

BAB 2

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Penelitian Terdahulu

Mulyono (2009) menguji pengaruh variabel *debt to equity ratio* (DER), *insider ownership*, *size*, dan *investment opportunity set* (IOS) terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur di BEI periode 2005-2007. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel DER berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen sedangkan variabel IOS berpengaruh secara signifikan negatif terhadap kebijakan dividen. Sementara itu, variabel *insider ownership* dan *size* secara tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Sulistiyowati dkk. (2010) membuktikan pengaruh tidak langsung antara profitabilitas, *leverage*, dan *growth* terhadap kebijakan dividen melalui *good corporate governance* yang diterapkan dalam perusahaan dengan sampel sebanyak 31 perusahaan selama periode 2006-2008. Hasil analisis menunjukkan bahwa dengan analisis regresi berganda tidak ada satupun variabel independen dan variabel kontrol yang secara statistik berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Pradana dan Sanjaya (2014) melakukan penelitian pada perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI dengan sampel sebanyak

29 perusahaan selama periode 2009-2012. Penelitian tersebut menguji pengaruh variabel profitabilitas, *free cash flow*, dan IOS terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa hanya variabel profitabilitas saja yang berpengaruh signifikan positif terhadap *dividend payout ratio*, sedangkan variabel *free cash flow* dan IOS tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*.

Rosdini (2009) melakukan penelitian pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2000-2002 dengan menguji pengaruh variabel *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio*. Hasil penelitian yang diperoleh menunjukkan bahwa variabel *free cash flow* berpengaruh signifikan positif terhadap *dividend payout ratio*.

Penelitian ini merupakan pengembangan atas penelitian yang dilakukan oleh Pradana dan Sanjaya (2014). Penelitian ini menguji pengaruh variabel profitabilitas, *free cash flow*, IOS, dan kebijakan utang terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur selama periode 2012-2015. Hasil-hasil penelitian terdahulu diringkas dalam Tabel 2.1 sebagai berikut:

Tabel 2.1
Ringkasan Penelitian Terdahulu

No.	Peneliti	Variabel	Model Analisis	Hasil
1	Mulyono (2009)	Variabel Bebas: <ul style="list-style-type: none"> ▪ DER ▪ <i>Insider</i> 	Analisis Regresi	-Variabel DER berpengaruh signifikan positif terhadap kebijakan dividen.

		<p><i>ownership</i></p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>Size</i> ▪ <i>IOS</i> <p>Variabel Terikat: Kebijakan dividen</p>		<p>-Variabel <i>IOS</i> berpengaruh signifikan negatif terhadap kebijakan dividen.</p> <p>-Variabel <i>insider ownership</i> dan <i>size</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.</p>
2	Rosdini (2009)	<p>Variabel Bebas: <i>Free cash flow</i></p> <p>Variabel Terikat: <i>Dividend payout ratio</i></p>	Analisis Regresi	Variabel <i>free cash flow</i> berpengaruh signifikan positif terhadap <i>dividend payout ratio</i> .
3	Sulistiyowati dkk. (2010)	<p>Variabel Bebas:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Profitabilitas ▪ <i>Leverage</i> ▪ <i>Growth</i> <p>Variabel Terikat: Kebijakan dividen</p>	Analisis Regresi	Tidak ada satupun variabel bebas yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
4	Pradana dan Sanjaya (2014)	<p>Variabel Bebas:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Profitabilitas ▪ <i>Free cash</i> 	Analisis Regresi	Hanya variabel profitabilitas saja yang berpengaruh signifikan positif terhadap <i>dividend payout ratio</i> .

		<p style="text-align: center;"><i>flow</i></p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ IOS <p>Variabel Terikat: <i>Dividend payout ratio</i></p>		
--	--	--	--	--

2.2. Landasan Teori

2.2.1. Teori Keagenan

Teori keagenan menjelaskan bahwa manajer dan pemegang saham mempunyai kepentingan yang berbeda atau bertentangan sehingga sering kali menimbulkan adanya suatu konflik. Para pemegang saham tidak suka dengan manajer yang lebih mengutamakan kepentingan pribadinya karena dapat menimbulkan biaya yang dapat mengurangi keuntungan yang diterima oleh perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976, dalam Mulyono, 2009). Mulyono (2009) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi cenderung memiliki tingkat asimetri informasi yang tinggi karena manajer memiliki informasi mengenai nilai proyek dimasa depan namun pemegang saham tidak dapat mengawasi tindakan mereka secara detail. Konflik antara manajer dan pemegang saham dapat dikurangi melalui suatu mekanisme konflik yang dapat mensejajarkan kepentingan antara kedua pihak, namun mekanisme pengawasan tersebut menimbulkan biaya yang disebut sebagai *agency cost* yang dapat berupa *agency cost of equity*.

Agency cost dapat dikurangi dengan cara pembagian dividen yang dapat menghindari penyalahgunaan penggunaan dana oleh manajer karena pembagian dividen menyebabkan perusahaan tidak mempunyai kelebihan dana (Pradana dan sanjaya, 2014). Pembagian dividen juga dapat memberikan *return* kepada pemegang saham selain *capital gain*. Pemegang saham juga mendapatkan kepastian akan pendapatan akibat pembagian dividen yang juga dapat mengurangi *agency cost of equity* yang terjadi karena tindakan *perquisites* seperti perjalanan dinas dan akomodasi yang dilakukan oleh manajemen (Crutchley dan Hansen, 1989, dalam Mulyono, 2009). Mekanisme pengawasan kepada manajemen juga dilakukan oleh Badan Peengawas Pasar Modal (BAPEPAM), auditor, dan juga investor publik dari luar perusahaan (Mulyono, 2009).

2.2.2. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan mengenai alokasi laba untuk dibagikan kepada pemegang saham atau untuk ditahan sebagai laba ditahan yang dapat digunakan dimasa depan untuk keperluan investasi. Dividen bersifat sebagai aliran kas keluar yang dibayarkan oleh perusahaan kepada para pemegang saham, disisi lain laba ditahan merupakan salah satu sumber dana yang penting bagi perusahaan dalam membiayai pertumbuhan perusahaan (Sartono, 2010:281, dalam Idawati, 2014).

Pengalokasian laba untuk dibagi kepada pemegang saham maupun sebagai laba ditahan guna meningkatkan pertumbuhan perusahaan merupakan dua hal yang ingin dicapai perusahaan, namun kedua hal tersebut selalu bertentangan. Semakin banyak alokasi laba untuk pembagian dividen berarti semakin sedikit laba yang dialokasikan sebagai laba ditahan sehingga kesempatan perusahaan untuk bertumbuh menjadi terhambat. Jumlah persentase pendapatan yang dibagikan sebagai dividen kas itulah yang disebut sebagai *dividend payout ratio* (Riyanto, 2011:265, dalam Idawati, 2014).

Naveli (1989, dalam Suharli, 2007) menyatakan bahwa kebijakan dividen yang digunakan perusahaan pada umumnya antara lain *Constant Dividend Payout Ratio*, *Stable Per Share Dividend*, dan *Regular Dividend Plus Extra*. *Constant Dividend Payout Ratio* merupakan kebijakan yang mengatur pembagian dividen secara tetap berdasarkan persentase tertentu seperti berdasarkan persentase dari pendapatan tahunan, persentase dari keuntungan tahun sebelumnya ataupun dengan menentukan *payout ratio* dalam jangka waktu panjang. *Stable Per Share Dividend* merupakan kebijakan untuk membagikan dividen dalam jumlah yang tetap. Sedangkan *Regular Dividend Plus Extra* merupakan suatu kebijakan pembagian dividen dalam jumlah yang tetap dan relatif rendah serta memberikan tambahan apabila perusahaan memperoleh laba yang cukup tinggi.

Sutrisno (2001, dalam Pradana dan Sanjaya, 2014) mengungkapkan beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan

dividen antara lain posisi solvabilitas perusahaan, posisi likuiditas, kebutuhan untuk melunasi utang, rencana perluasan, kesempatan investasi, stabilitas pendapatan, dan pengawasan terhadap perusahaan. Atas dasar berbagai macam faktor tersebut, peneliti mengambil 4 faktor yang akan dijadikan variabel bebas dalam penelitian ini yaitu profitabilitas, *free cash flow*, *investment opportunity set*, dan kebijakan utang. Berikut ini merupakan beberapa teori mengenai kebijakan dividen dan asumsi-asumsi yang mendasarinya.

a. *Dividend irrelevance theory* (Modigliani dan Miller, 1961)

Modigliani dan Miller (MM) menyatakan bahwa *dividen payout ratio* tidak mempengaruhi nilai perusahaan atau harga saham dan biaya modal. Menurutnya, nilai perusahaan tidak ditentukan oleh *dividend payout ratio* melainkan ditentukan oleh *earning power* dari aset perusahaan sehingga *dividend payout ratio* disebut tidak relevan. Asumsi yang mendasarinya antara lain:

1. Tidak ada pajak perseorangan maupun pajak penghasilan perusahaan.
2. Tidak ada biaya emisi dan biaya transaksi.
3. Kebijakan mengenai penganggaran modal perusahaan bersifat independen terhadap kebijakan dividen.
4. Investor dan manajer mempunyai informasi yang sama mengenai kesempatan investasi dimasa yang akan datang.

5. Tingkat keuntungan yang diisyaratkan investor tidak dipengaruhi oleh distribusi pendapatan antara dibagi sebagai dividen maupun untuk laba ditahan.

b. *Bird in the hand theory* (Gordon dan Lintner, 1956)

Berbeda dengan MM yang menyatakan bahwa tingkat *return* yang diisyaratkan tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen, Gordon dan Lintner (GL) menyatakan bahwa tingkat *return* yang diisyaratkan akan naik jika pembagian dividen dikurangi karena investor lebih yakin terhadap penerimaan dividen daripada *capital gain*. GL beranggapan bahwa satu burung ditangan lebih baik daripada seribu burung di udara yang berarti dividen memiliki tingkat kepastian yang lebih baik daripada *capital gain*.

c. *Tax Preference Theory* (Litzenberger dan Ramaswamy, 1979)

Teori ini menyarankan perusahaan agar dividen payout ratio adalah rendah atau tidak membagikan dividen. Teori ini menyatakan bahwa apabila tarif pajak atas transaksi efek atau *capital gain* lebih rendah daripada tarif pajak atas dividen, maka saham dengan tingkat pertumbuhan tinggi akan lebih menarik. Begitu pula sebaliknya, jika tarif pajak atas *capital gain* dan dividen sama maka keuntungan atas *capital gain* akan menjadi berkurang. Dalam teori ini disebutkan bahwa dalam hal saat pembayarannya, pajak atas *capital gain* lebih baik karena pembayarannya dilakukan ketika saham telah terjual sedangkan pajak atas dividen dibayarkan setiap tahun tahun setelah dividen telah dibagikan.

d. *Information Content Hypothesis*

MM mengasumsikan bahwa pemegang saham dan manajer memiliki informasi yang sama sehingga kebijakan dividen adalah tidak relevan, namun dalam kenyataannya pihak manajer memiliki informasi yang lebih banyak dibandingkan dengan pemegang saham sehingga investor beranggapan bahwa *capital gain* lebih berisiko dibandingkan dengan dividen kas. Pada umumnya kenaikan pembayaran dividen sering diikuti dengan kenaikan harga saham, sedangkan penurunan pembayaran dividen dengan penurunan harga saham. Hal tersebut menunjukkan bahwa investor lebih menyukai dividen dibandingkan dengan *capital gain*. Kecenderungan tersebut kemudian diartikan MM bahwa perusahaan enggan untuk menurunkan pembayaran dividen sedangkan kenaikan pembayaran dividen ditujukan ketika prospek perusahaan dimasa mendatang lebih baik atau stabil, sebaliknya penurunan pembayaran dividen dipandang oleh investor bahwa prospek perusahaan dimasa mendatang menurun. Namun MM berkesimpulan bahwa perubahan dividen yang dibayarkan tidak berarti bahwa investor lebih menyukai dividen dibandingkan dengan *capital gain*, tetapi perubahan harga saham pada saat dividen diumumkan terjadi karena *information content* dalam pengumuman tersebut.

e. *Clientile Effect*

Teori ini menyatakan bahwa kelompok atau klien pemegang saham yang berbeda-beda menyukai kebijakan dividen yang berbeda-beda pula sehingga terdapat tipe pemegang saham yang menyukai pendapatan saat ini dibagikan dalam bentuk dividen dan ada juga kelompok investor yang lebih menyukai untuk memilih menginvestasikan kembali pendapatan yang mereka terima. Tipe investor yang pertama sering kali berada dalam rentang pajak yang rendah atau bahkan nol sedangkan tipe yang kedua berada dalam rentang pajak dengan tarif yang cukup tinggi. Perusahaan yang lebih memilih untuk tidak membagikan dividen tentunya akan merugikan pemegang saham yang membutuhkan pendapatan saat ini. Walaupun harga saham mungkin naik akibat perusahaan lebih memilih untuk menginvestasikan kembali laba mereka, namun pemegang saham yang menginginkan dividen menjadi terpaksa untuk menjual saham mereka demi mendapatkan pendapatan. Disisi lain investor yang lebih menyukai dividen yang rendah akan dapat menghemat pembayaran pajak karena jumlah rupiah dividen yang diterima adalah rendah dan semakin kecil pengorbanan yang harus mereka lakukan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka setelah pajak. Oleh sebab itu diperlukan kebijakan dividen yang optimal atau stabil agar tidak merugikan salah satu kelompok pemegang saham yang menginginkan kebijakan dividen tertentu.

f. *Residual Theory of Dividends*

Menurut teori dividen residual, perusahaan menetapkan kebijakan dividen setelah semua investasi yang menguntungkan habis dibiayai. Dengan kata lain, dividen yang dibayarkan merupakan ‘sisa’ (residual) setelah semua usulan investasi yang menguntungkan habis dibiayai.

g. *Hipotesis Pecking Order*

Hipotesis *pecking order* menyebutkan bahwa perusahaan yang profitable memiliki dana internal yang lebih banyak untuk membiayai investasi-investasinya sehingga membayarkan dividen yang relatif rendah. Peningkatan pembayaran dividen menjadi berita buruk (*bad news*) sebagai pertanda bahwa perusahaan yang sedang bertumbuh berusaha untuk mengurangi rencana investasinya.

2.2.3. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan rasio yang menunjukkan keefektifan manajemen dalam menghasilkan laba. Pengukuran rasio profitabilitas dilakukan dalam beberapa periode operasi dengan cara membandingkan berbagai komponen yang ada di laporan keuangan terutama neraca dan laporan laba rugi sehingga dapat diketahui perkembangan perusahaan yang ditunjukkan melalui kenaikan atau penurunan pada rasio profitabilitas (Kasmir, 2011:196). Penggunaan rasio profitabilitas memiliki tujuan dan

manfaat. Kasmir (2011:197) menyatakan bahwa penggunaan rasio profitabilitas memiliki tujuan yaitu:

- a. Mengukur dan menghitung laba dalam satu periode tertentu.
- b. Menilai posisi laba tahun sekarang dan sebelumnya.
- c. Menilai perkembangan laba dari waktu ke waktu.
- d. menilai besarnya laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri.
- e. mengukur produktifitas seluruh dana perusahaan yang digunakan baik modal pinjaman maupun modal sendiri.

Sementara manfaat dari penggunaan rasio profitabilitas yaitu:

- a. Mengetahui besarnya tingkat laba yang diperoleh perusahaan dalam satu periode.
- b. Mengetahui posisi laba perusahaan tahun sebelumnya dengan tahun sekarang.
- c. Mengetahui perkembangan laba dari waktu ke waktu.
- d. Mengetahui besarnya laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri.
- e. Mengetahui produktifitas dari seluruh dana perusahaan yang digunakan baik modal pinjaman maupun modal sendiri.

2.2.4. Free Cash Flow

Brown (1996, dalam Rosdini, 2009) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas yang dapat didistribusikan ke pemegang

saham tanpa mempengaruhi pertumbuhan perusahaan yang bersumber dari kegiatan operasi bisnis yang sedang berjalan. Definisi *free cash flow* yang dinyatakan oleh Brown juga sejalan dengan Brigham dan Daves (2003, dalam Pradana dan sanjaya, 2014) yang mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen setelah perusahaan melakukan pembelanjaan modal seperti pembelian aset tetap.

Subramanyam dan Wild (2010:23) menyatakan bahwa meskipun tidak ada kesepakatan atas definisi dari *free cash flow*, salah satu ukuran arus kas bebas yaitu didapat dari pengurangan arus kas dari operasi dikurangi dengan pengeluaran modal bersih untuk mempertahankan kapasitas produksi serta dividen untuk saham preferen dan saham biasa (dengan asumsi kebijakan pembayaran dividen tunai).

2.2.5. Investment Opportunity Set

Myers (1977, dalam Wijaya, Bandi, dan Wibawa, 2010) pada studi yang dilakukannya terhadap hubungan IOS dan keputusan investasi mengartikan IOS sebagai gabungan atau kombinasi antara aset yang dimiliki (*Assets in place*) dan pilihan investasi di masa depan dengan *net present value* positif. Gaver dan Gaver (1993, dalam Mulyono, 2009) menyatakan bahwa pilihan investasi dimasa depan tidak hanya ditunjukkan melalui kegiatan riset dan

pengembangan saja, tetapi bisa juga diwujudkan dengan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan kesempatan yang lebih dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam memperoleh keuntungan. Kemampuan dalam mendapatkan kesempatan yang lebih baik atau tinggi daripada perusahaan lain yang setara bersifat *unobservable*.

Faktor-faktor yang digunakan dalam mengukur nilai IOS diklasifikasikan menjadi 3 kelompok (Subekti dan Kusuma, 2001; Tarjo dan Hartono, 2003, dalam Mulyono, 2009) antara lain:

a. Proksi berdasarkan harga

Prospek pertumbuhan suatu perusahaan dapat dilihat dari harga pasar perusahaan yang lebih tinggi dibandingkan dengan aset riilnya. Rasio-rasio yang berkaitan dengan proksi pasar adalah *market to book value of equity; market to book value of asset; Tobin's Q; earnings to price ratios; ratio of properti, plant, and equipment to firm value; ratio of depreciation to firm value*.

b. Proksi berdasarkan investasi

Dilandasi oleh gagasan bahwa satu level kegiatan investasi yang tinggi berpengaruh secara positif pada nilai IOS. Adanya peluang investasi yang semakin besar di masa depan merupakan harapan dari kegiatan investasi ini. Bentuk proksi berdasarkan investasi antara lain *ratio of R&D to assets, ratio of R&D to sales, ratio of capital expenditure to firm value, investment intensity, ratio of capital expenditure to book value of assets, investment to sales ratio*.

c. Proksi berdasarkan varian

Gagasan yang mendasari proksi ini yaitu suatu opsi akan lebih bernilai apabila menggunakan variabilitas ukuran untuk memprediksi besarnya opsi yang akan tumbuh seperti halnya variabilitas *return* yang melandasi peningkatan aset. Rasio-rasio yang berkaitan dengan proksi berdasarkan varian antara lain *variance of returns, asset betas, variance of asset deflated sales*.

2.2.6. Kebijakan Utang

Kebijakan utang merupakan keputusan pendanaan yang bersumber dari eksternal. Kebijakan utang juga berkaitan dengan struktur modal karena utang merupakan salah satu komponen yang membentuk struktur permodalan. Suatu perusahaan dikatakan berisiko jika mempunyai komposisi utang yang tinggi dalam struktur permodalannya, namun juga dapat dikatakan tidak memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan jika memiliki porsi utang yang kecil dalam struktur permodalannya atau tidak mempunyai utang sama sekali. Beberapa faktor yang mempengaruhi kebijakan utang antara lain struktur aktiva, profitabilitas, dan ukuran perusahaan (Mamduh, 2004, dalam Mulianti, 2010).

Utang dapat digolongkan menjadi 3 jenis yaitu utang jangka pendek, utang jangka menengah, dan utang jangka panjang. Utang jangka pendek merupakan utang yang jangka waktu pengembaliannya kurang dari satu tahun yang sebagian besar

merupakan kredit perdagangan, yaitu kredit yang dibutuhkan agar dapat menyelenggarakan usaha. Utang jangka menengah merupakan utang yang jangka waktu pengembaliannya lebih dari satu tahun dan kurang dari sepuluh tahun seperti *finance lease*. Sedangkan utang jangka panjang merupakan utang yang jangka waktu pengembaliannya lebih dari 10 tahun seperti obligasi yang pada umumnya digunakan untuk membiayai ekspansi perusahaan (Riyanto, 1995, dalam Mulianti, 2010).

2.3. Pengembangan Hipotesis

2.3.1. Hubungan Profitabilitas dengan Kebijakan Dividen

Profitabilitas mempunyai keterkaitan dengan kebijakan dividen karena profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan dividen merupakan bagian dari alokasi laba tersebut (Horne dan Wachowicz, 1998; Suharli, 2007, dalam Pradana dan Sanjaya, 2014). Pembayaran dividen merupakan sinyal bahwa perusahaan berhasil dalam menghasilkan *profit*. Perusahaan yang memperoleh keuntungan akan cenderung memberikan porsi yang lebih besar untuk dibagikan sebagai dividen sehingga semakin besar keuntungan yang didapat semakin besar pula jumlah rupiah dividen yang dibagikan (Suharli, 2007).

Pradana dan Sanjaya (2014) berargumen bahwa perusahaan yang dapat mengelola aset miliknya secara efektif dan efisien akan cenderung memiliki kinerja keuangan yang baik, hal tersebut akan tercermin dalam tingginya laba yang diperoleh (mengacu pada *return*

on asset yang tinggi). Perusahaan dengan karakteristik tersebut memiliki probabilitas yang tinggi untuk membagikan dividen. Hal tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Suharli (2007), Latiefasari (2011), dan Pradana dan Sanjaya (2014) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan hal tersebut maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H1: Terdapat pengaruh positif profitabilitas terhadap kebijakan dividen.

2.3.2. Hubungan Free Cash Flow dengan Kebijakan Dividen

Subramanyam dan Wild (2010:23) menyatakan bahwa pertumbuhan dan fleksibilitas keuangan perusahaan bergantung pada ketersediaan arus kas bebas. Arus kas bebas positif mencerminkan jumlah kas yang tersedia bagi perusahaan setelah penyisihan untuk pendanaan dan investasi yang dibutuhkan untuk mempertahankan kapasitas produksi sehingga kas yang tersedia tersebut dapat didistribusikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Hal tersebut juga diperkuat oleh *residual theory of dividends* yang menyatakan bahwa dividen akan dibayarkan oleh perusahaan apabila terdapat *residual earnings* setelah semua usulan investasi yang menguntungkan habis dibiayai.

Jensen (1986, dalam Pradana dan Sanjaya, 2014) menyimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio* sehingga semakin tinggi *free cash flow* maka

semakin tinggi pula *dividend payout ratio* begitu pula sebaliknya. Beliau juga menghubungkan *free cash flow* dengan teori keagenan, hal tersebut juga sejalan dengan penelitian ini. Pradana dan Sanjaya (2014) mengungkapkan bahwa untuk mencegah terjadinya *overinvestment (free cash flow problem)* yang dilakukan oleh pihak manajer, pemilik/pemegang saham berencana membagikan dividen dalam jumlah yang besar sehingga dapat mengurangi biaya agensi. Sesuai dengan hasil penelitian Jensen (1986, dalam Pradana dan Sanjaya, 2014) dan Rosdini (2009) yang menyimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H2: Terdapat pengaruh positif *free cash flow* terhadap kebijakan dividen.

2.3.3. Hubungan Investment Opportunity Set dengan Kebijakan Dividen

Perusahaan yang memiliki masalah *underinvestment* akan cenderung untuk tidak membagikan dividen karena penggunaan dana akan lebih ditujukan untuk pembelian investasi yang menguntungkan. Sebaliknya, perusahaan yang mengalami masalah *overinvestment* dengan tingkat pertumbuhan yang lambat akan cenderung untuk membagikan dividen (Suharli, 2007). Oleh sebab itu, pertumbuhan perusahaan yang tinggi dimasa depan sering diikuti dengan penurunan pembayaran dividen dan sering juga dikatakan memiliki IOS yang tinggi sehingga pihak manajerial termotivasi

untuk melakukan reinvestasi dengan jumlah yang besar (Subekti dan Kusuma, 2001, dalam Pradana dan Sanjaya, 2014). Hal tersebut juga diperkuat oleh *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan yang *profitable* dan sedang bertumbuh memiliki dana internal yang lebih banyak digunakan untuk membiayai investasi sehingga dividen yang dibayarkan relatif rendah.

Perusahaan cenderung menggunakan sumber internal daripada sumber eksternal seperti penerbitan saham dalam meningkatkan pertumbuhan perusahaan karena memiliki risiko dan biaya yang lebih rendah. Kondisi tersebut akan berdampak pada penurunan jumlah rupiah dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham (Myers dan Majluf, 1984, dalam Pradana dan Sanjaya, 2014). Hal tersebut selaras dengan penelitian yang dilakukan oleh Ismiyanti dan Hanafi (2003, dalam Mulyono, 2009) serta penelitian yang dilakukan oleh Mulyono (2009) yang menyatakan bahwa IOS berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Oleh sebab itu, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut.

H3: Terdapat pengaruh negatif IOS terhadap kebijakan dividen.

2.3.4. Hubungan Kebijakan Utang dengan Kebijakan Dividen

Perusahaan lebih memprioritaskan pendanaan internal daripada pendanaan eksternal yang dianggap terlalu mahal. Jika pendanaan internal tidak memadai, pendanaan eksternal dapat

dijadikan opsi yang umumnya didapatkan melalui utang daripada menerbitkan saham (Sulistiyowati dkk, 2008). Namun, penggunaan utang yang terlalu besar berisiko menimbulkan *financial distress* dan kebangkrutan (Nuringsih, 2005, dalam Dewi, 2008). tingginya utang akan mempengaruhi besarnya laba yang dapat dibagikan kepada pemegang saham dikarenakan kewajiban untuk melunasi utang lebih diprioritaskan daripada membagikan dividen (Sutrisno, 2001, dalam Latiefasari, 2011).

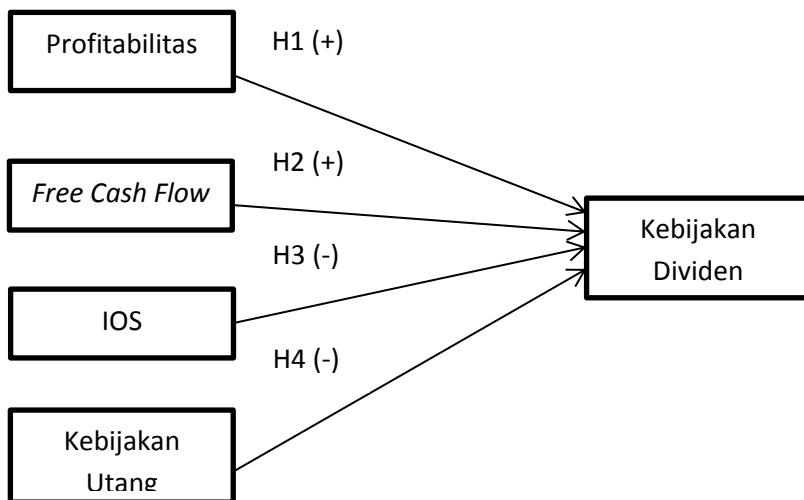
Jensen (1992, dalam Dewi, 2008) menyebutkan bahwa kebijakan utang berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan dividen. Perusahaan yang mempunyai tingkat utang yang tinggi mengalokasikan sebagian besar labanya untuk melunasi utang, sebaliknya perusahaan dengan tingkat utang yang rendah akan cenderung membagikan dividen untuk mensejahterahkan para pemegang saham. Hal tersebut juga didukung oleh Chen dan Stainer (1999, dalam Dewi, 2008) yang mengungkapkan bahwa perusahaan akan berusaha untuk mengurangi *agency cost of debt* dengan mengurangi utangnya sehingga pemegang saham harus merelakan dividen dibagikan dalam jumlah rendah atau tidak membagikan dividen. Disisi lain, teori *clientile effect* menjelaskan bahwa investor yang menyukai dividen yang rendah akan dapat menghemat pembayaran pajak karena jumlah rupiah dividen yang diterima adalah rendah. Beberapa peneliti lain seperti Dewi (2008) dan Latiefasari (2011) juga menyimpulkan bahwa kebijakan utang

berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan dividen sehingga hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

H4: terdapat pengaruh negatif kebijakan utang terhadap kebijakan dividen

2.4. Model Analisis

Berdasarkan konsep-konsep dasar dan hasil penelitian terdahulu, maka faktor-faktor yang diduga dapat mempengaruhi kebijakan dividen antara lain profitabilitas, *free cash flow*, IOS, dan kebijakan utang. Pengaruh dari masing-masing faktor tersebut dapat digambarkan sebagai berikut.



Gambar 2.2

Pengaruh Profitabilitas, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set, dan Kebijakan Utang Terhadap Kebijakan Dividen