

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Review Hasil – Hasil Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa hasil penelitian yang dilakukan oleh peneliti terdahulu berkaitan dengan penelitian yang sedang saya teliti. Penting bagi saya untuk mereview hasil dari para peneliti terdahulu guna mengetahui masalah apa saja yang pernah dibahas oleh peneliti terdahulu.

Penelitian pertama yang dilakukan oleh (Mudzakar, 2019). Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur barang konsumsi sektor industri. Populasi penelitian ini dari 38 perusahaan manufaktur barang konsumsi sektor industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010 - 2014. Sampel penelitian ini yaitu 11 perusahaan manufaktur barang konsumsi sektor industri yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2010 – 2014. Menggunakan teknik pengambilan sampel berupa *purposive sampling*. Metode penelitian yang dipergunakan ialah deskriptif verifikatif. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas dengan nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ ($-1,272 > 2,008$). Kesimpulannya adalah berdasarkan analisis data, diketahui bahwa profitabilitas negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian kedua dilakukan oleh (Ali *et. al.*, 2020). Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengidentifikasi determinan penting dari kebijakan dividen menggunakan beberapa variabel lain seperti ukuran perusahaan, profitabilitas, hasil dividen dan likuiditas untuk perusahaan dengan *leverage* yang tinggi di Malaysia. Populasi penelitian ini dari 550 perusahaan pada sektor konstruksi dan properti yang terdaftar di Bursa Malaysia untuk tahun 2005 – 2014. Sampel penelitian ini yaitu 55 perusahaan dengan *leverage* tinggi dari sektor konstruksi dan properti yang terdaftar di Bursa Malaysia untuk tahun 2005 – 2014. Menggunakan teknik pengambilan sampel berupa data panel. Metode penelitian yang dipergunakan ialah analisis deskriptif. Hasil penelitian menunjukkan bahwa

profitabilitas yang diproksikan dengan *return on assets* (ROA), (koefisien = -20,9234; $p < 0,05$), sedangkan untuk likuiditas memperoleh hasil (koefisien = 3,6939; $p < 0,01$). Kesimpulannya adalah berdasarkan analisis data, diketahui bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ketiga yang dilakukan oleh (Azizah *et. al.*, 2020). Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji dan menganalisis pengaruh ukuran perusahaan, profitabilitas, *leverage*, likuiditas dan *sales growth* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang tergolong indeks LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2016 - 2018. Sampel penelitian ini yaitu 22 perusahaan yang sesuai dengan kriteria penelitian, sehingga jumlah sampel adalah 66 sampel data untuk diteliti. Menggunakan teknik pengambilan sampel berupa *purposive sampling*. Metode penelitian yang digunakan ialah analisis regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa ukuran perusahaan $t_{hitung} 2,667 > t_{tabel} 2,000$ dan signifikansi $0,010 > 0,05$; profitabilitas $t_{hitung} 7,950 > t_{tabel} 2,000$ dan signifikansi $0,000 < 0,05$; *leverage* $t_{hitung} -2,600 > t_{tabel} -2,000$ dan signifikansi $0,012 < 0,05$; likuiditas $t_{hitung} -0,798 < t_{tabel} -2,000$ signifikansi $0,428 > 0,05$; *sales growth* $t_{hitung} 0,383 < t_{tabel} 2,000$ dan signifikansi $0,703 > 0,05$. Kesimpulannya adalah berdasarkan analisis data, diketahui bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, *leverage* negatif dan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan ukuran perusahaan dan *sales growth* berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan, Likuiditas berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian keempat yang dilakukan oleh (Pangaribuan *et. al.*, 2020). Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji apakah *investment opportunity set*, *quick ratio*, *sales growth* dan *Return On Equity* (ROE) berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Populasi penelitian ini adalah 65 perusahaan dagang yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan 4 tahun pengamatan yaitu sejak tahun 2015 – 2018. Sampel penelitian ini yaitu 17 perusahaan dagang yang terdaftar di Bursa

Efek Indonesia dengan pengamatan sejak tahun 2015 – 2018. Menggunakan teknik pengambilan sampel berupa *purposive sampling*. Metode penelitian yang dipergunakan ialah analisis regresi linear berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *investment opportunity set* $t_{hitung} 0,147 < t_{tabel} 1,99834$ dan nilai signifikansi $0,883 > 0,05$; *quick ratio* $t_{hitung} 0,358 < t_{tabel} 1,99834$ dan nilai signifikansi $0,722 > 0,05$; *sales growth* $t_{hitung} -1,250 > t_{tabel} -1,99834$ dan nilai signifikansi $0,216 > 0,05$; dan *return on equity* (ROE) $t_{hitung} 0,501 < t_{tabel} 1,99834$ dan nilai signifikansi $0,618 > 0,05$. Kesimpulannya adalah berdasarkan analisis data, diketahui bahwa *investment opportunity set*, *quick ratio*, dan *return on equity* (ROE) berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan, *sales growth* berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian kelima yang dilakukan oleh (Jayasinghe, 2021). Tujuan penelitian ini adalah untuk menganalisis faktor – faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen menggunakan variabel berupa arus kas bebas, arus kas operasi dan pola dividen masa lalu pada emiten Sri Lanka. Populasi penelitian ini adalah 290 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Kolombo selama 2015 – 2019. Sampel penelitian ini yaitu 120 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Kolombo selama 2015 -2019. Menggunakan teknik pengambilan sampel berupa pengukuran *probability sampling stratified*. Metode penelitian yang dipergunakan ialah analisis data panel dengan *fixed effect*, *random effect* dan *pooled ordinary least squares* (OLS) model. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *Earning per Share* (EPS) 0,11; *operating cash flows per share* -0,0084; *free cash flows per share* 0,006 dan *lag dividends per share* 0,58. Kesimpulannya adalah berdasarkan analisis data, diketahui bahwa *free cash flows* dan *lag dividends* berpengaruh terhadap kebijakan dividen sedangkan, *operating cash flows* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Penelitian keenam yang dilakukan oleh (Lohonauman & Budiarmo, 2021). Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh arus kas bebas dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan indeks LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan indeks LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011 – 2018. Sampel penelitian ini yaitu 7 perusahaan indeks LQ45 yang terdaftar di

Bursa Efek Indonesia tahun 2011 – 2018. Menggunakan teknik pengambilan sampel berupa *purposive sampling*. Metode penelitian yang dipergunakan ialah metode asosiatif kausal (*the causal associative method*). Hasil penelitian menunjukkan bahwa *free cash flow* $t_{hitung} -0,154 < t_{tabel} 2,005$ dan nilai signifikansi $0,878 > 0,05$ dan profitabilitas $t_{hitung} 4,617 > t_{tabel} 2,005$ dan nilai signifikansi $0,00 < 0,05$. Kesimpulannya adalah berdasarkan analisis data, diketahui bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan, profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian ketujuh yang dilakukan oleh (Ahmad *et. al.*, 2021). Tujuan penelitian ini adalah untuk menjelaskan hubungan kebijakan pembayaran dividen terhadap kinerja bisnis perusahaan dikendalikan dengan empat variabel pengontrol berdasarkan teori yang relevan, variabel – variabel tersebut meliputi ukuran perusahaan, pertumbuhan *leverage* perusahaan dan indeks tata kelola perusahaan. Populasi penelitian ini dari perusahaan yang ada di sektor otomotif Pakistan tahun 2012 – 2017. Sampel penelitian ini yaitu 100 perusahaan dari sektor otomotif Pakistan tahun 2012 – 2017. Menggunakan teknik pengambilan sampel berupa data panel. Metode penelitian yang digunakan ialah *Pooled OLS regression, fixed effect* dan *random effect*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa rasio *Earning per Share* (EPS) yang menggunakan variabel pengontrol yaitu ukuran perusahaan, pertumbuhan perusahaan dan rasio *leverage* menunjukkan 53% dengan F statistik = 22,71 dan nilai $p = 0,000 < 0,05$ sedangkan *Return on Assets* (ROA) yang menggunakan variabel pengontrol yaitu pertumbuhan perusahaan dan ukuran perusahaan menunjukkan 51,1% dengan F statistik = 20,884 dan nilai $p = 0,000 < 0,05$. Kesimpulannya adalah berdasarkan analisis data, diketahui bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian kedelapan yang dilakukan oleh (Claudia *et. al.*, 2021). Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menilai faktor – faktor yang mempengaruhi *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan yang bukan perbankan yang terdaftar di indeks LQ45 dengan menggunakan variabel umur perusahaan, *tangible assets, leverage*, ukuran perusahaan, profitabilitas dan dividen periode

sebelumnya. Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang bukan perbankan yang terdaftar di indeks LQ45 di Bursa Efek Indonesia tahun 2011- 2019. Sampel penelitian ini yaitu perusahaan yang bukan bank yang konsisten dalam membagikan dividen dan menerbitkan laporan keuangan auditan. Menggunakan teknik pengambilan sampel berupa *purposive sampling*. Metode penelitian yang dipergunakan ialah analisis regresi data panel dengan *fixed effect*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai koefisien umur perusahaan 0,182896; *tangible assets* 0,182855; *leverage* 0,163847; ukuran perusahaan -0,300313; profitabilitas -0,572180; dan dividen periode sebelumnya -0,157682. Kesimpulannya adalah berdasarkan analisis data, bahwa umur perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Ukuran perusahaan, profitabilitas dan dividen tahun sebelumnya berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Aset berwujud berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

2.2. Landasan Teori

2.2.1. *Signaling Hypothesis Theory*

Teori sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan (Brigham & Houston 2015; 161; dalam Pramana *et.al.*, 2021). *Signaling theory* mengatakan bahwa investor menganggap perubahan dividen sebagai sinyal dari perkiraan pendapatan perusahaan (Brigham & Houston, 2014; dalam Izdihar *et.al.*, 2020). Bila dividen dibayarkan tinggi dan berkesinambungan kepada para investor, hal tersebut menunjukkan sinyal positif pada investor bahwa perusahaan memiliki keadaan keuangan yang kuat, demikian pula sebaliknya. Dengan begitu dividen memiliki kandungan informasi yakni prospek perusahaan dimasa mendatang sehingga teori *signal* ini juga dikenal dengan teori isi informasi dari dividen (Sihombing, 2018:235).

Menurut teori ini juga dividen merupakan cara untuk mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dengan investor (Sihombing, 2018:235). Kondisi asimetri informasi adalah pihak perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai

informasi perusahaan dan prospek yang akan datang dari pihak luar sehingga tidak dapat diakses oleh investor. Hubungan teori sinyal (*signaling theory*) dengan penelitian ini adalah adanya dorongan dari pihak perusahaan untuk menginformasikan laporan keuangannya kepada pihak luar, yang bertujuan untuk menghindari adanya asimetri informasi antara antara pihak perusahaan dengan pihak eksternal. Melalui laporan keuangan tersebut para investor bisa mengetahui bagaimana kinerja keuangan perusahaan, sebab di dalam laporan tersebut berisikan rasio - rasio keuangan yang mencerminkan keadaan perusahaan (Dewi & Rahyuda, 2020)

2.2.2. Agency Theory

Teori keagenan adalah hubungan atau kontrak antara *principal* dan agen, dimana *principal* adalah pihak yang mempekerjakan agen agar melakukan tugas untuk kepentingan *principal* sedangkan agen adalah pihak yang menjalankan kepentingan *principal* (Pradnyavita & Suryanawa, 2020). Agency problem dapat disebabkan oleh *asymmetric information* yaitu ketidaksinambungan informasi yang diperoleh antara principal dengan agen (Hadad *et.al.*, 2011; dalam Pradnyavita & Suryanawa, 2020). Hubungan teori agensi pada penelitian ini menunjukkan tindakan manajemen dalam mengelola perusahaan dari pemilik modal (investor) (Demirgunes, 2015; dalam Pradnyavita & Suryanawa, 2020).

Berdasarkan teori keagenan, konflik bisa terjadi antar pihak yang berkaitan dalam perusahaan misalnya antara manajer dan pemegang saham. Ketika perusahaan memiliki kelebihan kas atas proyek dengan NPV positif, pemegang saham berharap kas itu dibagikan sebagai dividen kepada pemegang saham. Namun, ada kemungkinan manajer memiliki agenda yang berbeda dengan tujuan agar ingin tetap memegang kendali atas kas tersebut. Oleh karena itu, pembayaran dividen yang tinggi sering digunakan untuk mengurangi potensi konflik antara manajer dan pemegang saham (Sihombing 2018:234).

2.2.3. Pecking Order Theory

Pecking order theory adalah penggunaan dana internal lebih didahulukan dibandingkan dengan penggunaan dana yang bersumber dari eksternal (Myers

et.al., 1984; dalam Fardianti, 2021). *Pecking order theory* merupakan sebuah teori yang mendasari keputusan pendanaan suatu perusahaan. *Pecking order theory* menggambarkan alasan perusahaan dalam menentukan keputusan sumber modal dengan mengutamakan pihak internal perusahaan itu sendiri yang merupakan hasil kegiatan bisnis perusahaan dengan sumber modal yang berasal dari pihak eksternal perusahaan seperti liabilitas atau penerbitan saham (Arfiana, 2017; dalam Fardianti, 2021).

Ross *et.al.*, (2016:111) menjelaskan bahwa pada teori ini perusahaan memilih menggunakan penggunaan dana dari dalam perusahaan (internal), jika sebuah perusahaan memiliki keuntungan besar, perusahaan tersebut mungkin tidak akan pernah membutuhkan pendanaan yang berasal dari luar perusahaan (eksternal) sehingga perusahaan tersebut memiliki sedikit hutang atau tanpa utang sama sekali. Sumber dana internal yang mayoritas berasal dari laba ditahan akan mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen apabila perusahaan mendapatkan kesempatan investasi yang menguntungkan (Utama & Gayatri, 2018).

2.2.4. Investasi

Investasi berasal dari kata invest yang berarti menanam atau menginvestasikan uang atau modal (Pramita & Hendrayana, 2021). Investasi adalah sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan dimasa yang akan datang (Azis *et.al.*, 2015: 234; dalam Jazuli, 2019). Selain pengertian investasi, terdapat juga pengertian keputusan berinvestasi, bahwa keputusan investasi merupakan kebijakan terpenting dari dua kebijakan lain dalam manajemen keuangan, yaitu keputusan pendanaan dan kebijakan dividen (Harmono, 2011: 9; dalam Jazuli, 2019). Investasi modal sebagai aspek utama kebijakan manajemen keuangan karena investasi adalah bentuk alokasi modal yang realisasinya harus menghasilkan manfaat atau keuntungan dimasa yang akan datang.

Berdasarkan Jogiyanto (dalam Jazuli, 2019), pembagian alternatif dalam investasi dapat dibagi menjadi dua golongan besar, yaitu:

1. Investasi langsung diartikan sebagai suatu pemilikan surat – surat berharga secara langsung dalam suatu entitas yang secara resmi telah *go public*

dengan harapan akan mendapatkan keuntungan berupa penghasilan dividen dan *capital gains*

2. Investasi tidak langsung diartikan bilamana surat – surat berharga yang dimiliki diperdagangkan kembali oleh perusahaan investasi (*investment company*) yang berfungsi sebagai perantara. Pemilikan aktiva tidak langsung dilakukan melalui lembaga – lembaga keuangan terdaftar, yang bertindak sebagai perantara atau *intermediary*.

2.2.5. Dividen

Dividen merupakan pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan dan berasal dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Dividen diberikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam RUPS. Jika seorang pemodal ingin mendapatkan dividen, maka pemodal tersebut harus memegang saham tersebut dalam kurun waktu yang relatif lama yaitu hingga kepemilikan saham tersebut berada dalam periode dimana diakui sebagai pemegang saham yang berhak mendapatkan dividen (Sulindawati *et.al.*, 2017: 127-128).

Dividen mencerminkan sumber arus kas bagi pemegang saham dan memberikan informasi tentang kinerja perusahaan (Sihombing, 2018: 223). Selain sebagai sumber arus kas bagi pemegang saham, Sihombing (2018:223) juga menjelaskan bahwa pembayaran dividen menunjukkan adanya dua kemungkinan pengertian yakni:

1. Perusahaan tidak mampu memberikan hasil yang lebih besar bila dana tetap pada perusahaan tidak banyak
2. Perusahaan memiliki kelebihan dana sehingga perusahaan memberikannya kepada pemegang saham untuk mengelolanya

Namun disisi lain, keputusan pembagian dividen merupakan strategi yang dipergunakan perusahaan agar saham perusahaan mengalami kenaikan sehingga bisa meningkatkan nilai perusahaan (Sihombing, 2018:223)

2.2.6. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan keuangan yang dilakukan oleh perusahaan setelah perusahaan beroperasi dan memperoleh laba (Wiagustini, 2014: 286; dalam Ketut & Indah, 2018). Kebijakan dividen juga dapat diartikan sebagai keputusan tentang seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen daripada, ditahan untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan (Gede & Artini, 2019; dalam Dewi & Rahyuda, 2020).

Rasio pembayaran dividen menentukan jumlah laba yang dapat ditahan dalam perusahaan sebagai sumber pendanaan. Akan tetapi dengan menahan laba saat ini dengan jumlah yang lebih besar di dalam perusahaan juga berarti lebih sedikit uang yang akan tersedia bagi pembayaran dividen saat ini. Jadi, aspek utama dari kebijakan dividen perusahaan adalah menentukan alokasi laba yang tepat antara pembayaran dividen dengan penambahan laba ditahan perusahaan (Ilhamsyah, 2018). Pembayaran dividen ditunjukkan untuk mengurangi ketidakpastian, karena dapat mengurangi risiko tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemegang saham dan mengurangi konflik kepentingan antara manajer perusahaan dengan para pemegang saham (Diah, 2019; dalam Dewi & Rahyuda, 2020).

Dari jenisnya dividen bisa dibagi menjadi dua jenis yakni dividen kas atau dividen tunai dan dividen non kas atau non tunai. Gitman & Zutter (2015: 619-633) menjelaskan bahwa dividen yang diterima pemegang saham dapat dibagi menjadi dua macam, yaitu:

1. Dividen tunai (*Cash dividend*)

Dividen tunai adalah pembayaran yang dilakukan perusahaan dalam bentuk uang tunai kepada pemegang saham (investor). Biasanya pada pertemuan triwulan atau setengah tahun dewan direksi perusahaan akan memutuskan apakah dan dalam jumlah berapa akan membayar dividen tunai. Jika perusahaan telah menetapkan persentase pembayaran dividen, keputusan yang dihadapi dewan biasanya apakah mempertahankan atau meningkatkan dividen, keputusan didasari pada kinerja perusahaan saat ini dan menghasilkan arus kas di masa depan.

2. Dividen saham (*Stock dividend*)

Dividen saham adalah pembayaran kepada para pemegang saham (investor) dalam bentuk saham. Seringkali perusahaan membayar dividen saham sebagai pengganti atau pelengkap dividen tunai. Dalam dividen saham, investor hanya menerima saham tambahan tidak sebanding dengan saham yang sudah mereka miliki.

Dari segi mekanisme atau waktu pembayaran, dividen bisa dibedakan menjadi dua, (Sihombing, 2018: 224)

1. Dividen interim merupakan dividen yang dibagikan perusahaan sebelum tutup tahun buku dan biasanya ditetapkan oleh manajer.
2. Dividen final merupakan dividen yang dibagikan setelah tutup tahun buku yang diputuskan pada rapat umum pemegang saham tahunan (RUPST)

Jumlah dividen akan mengalami fluktuasi (naik turun) dari tahun ke tahun berikutnya tergantung pada kemampuan kesempatan investasi. Nilai nominal maupun persentase dividen bisa berubah meskipun kebijakan dividen berupa persentase dividen yang ditetapkan perusahaan (Sihombing, 2018:236).

Gitman & Zutter (2015:630-632) menjelaskan bahwa untuk mengukur kebijakan dividen suatu perusahaan ada tiga jenis indikator yang dipakai, yaitu sebagai berikut:

1. Kebijakan dividen rasio pembayaran konstan (*Constant Payout Ratio Dividend Policy*)

Menunjukkan persentase setiap rupiah yang diperoleh yang didistribusikan perusahaan kepada pemilik dalam bentuk tunai. Ini dihitung dengan membagi dividen tunai per saham perusahaan dengan pendapatan per sahamnya. Dengan kebijakan dividen rasio pembayaran konstan perusahaan menetapkan bahwa persentase tertentu dari pendapatan dibayarkan kepada pemilik di setiap periode dividen. Masalah pada kebijakan ini adalah bahwa jika pendapatan perusahaan turun atau jika terjadi kerugian dalam periode tertentu, dividen mungkin rendah atau bahkan tidak ada.

2. Kebijakan dividen reguler (*Regular dividend policy*)

Kebijakan ini didasarkan pada pembayaran dividen rupiah tetap pada setiap periode. Seringkali perusahaan yang menggunakan kebijakan ini mengurangi dividen reguler setelah terjadi peningkatan pendapatan yang berkelanjutan. Dibawah kebijakan ini, dividen hamper tidak pernah dikurangi.

3. *Low regular and extra dividend policy*

Kebijakan dividen ini didasarkan pada pembayaran reguler yang rendah, ditambah dengan dividen (ekstra) ketika pendapatan lebih tinggi dari biasanya dalam suatu periode tertentu.

Keputusan tentang kebijakan dividen ini dipertimbangkan dengan kebijakan investasi bisa menggunakan model *walter* (Sihombing, 2018: 227). Model *walter* ini didasarkan pada asumsi sebagai berikut:

1. Semua pendanaan dilakukan melalui laba ditahan: sumber dana eksternal seperti utang ataupun modal saham baru tidak digunakan
2. Dengan adanya investasi tambahan, risiko bisnis perusahaan tidak berubah. Konsekuensinya *return on investment* (r) dan biaya modal (k) konstan
3. Tidak ada perubahan variabel seperti laba per saham (E) dan dividen per saham (D). nilai D dan E bisa berubah dalam model untuk menentukan hasil, tetapi nilai E dan D diasumsikan tetap konstan.

Kebijakan dividen tidak hanya ditentukan oleh satu faktor saja, akan tetapi banyak ragam faktor terhadap kebijakan dividen antara lain, (Sihombing, 2018: 237-239) sebagai berikut:

1. Kesempatan investasi

Semakin besar kemampuan investasi maka dividen yang bisa dibagikan akan semakin sedikit. Tingkat ekspansi usaha yang tinggi memerlukan dana yang besar sehingga laba yang diperoleh lebih baik digunakan sebagai laba ditahan (*retained earning*)

2. Profitabilitas dan likuiditas

Aliran kas atau profitabilitas yang meningkat bisa membayar dividen lebih baik atau meningkatkan dividen, demikian pula sebaliknya. Alasan lain adalah untuk menghindari akuisisi oleh perusahaan lain. Perusahaan yang mempunyai kas berlebih seringkali menjadi target sehingga untuk menghindari akuisisi perusahaan bisa membayarkan dividen, dan sekaligus juga membuat senang pemegang saham

3. Aksesibilitas ke pasar keuangan

Jika perusahaan mempunyai akses ke pasar keuangan yang baik, perusahaan bisa membayar dividen lebih tinggi. Hal ini disebabkan aksesibilitas yang tinggi di pasar keuangan bisa memudahkan perusahaan dalam memenuhi kebutuhan likuiditasnya

4. Stabilitas pendapatan

Ketika pendapatan perusahaan *relative* stabil, aliran kas dimasa mendatang bisa diperkirakan dengan lebih akurat. Perusahaan semacam itu bisa membayar dividen lebih tinggi. Dengan kata lain, ketidakstabilan aliran kas dimasa mendatang membatasi kemampuan perusahaan membayar dividen yang tinggi

5. Restriksi kewajiban keuangan

Kebijakan pembayaran dividen seringkali juga dipengaruhi oleh adanya kewajiban keuangan sebagaimana dinyatakan dalam perjanjian utang, obligasi ataupun saham preferen sehingga membatasi pembayaran dividen dalam situasi tertentu. Misalnya pembayaran dividen hanya dapat dilakukan setelah laba yang tersedia bagi pemegang saham dikurangi dengan angsuran pinjaman atau apabila modal kerja mencapai tingkat tertentu

6. Laju inflasi

Kebijakan dividen tidak dapat dilepaskan dari perkembangan kondisi makro, seperti laju inflasi yang sangat berpengaruh terhadap kinerja perusahaan dan pada akhirnya juga berdampak pada kebijakan dividen. Dengan naiknya harga barang konsumsi maupun produksi (inflasi), dana perusahaan akan berkurang dalam mendanai operasional sehingga tidak

jarang perusahaan harus mengambil dana dari laba ditahan sehingga konsekuensinya, kebijakan dividen cenderung melemah selama periode inflasi tinggi.

2.2.7. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan hubungan antara pendapatan dan biaya yang dihasilkan dengan menggunakan aset perusahaan, baik lancar maupun tetap, dalam aktivitas produksi (Gitman & Zutter, 2015: 128). Profitabilitas suatu perusahaan dapat dinilai melalui berbagai cara tergantung pada laba dan aktiva dan modal yang akan diperbandingkan satu dengan lainnya (Chasanah, 2019). Pertumbuhan profitabilitas suatu perusahaan merupakan salah satu indikator penting yang dilihat oleh investor saat berinvestasi dalam hal menilai prospek perusahaan dimasa yang akan datang (Dewi & Abudanti, 2019; dalam (Dewi & Rahyuda, 2020). Pendapat diatas sejalan dengan teori signal atau signaling theory (Widyasti & Putri, 2021).

Adapun manfaat dari indikator yang digunakan untuk mengukur profitabilitas adalah mengetahui posisi laba perusahaan tahun sebelumnya dengan tahun sekarang, mengetahui besarnya tingkat laba yang diperoleh perusahaan dalam satu periode, mengetahui perkembangan laba dari waktu ke waktu, mengetahui besarnya laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri, dan mengetahui produktivitas dari seluruh dana perusahaan yang digunakan baik modal pinjaman maupun modal sendiri (Kasmir 2012: 198 dalam Kamal, 2016). Gitman & Zutter (2015: 128-130) menjelaskan ada enam indikator yang digunakan untuk mengukur profitabilitas, yaitu:

1. *Gross profit margin*

Margin laba kotor yaitu mengukur persentase setiap rupiah penjualan yang tersisa setelah perusahaan membayar untuk barangnya. Semakin tinggi margin laba kotor, semakin baik (yaitu, semakin rendah biaya relatif barang dagangan yang dijual)

2. *Operating profit margin*

Margin laba operasi yaitu mengukur persentase setiap rupiah penjualan yang tersisa setelah semua biaya dan pengeluaran selain bunga, pajak dan

dividen saham preferen telah dipotong. Perhitungan ini mewakili keuntungan murni yang diperoleh dari setiap penjualan. Laba operasi adalah murni karena mereka hanya mengukur keuntungan yang diperoleh

3. *Net profit margin*

Margin laba bersih yaitu mengukur persentase setiap rupiah penjualan yang tersisa setelah semua biaya dan pengeluaran, termasuk bunga, pajak dan dividen saham preferen telah dikurangi. Semakin tinggi margin laba bersih perusahaan, semakin baik

4. *Earning per share (EPS)*

Laba per saham umumnya menarik bagi calon pemegang saham dan manajemen. Seperti yang dicatat sebelumnya, EPS mewakili jumlah rupiah yang diperoleh selama periode saham biasa yang beredar

5. *Return on total assets (ROA)*

Return on assets merupakan rasio untuk mengukur keseluruhan efektivitas manajemen dalam menghasilkan keuntungan dengan aset yang tersedia

6. *Return on equity (ROE)*

Return on equity mengukur pengembalian yang diperoleh dari investasi pemegang saham biasa di perusahaan. Umumnya, pemilik lebih baik dari yang lebih tinggi adalah pengembalian ini.

2.2.8. *Investment Opportunity Set*

Investment Opportunity set (IOS) adalah kesempatan investasi yang merupakan pilihan investasi dimasa yang akan datang dan mencerminkan adanya pertumbuhan aktiva dan ekuitas (Kusuma & Purwaningsih, 2021). *Investment Opportunity set* merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran – pengeluaran yang ditetapkan manajemen dimasa yang akan datang, dimana pada saat ini merupakan pilihan – pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan return yang lebih besar (Ningsih *et.al.*, 2017).

Berdasarkan penjabaran diatas teori yang cocok dengan *investment opportunity set* adalah *pecking order theory*. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan dalam menggunakan sumber dana internal dibandingkan sumber dana eksternal. Sumber dana internal yang mayoritas berasal dari laba ditahan akan

mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen apabila perusahaan mendapatkan kesempatan investasi yang menguntungkan (Utama & Gayatri, 2018).

Proksi pertumbuhan dengan nilai set kesempatan investasi yang telah digunakan oleh para peneliti secara umum dapat diklasifikasikan menjadi tiga kelompok berdasarkan faktor – faktor yang digunakan dalam mengukur nilai – nilai set kesempatan investasi tersebut. Klasifikasi nilai set kesempatan investasi ini telah digunakan oleh (Kallapur & Trombley, 1999; dalam Hasibuan, 2017). Klasifikasi set kesempatan investasi tersebut adalah sebagai berikut:

1. Proksi berdasarkan harga (*Price-based proxies*)

Proksi berdasarkan harga ini percaya pada gagasan bahwa jika prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar, maka perusahaan yang berpotensi tumbuh akan mempunyai nilai pasar relatif yang lebih tinggi dibandingkan dengan aset riilnya

2. Proksi berdasarkan investasi (*Investment-based proxies*)

Proksi berdasarkan investasi ini percaya pada gagasan bahwa satu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif pada nilai *investment opportunity set* suatu perusahaan. Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberikan peluang investasi berikutnya yang semakin besar pada perusahaan yang bersangkutan

3. Proksi berdasarkan varian (*Varian measures-based proxies*)

Proksi berdasarkan varian ini percaya pada gagasan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas tingkat pengembalian yang mendasari peningkatan aset.

Investment opportunity set (IOS) atau set kesempatan investasi perusahaan mempengaruhi cara pandang manajer, pemilik, investor dan kreditur terhadap perusahaan. Dengan demikian *investment opportunity set* bersifat tidak dapat diobservasi sehingga perlu dipilih suatu proksi yang dapat dihubungkan dengan variabel lain dalam perusahaan, misalnya variabel kebijakan, variabel pertumbuhan dan lain – lain (Kusuma & Purwaningsih, 2021).

Menurut uraian – uraian tersebut dapat diambil kesimpulan bahwa *investment opportunity set* memang menggambarkan peluang investasi di masa

depan tapi hal tersebut akan berjalan jika manajemen perusahaan dapat menganalisa dan mengeksploitasi keadaan sehingga dapat diperoleh pilihan investasi yang memiliki keuntungan dimasa yang akan datang bagi perusahaan (Kusuma & Purwaningsih, 2021).

2.2.9. Free Cash Flow

Free cash flow merupakan arus kas yang tersedia untuk dibayarkan kepada investor (pemegang saham atau pemilik utang) setelah perusahaan melakukan investasi dalam aset tetap, produk – produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan (Sugiyanto *et.al.*, 2021). Perusahaan dengan *free cash flow* positif atau bahkan terus meningkat dari tahun ke tahun biasanya kinerjanya cenderung membaik di masa mendatang. *Free cash flow* positif akan memungkinkan perusahaan untuk berekspansi dengan lebih leluasa dan memberikan tambahan *revenue* tanpa membutuhkan tambahan dana dari utang sehingga *debt to equity ratio* akan terus menurun. *Cash flow* yang berlimpah juga memungkinkan perusahaan untuk membayar dividen kepada investornya, membayar utang dan memperbaiki *working capital*-nya (Murifal, 2020).

Arus kas bebas seringkali memicu perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Pemegang saham menginginkan pengembalian investasi mereka, sedangkan manajer menginginkan perusahaan menahan keuntungannya demi ekspansi perusahaan (Trisna & Gayatri, 2019; dalam Widyasti & Putri, 2021). Perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi akan mendapat tekanan dari investor untuk membagikannya dalam bentuk dividen guna mencegah manajemen melakukan hal – hal yang tidak sesuai (Wahyuni & Badera, 2018).

Sejalan dengan penjelasan tersebut *free cash flow* menggunakan *agency theory*. Teori ini merupakan hubungan antara pemegang saham dan manajer yang pada hakekatnya sulit tercipta karena terkadang akan timbul permasalahan dengan adanya kepentingan individual yang saling bertentangan, sebagai sifat dasar manusia yang mementingkan diri sendiri atau keegoisannya (Hapsari, 2020).

2.2.10. *Leverage*

Leverage adalah hasil dari penggunaan biaya tetap aktiva atau dana untuk memperbesar tingkat pengembalian kepada pemilik perusahaan (Gitman & Zutter, 2015: 128). Perusahaan yang memiliki rasio utang lebih besar seharusnya membagikan dividen lebih kecil karena laba yang diperoleh digunakan untuk melunasi kewajiban. *Leverage* yang semakin tinggi akan menyebabkan kebijakan dividen semakin menurun, begitu pula sebaliknya. Berkurangnya utang yang dibayarkan maka laba yang didapatkan semakin meningkat (Izdihar *et.al.*, 2020).

Leverage memiliki beberapa rasio yang beragam jenis. Rasio *leverage* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aset perusahaan dibiayai dengan utang (Kasmir, 2016). Dari jenis – jenis rasio *leverage* tersebut digunakan sebagai dasar atau bahan pertimbangan oleh analis pasar, investor dan kreditur. Berikut jenis – jenis rasio *leverage* yang umum digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka panjangnya, (Gitman & Zutter, 2015: 126-130) yaitu:

1. *Debt ratio*

Rasio utang mengukur proporsi total aset yang dibiayai oleh kreditur perusahaan. Semakin tinggi ratio ini, semakin besar jumlah uang yang digunakan untuk menghasilkan keuntungan

2. *Debt to equity ratio* (DER)

Rasio utang terhadap ekuitas mengukur proporsi relatif dari total kewajiban terhadap ekuitas saham biasa yang digunakan untuk membiayai aset perusahaan. Seperti halnya rasio utang, semakin tinggi rasio ini (*debt to equity ratio*) maka semakin besar penggunaan *leverage* keuangan perusahaan

3. *Time interest earned ratio*

Rasio pendapatan bunga waktu, mengukur kemampuan perusahaan untuk melakukan pembayaran bunga kontraktual. Semakin tinggi nilainya, semakin baik kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban bunganya

4. *Fixed-payment coverage ratio*

Rasio kecukupan pembayaran tetap mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi semua kewajiban pembayaran tetap seperti bunga dan pokok pinjaman, pembayaran sewa dan dividen saham preferen. Seperti halnya rasio pendapatan bunga waktu, semakin tinggi nilai ini maka semakin baik.

2.3. Keterkaitan antara Variabel Penelitian

2.3.1. Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan teori sinyal, perusahaan akan selalu berusaha memberikan sinyal positif dengan berbagai cara diantaranya dengan meningkatkan efektivitas usaha agar dapat memperoleh keuntungan yang tinggi (Widyasti & Putri, 2021). Teori ini juga menyatakan bahwa perusahaan akan selalu berusaha memberikan sinyal positif melalui pasar. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akan memberikan sinyal kepada para investor atau calon investor untuk berinvestasi pada suatu perusahaan tertentu (Widyasti & Putri, 2021). Profitabilitas memiliki daya tarik tersendiri, khusus bagi pemegang saham atau calon investor pada suatu perusahaan (Dewi & Abundanti, 2020; dalam Widyasti & Putri, 2021). Perusahaan yang memiliki stabilitas laba dapat menentukan tingkat pembayaran dividen dan keuntungan perusahaan. Perusahaan yang menghasilkan keuntungan dapat membayar dividen serta menyimpan dana internal dalam bentuk laba ditahan untuk membayar investasi mereka. Kemampuan perusahaan untuk membayar dividen adalah salah satu tandanya perusahaan tersebut adalah perusahaan yang baik karena mampu menghasilkan keuntungan. Semakin besar keuntungan perusahaan, maka semakin besar pembayaran dividen (Widyasti & Putri, 2021). Hal ini didukung juga dengan penelitian Azizah *et.al.*, (2020), Ahmad *et.al.*, (2021), Tamrin *et.al.*, (2018) dan Pradnyavita & Suryanawa (2020) yang menunjukkan pengaruh antara profitabilitas dan kebijakan dividen. Berdasarkan penelitian sebelumnya, hipotesis berikut dapat dirumuskan:

H₁ : Profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen

2.3.2. Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen

Laba bersih yang dihasilkan perusahaan dapat dialokasikan untuk dua hal yaitu, dibagikan kepada investor dalam bentuk dividen atau laba tersebut ditahan untuk melakukan investasi kembali. *Investment opportunity set* yang tinggi berpeluang untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan dan diimbangi dengan pembagian dividen yang menurun. Hal tersebut dikarenakan perusahaan memiliki anggapan bahwa dana yang tersedia akan lebih baik untuk diinvestasikan dan ditahan sebagai laba ditahan. Sejalan dengan *pecking order theory* yang menyatakan kecenderungan perusahaan dalam menggunakan sumber dana internal dibandingkan sumber dana eksternal. Sumber dana internal yang mayoritas berasal dari laba ditahan akan mempengaruhi kebijakan pembayaran dividen apabila perusahaan mendapatkan kesempatan investasi yang menguntungkan (Utama & Gayatri, 2018). Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Sanya *et.al.*, (2020), Mui & Mustapha (2016) dan Aini & Sawitri (2020) menunjukkan *investment opportunity set* berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₂ : *Investment Opportunity set* berpengaruh terhadap kebijakan dividen

2.3.3. Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Arus kas bebas menggambarkan tingkat fleksibilitas keuangan suatu perusahaan. Berdasarkan teori keagenan, jika perusahaan memiliki arus kas yang bebas, maka pengelola perusahaan akan mendapat tekanan dari investor untuk mendistribusikannya dalam bentuk dividen. Hal tersebut dilakukan agar manajemen tidak menggunakan *free cash flow* untuk hal – hal yang tidak sesuai dengan tujuan perusahaan dan cenderung merugikan investor. Dengan demikian, ketersediaan dana dapat digunakan untuk kemakmuran pemegang saham. Pemegang saham percaya bahwa *free cash flow* yang dibagikan sebagai dividen akan memiliki nilai yang lebih tinggi dan risiko yang lebih rendah. Perusahaan yang mampu menghasilkan arus kas bebas yang tinggi akan mampu memberikan memberikan return yang tinggi bagi pemegang saham, dibandingkan dengan perusahaan yang menghasilkan arus kas bebas rendah setiap tahun (Widyasti &

Putri, 2021). Jayasinghe (2021), Trisna & Gayatri (2019) dan Sari & Budiasih (2016) yang menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Maka berdasarkan penelitian sebelumnya dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₃ : *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen

2.3.4. Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Berdasarkan teori keagenan peningkatan utang akan mengurangi tingkat konflik antar agen (manajemen perusahaan) dan *principal* (pemegang saham). *Leverage* adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban (utang) baik jangka pendek maupun panjang. Perusahaan yang memiliki utang tinggi akan lebih berkonsentrasi untuk melunasi kewajiban dibandingkan dengan membagikan dividen untuk mencegah kebangkrutan (Widyasti & Putri, 2021). Penggunaan utang yang tinggi akan mengurangi keuntungan yang diperoleh perusahaan, yang tentunya akan berdampak pada pembayaran dividen (Wahjudi, 2019; dalam Widyasti & Putri, 2021). Azizah *et.al.*, (2020) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan penelitian sebelumnya, dapat dirumuskan hipotesis, sebagai berikut:

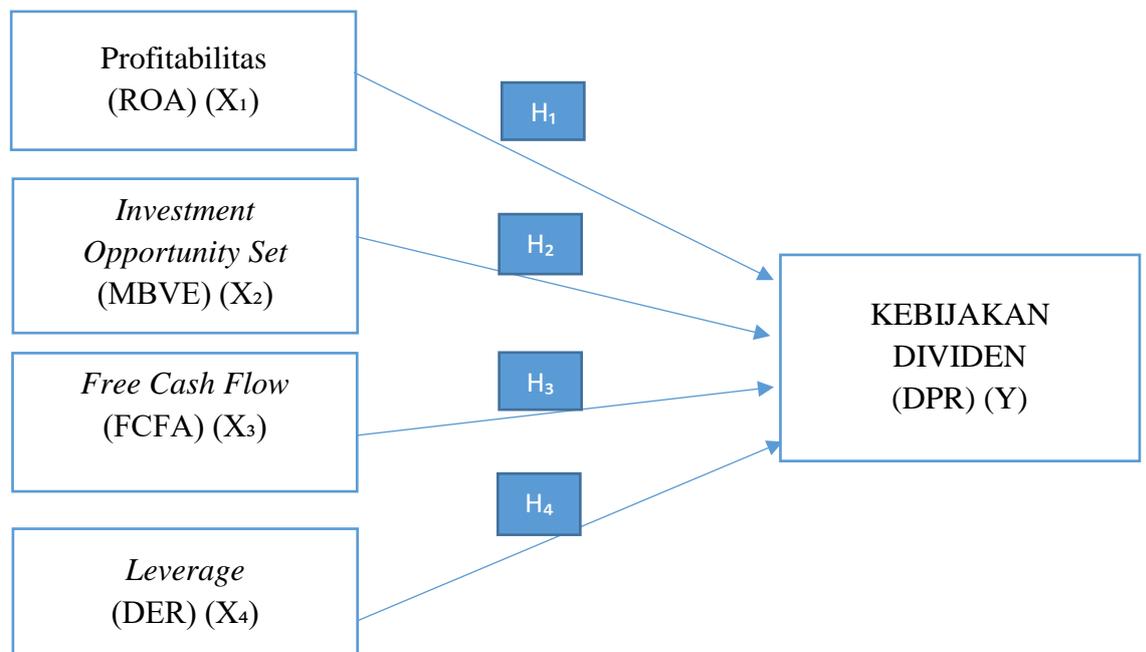
H₄ : *Leverage* berpengaruh terhadap kebijakan dividen

2.4. Kerangka Konseptual Penelitian

Kerangka pemikiran merupakan sintesis dari tinjauan teori dan tujuan penelitian

Gambar 2.1.

Kerangka Pemikiran



Sumber: Dikembangkan untuk penelitian ini, 2021

Berdasarkan gambar 2.1. bahwa kerangka pemikiran digunakan untuk menjelaskan pola antar teori dan objek dalam penelitian. Pemikiran dimulai dari variabel dependen yaitu kebijakan dividen milik perusahaan yang mana hasil dari kebijakan tersebut adalah sejumlah dividen yang akan para investor dapatkan. Variabel dependen tersebut dapat berubah jika dipengaruhi oleh variabel independen. Dalam penelitian ini, variabel independen yang pertama adalah profitabilitas dengan menggunakan *Return on Assets* (ROA) sebagai pengukurannya. Lalu yang kedua ada *investment opportunity set* yang menggunakan *Market Book Value of Equity* (MBVE) sebagai pengukurannya. Lalu yang ketiga ada *free cash flow* yang menggunakan *Free Cash Flow from Assets* (FCFA) sebagai pengukurannya. Dan untuk yang terakhir ada *leverage* menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER) sebagai pengukurannya. Melalui penelitian secara parsial akan dapat diketahui bahwa apakah masing – masing

variabel independen mempengaruhi variabel dependen yaitu kebijakan dividen dengan pengukurannya *Dividend Payout Ratio* (DPR).

Keterangan:

—→ : Pengaruh X_1 , X_2 , X_3 dan X_4 secara parsial terhadap kebijakan dividen

DPR : Kebijakan Dividen

ROA : Profitabilitas

MBVE : *Investment Opportunity Set*

FCFA : *Free Cash Flow*

DER : *Leverage*