

BAB II

KAJIAN PUSAKA

2.1 Review Hasil Penelitian Terdahulu

Hasil-hasil penelitian terdahulu perlu direview untuk mengetahui masalah-masalah atau isu-isu apa saja yang pernah dibahas oleh orang-orang terdahulu yang berkaitan dengan tema yang dibahas, yaitu leverage, investment opportunity set, dan profitabilitas dengan nilai perusahaan. Berdasarkan observasi yang penulis lakukan, telah ada penulis lain yang juga membahas mengenai variabel yang diteliti dalam penelitian ini.

Penelitian pertama dilakukan oleh **Djoko Adi Prasetyo** tahun 2016 berjudul **“Pengaruh Profitabilitas *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set* terhadap Dividen Payout Ratio”**. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel profitabilitas, *free cash flow* dan *investment opportunity set* berpengaruh signifikan dan positif terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan otomotif di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian kedua dilakukan oleh **Kardianah** tahun 2013 yang berjudul **“Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kebijakan Utang, Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen”**. Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, kebijakan utang, profitabilitas dan likuiditas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR).

Penelitian ketiga dilakukan oleh **I Made Pande Dwiana Putra** tahun 2015 yang berjudul **“Analisis Pengaruh *Investment Opportunity Set* dan *Free Cash Flow* Pada Tingkat Pembayaran Dividen”**. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Investment Opportunity Set* tidak berpengaruh terhadap pembayaran dividen. Sementara secara parsial variabel *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap tingkat pembayaran dividen.

Penelitian keempat dilakukan oleh **Riskilia Fistyarini** tahun 2015 yang berjudul **“Pengaruh Profitabilitas dan *Leverage* terhadap Kebijakan Investasi**. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan deviden. Sementara *Leverage* berpengaruh dan signifikan terhadap kebijakan deviden

Penelitian kelima dilakukan oleh **Sri Novelma (2014)** yang berjudul **“Pengaruh Insider Ownership, Free Cash Flow dan Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen”**. Hasil penelitian membuktikan Insider Ownership, Free Cash Flow tidak berpengaruh signifikan terhadap dividend payout ratio sedangkan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap dividend payout ratio.

Penelitian keenam dilakukan oleh **Agyemang Badu Ebenezer Presbyterian (2013)** yang berjudul **“Determinants of Dividend Payout Policy of listed Financial Institutions in Ghana”**. Hasilnya menunjukkan hubungan statistic yang signifikan dan positif antara umur dan likuiditas akan tetapi melihat hubungan secara statistic tidak signifikan antara profitabilitas jaminan dan pembayaran dividen. Karena itu, penentuan utama dari kebijakan dividen dari lembaga keuangan di Ghana adalah usia perusahaan, jaminan dan likuiditas.

Penelitian ketujuh dilakukan oleh **Hananeh Shahtemoori Ardestani, Siti Zaleha Abdul Rasid, Rohaida Basiruddin dan Mohammadghorban Mehri (2013)** yang berjudul **“Dividend Payout Policy, Invesment Opportunity Set and Corporate Financing in the Industrial Product Sector of Malaysia”**. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen di tanyakan harga saham yang mendukung investor Malaysia, Proxy keuangan perusahaan memiliki hubungan negatif dengan kebijakan dividen, sementara hanya jatuh tempo utang yang ditunjukkan hubungan yang signifikan dengan kebijakan dividen. Risiko menjadi salah satu variabel control dari penelitian ini, menunjukkan hubungan negative yang signifikan dengan dividen pembayaran. Hubungan negative dan signifikan dari porfitabilitas dan kebijakan dividen adalah indikasi pentingnya faktor ini pada kebijakan pembayaran perusahaan.

Tabel 2.1

Ringkasan Penelitian Terdahulu

No	Penelitian	Metode Analisis	Variabel	Hasil Penelitian
1.	Djoko Adi Prasetyo (2016)	Analisis Regresi Berganda	➤ Profitabilitas ➤ Free Cash Flow ➤ Invesment Opportunity Set ➤ Dividen Payout Ratio	• Variabel profitabilitas, free cash flow dan variabel invesment opportunity set berpengaruh signifikan dan positif terhadap dividend payout ratio pada perusahaan otomotif di Bursa Efek Indonesia.
2.	Kardiah (2013)	Analisis Regresi Berganda	➤ Kepemilikan Institusional ➤ Kebijakan Utang ➤ Ukuran Perusahaan ➤ Profitabilitas ➤ Likuiditas ➤ Kebijakan Dividen	• Variabel kepemilikan institusional, ukuran perusahaan, kebijakan utang, profitabilitas dan likuiditas berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen (DPR).
3.	I Made Panda Dwiana Putra	Analisis Regresi Berganda	➤ Invesment Opportunity Set	• Variabel Invesment Opportunity Set tidak berpengaruh

	(2015)		➤ Free Cash Flow ➤ Tingkat Pembayaran Dividen	terhadap pembayaran deviden. • Variabel Free Cash Flow berpengaruh positif terhadap tingkat pembayaran deviden.
4.	Riskilia Fistyarini (2015)	Analisis Regresi Berganda	➤ Profitabilitas ➤ Leverage ➤ Kebijakan Investasi	• Variabel Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan deviden. • Variabel Leverage berpengaruh dan signifikan terhadap kebijakan deviden
5.	Sri Novelma (2014)	Analisis Regresi Berganda	➤ Insider Ownership ➤ Free Cash Flow ➤ Profitabilitas ➤ Kebijakan Dividen	• Variabel Insider Ownership dan Variabel Free Cash Flow tidak berpengaruh signifikan terhadap dividend payout ratio • Variabel profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap dividend payout ratio.

6.	Ebenezer	Analisis Regresi Berganda	➤ Kebijakan Dividen ➤ Profitabilitas ➤ Likuiditas	• Variabel Likuiditas berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen di Lembaga Keuangan Ghana • Variabel Profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen
7.	Hananeh Shahteimoori Ardestani, Siti Zaleha Abdul Rasid, Rohaida Basiruddin dan Mohammadg horban Mehri (2013)	Analisis Regresi Berganda	➤ Kebijakan Dividen ➤ Invesment Opportunity Set ➤ Pembiayaan Perusahaan	• Variabel Invesment Opportunity Set berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen • Variabel kontrol Pembayaran menunjukkan hubungan negatif yang signifikan terhadap Kebijakan Dividen

2.2 Landasan Teori

2.2.1 Profitabilitas

2.2.1.1 Definisi Profitabilitas

Profitabilitas atau kemampuan memperoleh laba menggambarkan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Nilai profitabilitas

menjadi norma ukuran bagi kesehatan perusahaan. Setiap kegiatan bisnis yang dijalankan baik secara perorangan maupun berkelompok bertujuan untuk mensejahterahkan pemilik atau menambah nilai perusahaan dengan laba maksimal.

Pengertian serupa dikemukakan oleh Sartono (2010:122) yang menyatakan bahwa profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjual, total aktiva maupun modal sendiri.

Menurut Harahap (2011:122) menjelaskan profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjual, total aktiva maupun modal sendiri. Riyanto (2011:35) profitabilitas suatu perusahaan menunjukkan perbandingan antara laba dengan aktiva atau modal yang menghasilkan laba tersebut.

Dari beberapa pendapat diatas disimpulkan adanya kesamaan pendapat bahwa profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menciptakan laba dengan menggunakan modal yang cukup tersedia yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan.

2.2.1.2 Rasio Profitabilitas

Kasmir (2009:196) menjelaskan rasio profitabilitas merupakan rasio untuk melihat kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Rasio ini juga memberikan ukuran tingkat efektivitas manajemen suatu perusahaan. Hal ini ditunjukkan oleh laba yang dihasilkan dari penjualan dan pendapatan investasi. Intinya adalah penggunaan rasio ini menunjukkan efisiensi perusahaan.

Dari pengertian diatas dapat disimpulkan bahwa analisis rasio keuangan adalah suatu metode analisa yang membandingkan pos laporan keuangan dengan pos lainnya untuk menilai kinerja perusahaan.

2.2.1.3 Tujuan dan Manfaat Rasio Profitabilitas

Rasio profitabilitas memiliki tujuan dan manfaat tidak hanya bagi pihak pemilik perusahaan atau manajemen saja, tetapi juga bagi pihak diluar perusahaan, terutama pihak-pihak yang memiliki hubungan atau kepentingan dengan perusahaan. Tujuan penggunaan rasio profitabilitas bagi perusahaan, maupun bagi pihak luar perusahaan menurut Kasmir (2009:197), yaitu:

1. Untuk mengukur menghitung laba yang diperoleh perusahaan dalam satu periode tertentu.
2. Untuk menilai posisi laba perusahaan tahun sebelumnya dengan tahun sekarang.
3. Untuk menilai perkembangan laba dari waktu ke waktu.

Sementara itu manfaat yang diperoleh adalah untuk :

1. Mengetahui besarnya tingkat laba yang diperoleh perusahaan dalam suatu periode.
2. Mengetahui posisi laba perusahaan tahun sebelumnya dengan tahun sekarang.
3. Mengetahui perkembangan laba dari waktu ke waktu.
4. Mengetahui perkembangan laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri.
5. Mengetahui produktivitas dari seluruh dana perusahaan yang digunakan baik modal pinjaman maupun modal sendiri.

2.2.1.4 Jenis-Jenis Rasio Profitabilitas

Terdapat beberapa jenis rasio profitabilitas yang dapat digunakan. Masing-masing jenis rasio profitabilitas digunakan untuk menilai serta mengukur posisi keuangan dalam suatu periode tertentu atau untuk beberapa periode. Penggunaan seluruh atau bagian rasio profitabilitas tergantung dari kebijakan manajemen (Kasmir, 2009:198) :

a. *Profit Margin on Sales*

Profit Margin on Sales atau *Ratio Profit Margin* atau margin laba atas laba penjualan merupakan salah satu rasio yang digunakan untuk mengukur margin laba atas penjualan. Cara pengukuran rasio ini adalah dengan membandingkan laba bersih setelah pajak dengan penjualan bersih. Rasio ini juga dikenal dengan nama *profit margin*.

Terdapat dua rumus untuk mencari *profit margin* yaitu

- a Untuk margin laba kotor dapat menggunakan rumus :

$$\frac{\text{Penjualan Bersih} - \text{Harga Pokok Penjualan}}{\text{Sales}}$$

Margin laba kotor menunjukkan laba yang relative terhadap perusahaan, dengan cara penjualan bersih dikurangkan harga pokok penjualan. Semakin besar rasio ini maka semakin baik perusahaan dalam memperoleh laba kotor (Husain, 2000;297).

- b Untuk margin laba bersih (net profit margin) dapat menggunakan rumus :

$$\frac{\text{Earning After Interest and Tax}}{\text{Tax}}$$

Rasio ini menunjukkan beberapa besar keuntungan bersih yang dihasilkan untuk setiap penjualan. Semakin besar rasio ini maka semakin efisien (Husein Umar, 2000:298).

b. *Return on Investment*

Return on Investment (ROI) atau hasil pengembalian investasi atau *return on assets* merupakan rasio yang menunjukkan hasil (return) atas jumlah aktiva yang digunakan dalam perusahaan. ROI juga merupakan suatu ukuran tentang efektivitas manajemen dalam mengelola investasinya. Semakin rendah rasio ini maka semakin kurang baik bagi perusahaan, demikian pula sebaliknya.

$$\frac{\text{Earning After Interest and Tax}}{\text{Total Assets}}$$

c. *Return on Equity*

Return on Equity (ROE) merupakan rasio untuk mengukur tingkat laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri. Rasio ini menunjukkan efisiensi pengguna modal sendiri.

$$\frac{\text{Earning After Interest and Tax}}{\text{Equity}}$$

d. *Earning per Share*

Earning per Share adalah jumlah yang diperoleh dari saham biasa yang beredar, dihitung dengan membagi penghasilan total periode yang tersedia bagi pemegang saham biasa perusahaan dengan jumlah saham biasa yang beredar (Gitman, 2006;13). *Earning per Share* digunakan untuk mengukur keberhasilan manajemen dalam mencapai keuntungan bagi pemegang saham. Earning per Share (EPS) dikenal sebagai laba per lembar saham.

$$\frac{\text{Laba Saham Biasa}}{\text{Saham Biasa yang beredar}}$$

Dalam penelitian ini analisis rasio keuangan yang digunakan adalah rasio profitabilitas seperti Return on Investment atau Return on Assets.

2.2.2 Investment Opportunity Set

Munculnya istilah *Investment Opportunity Set* (IOS) dikemukakan oleh Myers (1977) yang menguraikan pengertian perusahaan, yaitu sebagai satu kombinasi antara aktiva riil (*assets in place*) dan opsi investasi masa depan. Menurut Gaver dan Gaver (1993), opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih 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*).

Subekti dan Kusuma (2001) dan Jogiyanto (2003) mengemukakan bahwa proksi pertumbuhan perusahaan dengan nilai *Invesment Opportunity Set* telah digunakan oleh para peneliti seperti *Gaver dan Gaver (1993)* secara umum dapat diklasifikasikan menjadi tiga kelompok berdasarkan faktor-faktor yang digunakan dalam mengukur nilai-nilai *Invesment Opportunity Set* tersebut.

Klasifikasi *Invesment Opportunity Set* tersebut adalah sebagai berikut:

- a) Proksi berdasarkan harga, proksi ini percaya pada gagasan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Perusahaan yang tumbuh akan mempunyai nilai pasar yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya (*assets in place*).
- b) Proksi berdasarkan investasi, proksi ini percaya pada gagasan bahwa satu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif pada nilai *Invesment Opportunity Set* suatu perusahaan. Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberikan peluang investasi di masa berikutnya yang semakin besar pada perusahaan yang bersangkutan.
- c) Proksi berdasarkan varian, proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas return yang mendasari peningkatan aktiva.

Wah (2002) dalam penelitiannya menggunakan tiga proksi, yaitu:

- a Market value to book value ratio of equity

$$\text{MTBVEQ} = \frac{\text{Total Equity}}{\text{Market Value Of Equity}}$$

Sumber: (Wah, 2002)

Market value to book value of equity adalah ratio perbandingan nilai buku modal dengan nilai pasarnya. Market value of equity dapat dinilai dengan jumlah lembar saham beredar dikalikan dengan harga penutupan saham.

- b Market value to book value ratio of assets

$$\text{MTBVAS} = \frac{\text{Market Value Of Firm}}{\text{Total Assets}}$$

Sumber: (Wah, 2002)

Market value to book value of assets adalah ratio perbandingan nilai buku aset dengan nilai pasarnya. Market value of the firm didapat dengan penjumlahan total debt dan market value of equity.

- c Gross Property, Plant and Equipment

$$\text{PPEGT} = \frac{\text{Total Annual Property, Plant, and Equipment}}{\text{Market Value Of The Firm}}$$

Sumber: (Wah, 2002)

PPEGT merupakan total bruto dari aset tetap perusahaan. Data PPE didapat dari nilai buku aktiva tetap ditambah dengan akumulasi depresiasi aktiva tetap.

Ketiga proksi ini kemudian akan membentuk variabel *Investment Opportunity Set* dengan cara diekstrak menggunakan analisis faktor.

2.2.3 Definisi Free Cash Flow

White et al (1998) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas diskresioner yang artinya bebas digunakan sesuai dengan keputusan perusahaan. *Free cash flow* adalah kas dari aktivitas operasi dikurangi capital expenditures yang dibelanjakan perusahaan untuk memenuhi kapasitas produksi saat ini. *Free cash flow* dapat digunakan untuk penggunaan diskresioner seperti akuisisi dan pembelanjaan modal dengan orientasi pertumbuhan (*growth-oriented*), pembayaran hutang, dan pembayaran kepada pemegang saham baik dalam bentuk dividen. Semakin besar free cash flow

yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pertumbuhan, pembayaran hutang, dan dividen.

Ross *et al* (2000) mendefinisikan free cash flow sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (working capital) atau investasi pada aset tetap. Free cash flow menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar “strategi” menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, free cash flow akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan dan yang tidak (Uyara dan Tuasikal, 2003).

Free cash flow dikatakan mempunyai kandungan informasi bila free cash flow memberi signal bagi pemegang saham. Dapat dikatakan pula bahwa free cash flow yang mempunyai kandungan informasi menunjukkan bahwa free cash flow mampu mempengaruhi hubungan antara rasio pembayaran dividen dan pengeluaran modal dengan earnings response coefficients (Uyara dan Tuasikal, 2003). *Earnings Response Coefficient (ERC)* adalah ukuran besaran abnormal return suatu saham sebagai respon terhadap komponen laba abnormal (*unexpected earnings*) yang dilaporkan oleh perusahaan yang mengeluarkan saham tersebut (Scott, 2003). Free cash flow dapat dihitung dengan rumus berikut:

$$\text{Free Cash Flow} = \text{Net Operating Cash Flow} - \text{Capital Expenditure}$$

Sumber: (Ross *et al*, 2000)

2.2.4 Dividen

2.2.4.1 Pengertian Dividen

Dividen merupakan hak pemegang saham biasa (*common stock*) untuk mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan. Jika perusahaan memutuskan untuk membagi keuntungan dalam dividen, semua pemegang

saham biasa mendapatkan haknya yang sama. Pembagian dividen untuk saham biasa dapat dilakukan jika perusahaan sudah membayar dividen untuk saham preferen (Jogiyanto, 1998). Menurut Ang (1997) dividen merupakan pendapatan bersih setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan (*retained earnings*) yang ditahan sebagai cadangan perusahaan, maka dapat disimpulkan bahwa dividen adalah keuntungan yang dibagikan kepada para pemegang saham atas keuntungan yang diperoleh perusahaan. Laba ditahan merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan. Sedangkan dividen merupakan aliran kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham. Setiap perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan tersebut di satu pihak dan juga dapat membayarkan dividen kepada para pemegang saham di lain pihak, tetapi kedua tujuan tersebut selalu bertentangan. Sebab kalau makin tinggi tingkat dividen yang dibayarkan, berarti semakin sedikit laba yang ditahan, dan sebagai akibatnya ialah menghambat tingkat pertumbuhan dalam pendapatan dan harga sahamnya.

2.2.4.2 Jenis - Jenis Dividen

Menurut Kieso (2002) mengungkapkan bahwa dividen yang dibagikan kepada para investor berbentuk, antara lain:

a. Dividen Tunai (*Cash Dividend*)

Dividen tunai (cash dividend) merupakan dividen yang pembayarannya dibagikan dalam bentuk uang tunai. Dividen dalam bentuk ini merupakan pembayaran yang paling banyak diharapkan investor.

b. Dividen Saham (*Stock Dividend*)

Dividen saham (stock dividend) merupakan dividen yang pembayarannya dibagikan dalam bentuk proporsi saham tertentu. Dibagikannya dividen dalam bentuk saham, maka akan meningkatkan likuiditas perdagangan di bursa efek. Kemungkinan perusahaan ingin menurunkan nilai sahamnya guna memperluas

kepemilikan dan posisi likuiditas perusahaan yang tidak memungkinkan membagikan dividen dalam bentuk tunai.

c. *Sertifikat Dividen (Script Dividend)*

Sertifikat dividen (script dividend) merupakan dividen yang dibayarkan dengan sertifikat atau promes yang telah dikeluarkan oleh perusahaan yang menyatakan bahwa suatu waktu sertifikat itu dapat ditukarkan dalam bentuk uang. Hal ini dapat disimpulkan bahwa sertifikat dividen (dividend script) yaitu hutang dividen dalam bentuk script atau pembayaran dividen pada masa yang akan datang.

d. *Dividen Kekayaan (Property Dividend)*

Dividen yang diberikan kepada para pemegang saham dalam bentuk asset fisik, asset tersebut biasanya berupa produk yang dihasilkan perusahaan.

Dari berbagai jenis deviden diatas cash dividend merupakan jenis dividen yang paling umum dan banyak digunakan oleh perusahaan.

2.2.4.3 Prosedur Pembayaran Dividen

Menurut Sundjaja dan Barlin (2010:382), dalam pembayaran dividen terdapat beberapa tahapan atau prosedur yaitu :

a. *Tanggal pengumuman (date of declaration)*

Tanggal pengumuman merupakan tanggal keputusan untuk membagikan dividen pada RUPS, atau tanggal pada saat direksi perusahaan mengumumkan rencana pembayaran dividen.

b. *Cum-dividend date*

Cum – dividend date merupakan tanggal hari terakhir perdagangan saham yang masih melekat hak untuk mendapatkan dividen.

c. *Tanggal pencatatan pemegang saham (date of record)*

Date of record adalah tanggal dimana pemiik saham ditentukan, sehingga dapat diketahui kepada siapa dividen dibagikan. Pemegang saham yang mencatatkan dirinya pada

tanggal ini adalah pemegang saham yang memperoleh dividen pada tanggal pembayaran.

d. Tanggal pemisahan dividen (*ex-dividend date*)

Sebelum tanggal pencatatan, perusahaan sudah harus diberitahukan apabila terjadi transaksi jual beli atas saham tersebut. Oleh sebab itu, pada bursa internasional disepakati adanya *exdividend date* yaitu 3 hari sebelum tanggal pencatatan (*date of record*). Setelah pencatatan, saham tersebut tidak lagi memiliki hak di atas dividen pada tanggal pembayaran.

e. Tanggal pembayaran (*date of payment*)

Pada tanggal ini, dividen dibayarkan kepada para pemegang. Setelah pemegang dividen, kas didebet dan piutang dieliminasi. Pembayaran dividen akan dikenakan pemotongan pajak penghasilan.

2.2.5 Kebijakan Dividen

2.2.5.1 Pengertian Kebijakan Deviden

Kebijakan dividen (*dividend policy*) adalah suatu keputusan untuk menginvestasikan kembali laba yang diperoleh dari hasil operasi perusahaan atau untuk membagikan kepada pemegang saham (*investor*). Kebijakan deviden berkaitan dengan penentuan pembagian pendapatan, adapun besar kecilnya deviden yang dibayarkan kepada pemegang saham tergantung dari kebijakan masing-masing perusahaan.

Dalam mengukur kebijakan dividen digunakan Dividend Payout Ratio (DPR). Rumus DPR yaitu :

$$\text{DPR} = \frac{\text{Devidend per Share}}{\text{Earning per Share}} \times 100\%$$

2.2.5.2 Macam-macam Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan bentukannya bisa bermacam-macam. Menurut Bambang Riyanto (2008:269) menyatakan

bahwa ada macam-macam kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan antara lain sebagai berikut:

1. Kebijakan dividen yang stabil

Banyak perusahaan yang menjalankan kebijakan dividen yang stabil, artinya jumlah dividen perlembar yang dibayarkan setiap tahunnya relative tetap selama jangka waktu tertentu meskipun pendapatan per lembar saham setiap tahunnya berfluktuasi.

2. Kebijakan dividen dengan penetapan jumlah dividen minimal plus jumlah ekstra tertentu.

Kebijakan ini menetapkan jumlah rupiah minimal dividen per lembar saham tiap tahunnya. Dalam keadaan keuangan yang lebih baik perusahaan akan membayarkan dividen ekstra diatas jumlah minimal tersebut.

3. Kebijakan dividen dengan penetapan *dividen payout ratio* yang konstan

Jenis kebijakan deviden yang ketiga adalah penetapan dividen payout ratio yang konstan. Perusahaan yang menjalankan kebijakan ini menetapkan dividen payout ratio yang konstan misalnya 50%. Ini berarti bahwa jumlah dividen per lembar saham yang dibayarkan setiap tahunnya akan berfluktuasi sesuai dengan perkembangan keuntungan netto yang diperoleh setiap tahunnya.

4. Kebijakan dividen yang fleksibel

Kebijakan dividen yang terakhir adalah penetapan payout ratio yangt fleksibel, yang besarnya setiap tahun disesuaikan dengan posisi financial dan kebijakan financial dari perusahaan yang bersangkutan.

2.2.5.3 Teori Kebijakan Dividen

Brigham dan Houston (2010:198) , menyatakan bahwa dalam kebijakan dividen terdapat lima teori kebijakan diantaranya adalah :

1) Teori “Dividen Tidak Relevan”

Nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya Dividend Payout Ratio (DPR), tapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak dan kelas risiko perusahaan. Pernyataan ini didasarkan pada beberapa asumsi penting yang “lemah”, seperti :

- a. Tidak ada pajak perseorangan dan pajak penghasilan perusahaan.
- b. Tidak ada biaya emisi atau floatation cost dan biaya transaksi.
- c. Kebijakan penganggaran modal perusahaan independen terhadap dividend payout ratio (DPR).
- d. Investor dan manajer mempunyai informasi yang sama tentang kesempatan investasi dimasa yang akan datang.
- e. Distribusi pendapatan diantara dividend dan laba ditahan tidak berpengaruh terhadap tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh investor.

2) Teori ”The Bird in the Hand”

Tingkat keuntungan yang diisyaratkan akan naik apabila pembagian dividen dikurangi karena investor lebih yakin terhadap penerimaan dividen daripada kenaikan nilai modal (capital gain) yang akan dihasilkan dari laba ditahan. Tidak semua investor berkepentingan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka diperusahaan yang sama dengan memiliki risiko yang sama, oleh sebab itu tingkat risiko pendapatan mereka dimasa yang akan datang bukannya ditentukan oleh dividend payout ratio (DPR) tetapi ditentukan oleh tingkat resiko investasi baru.

3) Teori Perbedaan Pajak

Teori Perbedaan Pajak adalah suatu teori yang menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividend dan capital gain, maka para investor lebih menyukai capital gain karena dapat menunda pembayaran pajak.

4) Teori “Signaling Hypothesis”

Suatu kenaikan dividen yang diatas kenaikan normal biasanya merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dimasa yang akan datang. Sebaliknya suatu penurunan dividen yang dibawah penurunan normal diyakini investor sebagai

suatu sinyal bahwa perusahaan mengalami masa sulit dimasa mendatang. Namun demikian sulit dikatakan apakah kenaikan suatu penurunan dividen semata-mata disebabkan oleh efek sinyal atau mungkin preferensi terhadap dividen.

5) Teori “Clientele Effect”

Menyatakan bahwa pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok investor yang membutuhkan penghasilan saat ini lebih menyukai suatu dividend payout ratio (DPR) yang tinggi, sebaliknya kelompok investor yang tidak begitu 27 membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersihnya.

2.2.6 Agency Theory

Agency Theory merupakan teori yang mengatur hubungan antara pemegang saham (*principal*) dan manajer (*agent*). Principal memberikan wewenang kepada agen untuk menjalankan bisnis perusahaan demi kepentingan principal. Dengan demikian, setiap keputusan manajer adalah keputusan yang bertujuan untuk memaksimalkan sumber daya perusahaan. Apabila manajer bertindak untuk mementingkan kepentingan individunya daripada kepentingan pemegang saham maka perusahaan akan dirugikan. Keadaan seperti inilah yang memunculkan konflik keagenan antara manajer dan pemilik perusahaan. Masing-masing pihak memiliki tujuan dan memiliki risiko yang berbeda berkaitan dengan perilakunya. Apabila manajer gagal dalam menjalankan fungsinya maka risiko yang terjadi adalah tidak akan ditunjuk kembali sebagai manajer perusahaan, sementara pemegang saham akan berisiko kehilangan modalnya jika salah memilih manajer. Hal ini merupakan konsekuensi dari pemisahan antara fungsi kepemilikan dengan pengelolaan.

Perrow (1986) dalam Moeljadi (2006), kontribusi teori keagenan mengingatkan pentingnya saling pengertian antara pihak untuk berusaha mengurangi sifat mengutamakan kepentingan sendiri. Selain itu juga

mengingatkan pentingnya pengendalian diri dan harus menghilangkan kepentingan pribadi.

Menurut Shita (2011) dalam Verawati (2012) kontrak antara manajer dan pemilik menciptakan kewajiban dan hak bagi masing-masing pihak. Manajer berkewajiban untuk menjalankan perusahaan serta melaporkannya kepada pemilik secara berkala, lengkap, dan terbuka atas apa saja yang telah dilakukan dan bersedia menerima pengawasan dan pengarahan dari pemilik. Manajer berhak untuk menerima penghargaan yang telah dijanjikan pemilik atas kinerja dan prestasinya. Sedangkan pemilik berkewajiban untuk memperhatikan dan memberi penghargaan, bonus atau imbalan kepada manajer, serta berhak untuk melakukan pengawasan dan pengendalian, meminta laporan pertanggung jawaban, mengganti manajemen dengan orang yang telah mampu bila manajemen dinilai tidak dapat melaksanakan tugas, dan menerima return yang layak dari modalnya sehingga kesejahteraannya meningkat.

Teori agensi mengasumsikan bahwa semua individu bertindak atas kepentingan mereka sendiri. Pemegang saham sebagai principal diasumsikan hanya tertarik kepada hasil keuangan yang bertambah atau investasi mereka di perusahaan. Sedangkan para agen diasumsikan termotivasi untuk memaksimalkan kompensasi yang diterima dalam hubungan tersebut (Elqorni, 2009).

Menurut Tarjo dan Hartono (2009) teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan kepentingan pemegang saham seringkali bertentangan sehingga dapat terjadi konflik. Menurut *Jensen dan Meckling (1976)* menyatakan bahwa agency problem akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasarkan maksimalisasi nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Manajemen tidak menanggung risiko atas kesalahan dalam mengambil keputusan karena risiko tersebut sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham. Oleh karena itu manajemen biasanya akan melakukan

pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan individu, seperti peningkatan gaji dan status. Hal tersebut sering terjadi karena manajer cenderung berusaha mengutamakan kepentingan pribadi. Sedangkan pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer karena hal tersebut akan menambah biaya bagi perusahaan dan akan menurunkan keuntungan yang akan diterima oleh pemegang saham. Akibat dari perbedaan itulah maka terjadi konflik yang biasa disebut *agency conflict*.

Konflik kepentingan manajer dan pemegang saham dapat diminimalisir dengan mekanisme pengawasan. Namun munculnya mekanisme pengawasan akan menimbulkan *agency cost*. Biaya ini dapat dikurangi dengan beberapa cara. Pertama, melalui peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajemen sehingga manajer merasakan manfaat langsung dari keputusan yang diambil, dan apabila terdapat kekeliruan maka manajer juga akan merasakan langsung dari keputusan yang diambil, dan apabila terdapat kekeliruan maka manajer juga akan merasakan langsung dampaknya. Kedua, melalui peningkatan besaran dividend payout ratio sehingga tidak terdapat banyak *Free Cash Flow*, sehingga memaksa manajemen mencari pendanaan eksternal untuk membiayai investasi. Ketiga, melibatkan institusional investor sebagai agen monitoring, dimana hal ini dapat meningkatkan pengawasan atas kinerja manajerial yang dapat mengurangi *agency cost* (Fauz dan Rosidi, 2007).

2.3 Hubungan antar Variabel Penelitian

2.3.1 Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Menurut Arilaha (2009) profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungan dengan penjualan, total asset maupun modal sendiri. Dengan demikian bagi investor jangka panjang akan sangat berkepentingan dengan analisis profitabilitas ini misalnya bagi pemegang saham akan melihat keuntungan yang benar – benar akan diterima dalam bentuk deviden. Faktor profitabilitas juga berpengaruh terhadap kebijaksanaan dividen karena dividen akan dibagikan apabila perusahaan memperoleh

keuntungan. Keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi kewajiban – kewajiban tetapnya yaitu bunga dan pajak. Dari laba setelah pajak tersebut sebagian lain ditahan di perusahaan. Ukuran profitabilitas tersebut dapat diukur dengan menggunakan rasio ROA. Hanafi dan Halim (2007: 84) menyebutkan bahwa rasio ROA digunakan untuk mengukur efektifitas perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dengan memanfaatkan/ mengelola asset yang dimiliki. Profitabilitas yang diproksi dengan ROA ini tentu dibutuhkan oleh perusahaan apabila perusahaan akan melakukan pembayaran dividen. Semakin tinggi laba maka semakin tinggi aliran kas dalam perusahaan sehingga perusahaan dapat membayar dividen lebih tinggi. Jika laba yang diperoleh kecil, maka dividen yang akan dibagikan juga kecil.

Bedasarkan uraian diatas, maka peneliti menduga bahwa Profitabilitas atau *Return on Assets* (ROA) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

H₁ : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)

2.3.2 Pengaruh *Investment Opportunity Set* (IOS) terhadap Kebijakan Dividen.

Perusahaan yang memiliki *Investment Opportunity Set* tinggi memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang tinggi diharapkan memiliki kesempatan investasi yang tinggi. Untuk meningkatkan pertumbuhan penjualan, perusahaan memerlukan dana yang besar yang dibiayai dari sumber internal perusahaan. Penggunaan sumber dana internal perusahaan tersebut akan menyebabkan penurunan pembayaran dividen. Penurunan pembayaran dividen menyebabkan perusahaan memiliki sumber dana internal untuk kepentingan investasi. Dengan kata lain bahwa semakin besar laba ditahan, maka kesempatan investasi semakin besar sehingga akan mengakibatkan semakin kecilnya dividen yang akan dibagikan. Hal ini menunjukan bahwa semakin besarnya *Investment Opportunity Set* perusahaan maka semakin kecil rasio pembayaran dividen.

Bedasarkan uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa *Invesment Opportunity Set* (IOS) memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

H₂ : *Invesment Opportunity Set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)

2.3.3 Pengaruh Free Cash Flow terhadap Kebijakan Dividen.

Brigham dan Houston, (2009:65) menyatakan bahwa arus kas bebas yang berarti arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan untuk lebih spesifik lagi, nilai dari operasi sebuah perusahaan akan bergantung pada seluruh kas bebas yang diharapkan di masa mendatang, yang didefinisikan sebagai laba operasi setelah pajak minus jumlah investasi pada modal kerja dan aktiva tetap yang dibutuhkan untuk dapat mempertahankan bisnis. Sedangkan dalam penelitian, *Free Cash Flow* harus di informasikan dengan logaritma natural untuk mengurangi bias dalam peneltian. Adanya *Free Cash Flow* yang bernilai negatif akan menyebabkan kesulitan dalam proses penelitian tersebut. Dalam (Rosdini, 2009) *Free Cash Flow* diwakili oleh rasio *Free Cash Flow* to Total Assets yaitu perbandingan antara *Free Cash Flow* dengan Total Aktiva. Semakin besar rasio ini menunjukkan bahwa nilai arus kas bebas lebih besar dibandingkan dengan nilai aktiva perusahaan. Dari definisi tersebut, peneliti dapat mengatakan bahwa *Free Cash Flow* merupakan kas yang berlebih di perusahaan yang seharusnya dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Pembagian tersebut dapat dilakukan setelah perusahaan melakukan pembelanjaan modal (capital expenditure) seperti pembelian asset tetap secara tunai. Jensen (1986) menyatakan bahwa *Free Cash Flow* semakin dividend payout ratio. Semakin tinggi *Free Cash Flow* semakin tinggi dividend payout ratio atau sebaliknya. Jensen (1986) menghubungkan *Free Cash Flow* tersebut dengan teori keagenan (*agency theory*).

Bedasarkan uraian tersebut dapat disimpulkan bahwa *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

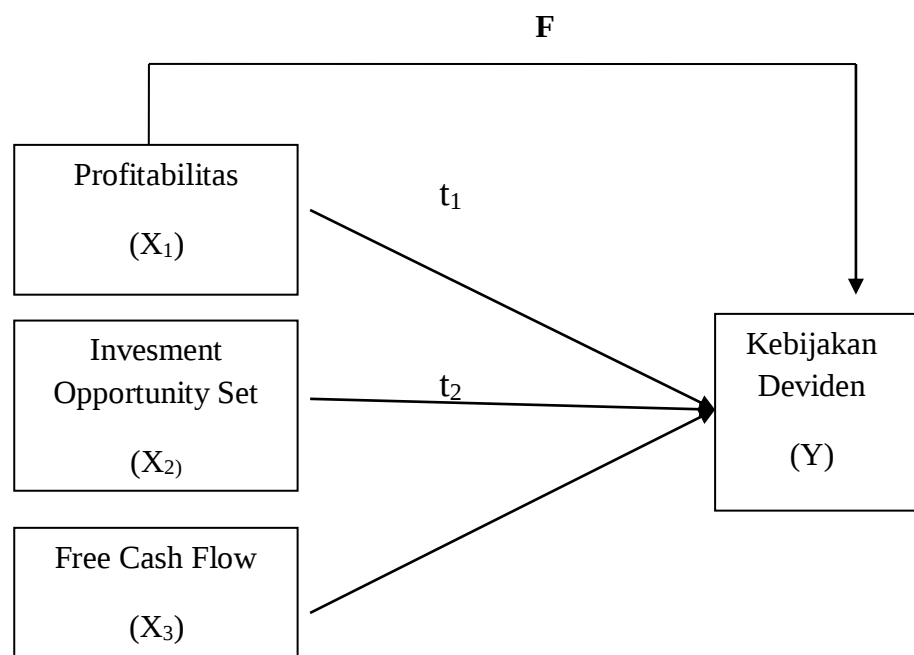
H₃ : *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

2.4 Pengembangan Hipotesis

Bedasarkan kerangka teori yang telah diuraikan, terdapat beberapa hipotesis penelitian yang telah disusun sebagai berikut :

- Hipotesis 1 : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)
- Hipotesis 2 : *Invesment Opportunity Set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)
- Hipotesis 3 : *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)
- Hipotesis 4 : Profitabilitas, *Invesment Opportunity Set* dan *Free Cash Flow* secara simulutan berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)

2.5 Kerangka Konseptual Tentang Variabel



t_3

Gambar 1. Uraian konsepsional tentang variabel

Keterangan :

X_1 : Variabel Independen Profitabilitas

X_2 : Variabel Independen Investment Opportunity Set (IOS)

X_3 : Variabel Independen Free Cash Flow (Aliran Kas Bebas)

Y : Variabel Independen Kebijakan Dividen

t : Uji Hitung (Penguji Parsial)

F : Uji F hitung (Penguji Simultan)