Penelitian