

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Penelitian Terdahulu

Penelitian tentang *dividend payout ratio* telah banyak dilakukan sebelumnya, antara lain oleh Prihantoro (2003), Sunarto dan Kartika (2003), Suherli dan Harahap (2004), Suharli (2004 dan 2007), Damayanti dan Achyani (2006), Nurmala (2006), Asril Arillaha (2009), Rosdini (2009), Hadianto dan Herlina (2010). Namun hasil dari penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan yang berbeda.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Prihantoro (2003) melakukan penelitian yang bertujuan untuk menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio* pada 148 perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta kurun waktu 1991-1996 menggunakan variabel posisi kas, potensi pertumbuhan, ukuran perusahaan, rasio hutang dan modal, profitabilitas, kepemilikan dan *dividen payout ratio*. Hasilnya hanya posisi kas dan rasio hutang dengan modal yang berpengaruh signifikan terhadap *dividen payout ratio* sedangkan *earning* memiliki pengaruh yang tidak terlalu signifikan.

Pada penelitian Suherli dan Harahap (2004) “Studi Empiris Terhadap Faktor Penentu Kebijakan Jumlah Dividen” mendapatkan hasil bahwa ada dua variabel yang berpengaruh signifikan terhadap *dividen payout ratio* yaitu *liquidity* dan *firm size*. Sedangkan kelima variabel lainnya yaitu *capital structure*, *company's growth*, *stock price*, *number of stockholder*, dan *family leadership* tidak berpengaruh secara signifikan.

Suharli (2004) melakukan penelitian pengaruh variabel *ROI*, *fixed assets* dan likuiditas terhadap *dividend payout ratio* untuk perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta periode 2002-2003 diperoleh hasil bahwa kebijakan jumlah pembagian dividen perusahaan dipengaruhi oleh ROI dan diperkuat oleh likuiditas perusahaan. Hasil penelitian dari Suharli (2007) pengaruh variabel profitabilitas, *leverage*, harga saham, terhadap *dividend payout ratio* ditemukan bahwa antara variabel profitabilitas dan harga saham berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*, sedangkan variabel *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Damayanti dan Achyani (2006) melakukan penelitian terhadap seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta periode 1999-2003 untuk menguji pengaruh antara variabel independen investasi perusahaan, likuiditas, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan dan variabel dependen *dividend payout ratio*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semua variabel tersebut tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Andriyani (2008) yang menganalisis pengaruh *cash ratio*, *debt to equity ratio*, *insider ownership*, *investment opportunity set*, dan *profitability* terhadap kebijakan dividen yang dilakukan pada perusahaan otomotif yang listing di Bursa Efek Indonesia pada periode 2004-2006. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa *cash ratio*, *debt to equity ratio*, *investment opportunity set*, dan *return on asset* secara parsial berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*, sedangkan *insider ownership* tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

Penelitian yang dilakukan oleh Nurmala (2006) bertujuan untuk mengatasi kebijakan dividen dan pengaruhnya pada perusahaan otomotif. Populasi penelitian ini adalah perusahaan otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta selama lima tahun berturut-turut (tahun 1996-2000) yang mengumumkan *Earning Per Share*, *Dividend per Share*, dan *Closing Price*. Berdasarkan analisis yang telah dilakukan dengan menggunakan analisis korelasi *Rank Spearman* dan pengujian hipotesis dapat diketahui bahwa tingginya harga saham tidak mempengaruhi kebijakan dividen yang diterapkan oleh perusahaan otomotif tersebut karena harga saham bukan satu-satunya faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen.

Penelitian Asril Arillaha (2009) mengungkapkan dalam penelitiannya yang berjudul “pengaruh *free cash flow*, profitabilitas, likuiditas dan *leverage* terhadap kebijakan dividen” menunjukkan bahwa hanya variabel profitabilitas yang berpengaruh terhadap kebijakan dividen, yang mana besar kecilnya laba perusahaan akan mempengaruhi besar kecilnya pembagian dividen. Apabila laba perusahaan berarti dividen yang dibagikan akan semakin besar pula, demikian pula sebaliknya. Perusahaan yang memiliki stabilitas keuntungan dapat menetapkan tingkat pembayaran dividen dengan yakin dan dapat mensinyalkan kualitas atas keuntungan mereka.

Rosdini (2009) dalam penelitiannya pengaruh arus kas bebas terhadap DPR yang mendapat kesimpulan bahwa *Free Cash Flow* memiliki pengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*. Pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio* bersifat positif artinya semakin tinggi *free cash flow* maka semakin

tinggi *dividend payout ratio* atau semakin rendah *free cash flow* maka semakin rendah *dividend payout ratio*.

Hadianto dan Herlina (2010) dalam penelitiannya “Prediksi Arus Kas Bebas, Kebijakan Utang, Dan Profitabilitas Terhadap Kemungkinan Dibayarkannya Dividen (Studi Empirik Pada Emiten Pembentuk Indeks Kompas 100 Di Bursa Efek Indonesia)” menyatakan bahwa rasio arus kas bebas terhadap total aktiva sebagai proksi arus kas bebas menunjukkan hasil yang tidak signifikan dalam memprediksi kemungkinan perusahaan dalam membayarkan dividen. Hal ini menunjukkan arus kas bebas tidak dapat memprediksi kemungkinan perusahaan dalam membayarkan dividen. Rasio utang terhadap ekuitas sebagai proksi kebijakan utang menunjukkan hasil yang signifikan dalam memprediksi kemungkinan perusahaan dalam membayarkan dividen dengan arah positif. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi rasio utang terhadap ekuitas maka semakin tinggi kemungkinan perusahaan dalam membayar dividen. ROA sebagai proksi profitabilitas menunjukkan hasil yang signifikan dalam memprediksi kemungkinan perusahaan dalam membayarkan dividen dengan arah positif. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi ROA maka semakin tinggi kemungkinan perusahaan dalam membayar dividen. Akurasi/ketepatan pengklasifikasi kelompok emiten yang membayar dividen dan kelompok emiten yang tidak membayar dividen berdasarkan arus kas bebas, kebijakan utang, dan profitabilitas yaitu sebesar 69%.

2.2. Landasan Teori

2.2.1. Kebijakan Dividen

Menurut Weston (1991) Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai apakah laba dibagikan kepada pemegang saham atau akan ditahan untuk reinvestasi dalam perusahaan, dia “Weston” juga menyebutkan bahwa kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa mendatang sehingga memaksimalkan harga saham perusahaan. Sedangkan dividen sendiri menurut Hidayat (2011) adalah nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak (*net income after tax* atau *earning after tax*) dikurangi laba ditahan (*retained earning*) yang ditahan sebagai cadangan perusahaan. Dividen yang diterima bisa berbentuk tunai (Dividen Tunai) atau berupa saham (Dividen Saham). Dividen hanya akan diterima oleh pemegang saham hanya apabila dewan direksi menganggap layak bagi perusahaan untuk mengumumkan 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). Hanafi (2004) menyatakan bahwa deviden merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, di samping *capital gain*. Deviden ini untuk dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Dividen ditentukan berdasarkan dalam rapat umum anggota

pemegang saham dan jenis pembayarannya tergantung kepada kebijakan pemimpin.

Kebijakan deviden merupakan bagian yang menyatu dengan keputusan pendanaan perusahaan. Rasio pembayaran deviden menentukan jumlah laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Semakin besar laba ditahan semakin sedikit jumlah laba yang dialokasikan untuk pembayaran deviden. Alokasi penentuan laba sebagai laba ditahan dan pembayaran deviden merupakan aspek utama dalam kebijakan deviden (Wachowicz, 1997: p.496). Kebijakan deviden menyangkut masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham, dan laba tersebut bisa dibagi sebagai deviden atau laba yang ditahan untuk diinvestasikan kembali (Husnan, 1996). Dengan demikian dimungkinkan membagi laba sebagai deviden dan pada saat yang sama menerbitkan saham baru. Kebijakan deviden bersangkutan dengan penentuan pembagian pendapatan (*earning*) antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai deviden atau untuk digunakan didalam perusahaan, yang berarti laba tersebut harus ditahan didalam perusahaan (Riyanto 2001).

Laba ditahan (*retained earning*) merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan. Sedangkan deviden merupakan aliran kas yang dibayarkan kepada para pemegang saham atau "*equity investors*". Setiap perusahaan selalu menginginkan adanya pertumbuhan bagi perusahaan tersebut di satu pihak dan juga dapat membayarkan deviden kepada para pemegang saham di lain pihak, tetapi kedua tujuan tersebut selalu bertentangan. Sebab kalau makin tinggi tingkat deviden yang dibayarkan, berarti

semakin sedikit laba yang ditahan, dan sebagai akibatnya ialah menghambat tingkat pertumbuhan (*rate of growth*) dalam pendapatan dan harga sahamnya. Kalau perusahaan ingin menahan sebagian besar dari pendapatan yang tersedia untuk pembayaran deviden adalah semakin kecil. Persentase dari pendapatan yang akan di bayarkan kepada pemegang saham sebagai *cash dividend* disebut *dividend payout ratio*. Dengan demikian dapatlah dikatakan bahwa makin tingginya *dividend payout ratio* yang ditetapkan oleh perusahaan berarti makin kecil dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali di dalam perusahaan yang ini berarti akan menghambat pertumbuhan perusahaan (Riyanto 2001).

Besaran dividen tergantung kebijakan dividen masing-masing perusahaan. Menurut (Naveli di dalam Suharli, 2007) secara umum kebijakan dividen yang ditempuh perusahaan adalah salah satu dari 3 kebijakan ini, yaitu: 1) *Constant Dividend Payout Ratio*. Terdapat beberapa cara mengatur *dividend payout ratio* yang dibagikan secara tetap dalam persentase atau rasio tertentu, yaitu: (a) membayar dengan jumlah persentase yang tetap dari pendapatan tahunan, (b) menentukan dividen yang akan diberikan dalam setahun sama dengan jumlah persentase tetap dari keuntungan tahun sebelumnya, dan (c) menentukan proyeksi *payout ratio* untuk jangka waktu panjang, 2) *Stable Per Share Dividend*. Kebijakan yang menetapkan besaran dividen dalam jumlah yang tetap. Kebijakan ini menunjukkan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan laba yang tinggi, 3) *Reguler Dividend Plus Extra*. Dalam kebijakan ini, perusahaan akan memberikan suatu tingkat dividen yang relatif rendah tetapi dalam jumlah yang

pasti, dan memberikan tambahan apabila perusahaan membukukan laba yang cukup tinggi.

Kebijakan terhadap pembayaran dividen merupakan keputusan yang sangat penting dalam suatu perusahaan. Kebijakan ini melibatkan dua pihak yang mempunyai kepentingan yang berbeda, yaitu pihak pertama para pemegang saham dan pihak kedua perusahaan itu sendiri. Dividen diartikan sebagai pembayaran kepada para pemegang saham oleh pihak perusahaan atas keuntungan yang diperolehnya. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh pihak perusahaan, berupa penentuan besarnya pembayaran dividen dan besarnya laba ditahan untuk kepentingan pihak perusahaan (Alexander, et.al, 1993 dalam Prihantoro,2003).

Menurut teori *Arbitrage Pricing Theory* (APT), investor dalam mencari keuntungan tidak perlu melakukan portofolio optimal. Investor tinggal mengamati perubahan harga dan mencari faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan itu, baik yang berasal dari faktor makro maupun faktor khas (*unique factors*) dalam perusahaan atau yang lebih banyak dikenal dengan sebutan faktor fundamental. Dalam teori investasi pada pasar uang dan pasar modal, investor akan melakukan pembelian saham atau menjual saham bergantung pada apakah *return* saham lebih besar hasilnya dibandingkan dengan deposito atau bunga obligasi. Jadi penilaian layak tidaknya investor memegang saham akan dilihat apakah *return* (perubahan harga saham) lebih menguntungkan. Faktor fundamental merupakan faktor-faktor yang berhubungan dengan kondisi perusahaan (emiten) yang meliputi kondisi manajemen, organisasi, sumber daya manusia, dan kondisi keuangan perusahaan

yang tercermin dalam kinerja keuangan perusahaan. Kinerja keuangan ditunjukkan dalam laporan keuangan perusahaan yang meliputi neraca, laporan laba-rugi, laporan perubahan posisi keuangan (yang dapat disajikan dalam berbagai cara seperti laporan arus kas, catatan atas laporan keuangan).

Ada dua pendekatan yang digunakan dalam analisis fundamental yaitu pendekatan nilai sekarang (*present value approach*) dengan basis suku bunga dan pendekatan rasio PER (*P/E ratio approach*). Pendekatan nilai sekarang disebut juga sebagai metode kapitalisasi laba (*capitalization of income method*) karena merupakan proses kapitalisasi nilai-nilai masa depan yang didiskontokan menjadi nilai sekarang. Jika investor percaya bahwa nilai dari perusahaan tergantung dari prospek perusahaan tersebut di masa datang dan prospek ini merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan aliran kas di masa depan, maka nilai perusahaan tersebut dapat ditentukan dengan mendiskontokan nilai-nilai arus kas (*cash flow*) di masa depan menjadi nilai sekarang (Jogiyanto,1998).

Analisis fundamental merupakan analisis yang digunakan untuk mencoba memperkirakan harga saham di masa yang akan datang dengan (1) mengestimasi nilai faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi harga saham di masa yang akan datang, dan (2) menerapkan hubungan variabel-variabel tersebut sehingga diperoleh taksiran harga saham. Model ini sering disebut sebagai *share price forecasting model*. Dalam model peramalan ini, langkah yang penting adalah mengidentifikasi faktor-faktor fundamental (seperti penjualan, pertumbuhan penjualan, biaya, *dividend payout ratio*, dan sebagainya) yang diperkirakan akan mempengaruhi harga saham. Jika kemampuan perusahaan semakin meningkat

(misalnya menghasilkan laba yang meningkat), maka harga saham akan meningkat pula. Dengan kata lain, profitabilitas akan mempengaruhi harga saham. (Suad Husnan, 1998).

Analisis fundamental berlandaskan atas kepercayaan bahwa nilai suatu saham sangat dipengaruhi oleh kinerja perusahaan yang menerbitkan saham tersebut. Jika prospek suatu perusahaan publik sangat kuat dan baik, maka harga saham perusahaan tersebut diperkirakan akan menggambarkan kekuatan dan harganya akan meningkat. Namun harus diperhatikan bahwa nilai dari suatu efek ekuitas tidak hanya ditentukan oleh tingkat kembalian yang dijanjikan tetapi juga tingkat risiko yang terkandung di dalamnya (Suad Husnan, 1998). Analisis fundamental pada dasarnya adalah melakukan analisis historis atas kekuatan keuangan dari suatu perusahaan yang sering disebut sebagai *company analysis*. Data yang digunakan adalah data historis, artinya data yang telah terjadi dan mencerminkan keadaan keuangan yang sebenarnya pada saat analisis. Dalam *company analysis*, para pemodal atau investor akan mempelajari laporan keuangan perusahaan dengan tujuan untuk mengetahui kekuatan dan kelemahan perusahaan, mengidentifikasi kecenderungan atau pertumbuhan yang mungkin ada, mengevaluasi efisiensi operasional dan memahami sifat dasar dan karakteristik operasional dari perusahaan tersebut (Suad Husnan, 1998).

Hal yang penting dan biasanya menjadi pusat perhatian investor maupun para analis keuangan (*financial analyst*) dalam menganalisis data historis adalah: posisi keuntungan kompetitif perusahaan, *profit margin* dan pertumbuhan laba perusahaan, likuiditas aktiva perusahaan terutama berhubungan dengan

kemampuan keuangan perusahaan di dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, tingkat *leverage* (penggunaan dana pinjaman) terhadap *shareholders equity*, dan komposisi dan pertumbuhan operasional penjualan perusahaan (Ang, 1997)

2.2.2. Jenis –Jenis Kebijakan Dividen

Menurut Sutrisno (2003:305-307) jenis-jenis kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan yaitu :

1. Kebijakan dividen yang stabil, yaitu dividen akan diberikan secara tetap per lembarnya untuk jangka waktu tertentu walaupun laba yang diperoleh perusahaan berfluktuasi.
2. Kebijakan dividen yang meningkat, yaitu perusahaan memberikan dividen yang besarnya mengikuti besarnya laba yang diperoleh perusahaan
3. Kebijakan dividen dengan rasio yang konstan, yaitu perusahaan memberikan dividen yang besarnya mengikuti besarnya laba yang diperoleh perusahaan.
4. Kebijakan dividen regulator yang rendah ditambah ekstra, yaitu perusahaan menentukan jumlah pembayaran dividen per lembar yang dibagikan kecil, kemudian ditambahkan dengan ekstra dividen.
5. Kebijakan *divident pay out ratio* yang tetap. Dalam kebijakan ini jumlah dividen akan berubah-ubah sesuai dengan jumlah laba bersih, tetapi rasio antara dividen dan laba ditahan adalah tetap.

6. Kebijakan Kompromi, yaitu suatu kebijakan dividen yang terletak antara kebijakan dividen per saham yang stabil dan kebijakan *divident payout ratio* yang konstan ditambah dengan persentase tertentu pada tahun-tahun yang menghasilkan laba bersih yang tinggi.
7. Kebijakan dividen residual apabila suatu perusahaan menghadapi suatu kesempatan investasi yang tidak stabil .maka manajemen menghendaki agar dividen hanya di bayarkan ketika laba bersih itu besar.

2.2.3. Teori – teori Kebijakan Dividen

Terdapat beberapa teori tentang kebijakan dividen menurut J. Fred Weston (1991: 198) yang dapat mempengaruhi nilai suatu perusahaan antara lain:

1. Teori Ketidak Relevanan Dividen.

Merton Miller dan Franco Modigliani (MM) berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan kemampuan dasarnya untuk menghasilkan laba serta resiko bisnisnya, dengan kata lain, MM berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan tergantung semata-mata pada pendapatan yang dihasilkan oleh aktivitya, bukan pada bagaimana pendapatan tersebut dibagi di antara dividen atau laba ditahan.

2. Teori *Bird-in-the-Hand*

Gordon-Lintner mempunyai pendapat lain bahwa dividen lebih kecil risikonya dibandingkan dengan *capital gain*, sehingga Gordon-Lintner menyarankan perusahaan untuk menentukan *Dividend Payout Ratio* atau bagian laba setelah pajak yang dibagikan dalam bentuk dividen

yang tinggi dan menawarkan *dividend yield* yang tinggi untuk meminimumkan biaya modal.

3. *Information Content or Signaling Hypothesis*

Teori berpendapat berdasarkan kenyataan bahwa manajemen cenderung memiliki informasi yang lebih baik tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan investor. Sebagai akibatnya, investor menilai bahwa *capital gain* lebih berisiko dibandingkan dengan dividen dalam bentuk kas. Modigliani-Miller berpendapat bahwa kenaikan dividen oleh investor dilihat sebagai tanda atau *signal* bahwa prospek perusahaan dimasa mendatang yang lebih baik. Sebaliknya penurunan dividen akan dilihat sebagai tanda bahwa prospek perusahaan menurun. MM berkesimpulan bahwa reaksi investor terhadap perubahan dividen tidak berarti sebagai indikasi bahwa investor lebih menyukai dividen dibandingkan dengan laba ditahan. Oleh karena itu dapat disimpulkan bahwa harga saham berubah mengikuti perubahan dividen semata-mata karena adanya *information content* dalam pengumuman dividen.

4. *Clientele Effect*

Terdapat banyak kelompok investor dengan berbagai kepentingan. Disatu pihak, terdapat investor yang lebih menyukai memperoleh pendapatan saat ini dalam bentuk dividen, dipihak lain terdapat investor yang lebih menyukai untuk menginvestasikan kembali pendapatan mereka, karena kelompok investor ini berada dalam tarif

pajak yang cukup tinggi. Dengan adanya dua kelompok investor tersebut, perusahaan dapat menentukan kebijakan dividen yang oleh manajemen dianggap paling baik.

2.3. Profitabilitas

Menurut Munawir (2002) pengertian dari profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dan sejauh mana keefektifan pengelolaan perusahaan, karena alasan keberadaan suatu perusahaan adalah untuk mendapatkan laba, rasio profitabilitas merupakan salah satu rasio keuangan yang paling signifikan.

Profitabilitas adalah hasil akhir bersih dari berbagai kebijakan dan keputusan yang dilakukan oleh perusahaan (Brigham dan Houston, 2006) dimana rasio ini digunakan sebagai alat pengukur atas kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan, dengan demikian pengukuran profitabilitas suatu perusahaan menunjukkan tingkat efektifitas manajemen secara menyeluruh dan secara tidak langsung para investor jangka panjang akan sangat berkepentingan dengan analisis ini. Selain itu keuntungan (profitabilitas) sangat penting bagi perusahaan bukan saja untuk terus mempertahankan pertumbuhan bisnisnya namun juga memperkuat kondisi keuangan perusahaan.

Return On Asset diukur dari laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) terhadap total assetnya yang mencerminkan kemampuan perusahaan dalam penggunaan investasi yang digunakan untuk operasi perusahaan dalam rangka menghasilkan probabilitas perusahaan. ROA (salah satu ukuran profitabilitas) juga merupakan ukuran efektivitas perusahaan dalam menghasilkan keuntungan

dengan memanfaatkan aktiva tetap yang digunakan dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva tetap yang digunakan untuk operasi. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik karena tingkat kembalian investasi (*return*) yang semakin besar. Menurut Hanafi di dalam Puspita (2004) perusahaan yang mempunyai aliran kas atau profitabilitas yang baik bisa membayar deviden atau meningkatkan deviden.

Faktor profitabilitas juga berpengaruh terhadap kebijakan deviden karena deviden adalah sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karena itu deviden 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. Oleh karena itu deviden yang diambilkan dari keuntungan bersih akan mempengaruhi *dividend payout ratio*. Perusahaan yang semakin besar keuntungannya akan membayar porsi pendapatan yang semakin besar sebagai deviden (Sudarsi 2002:79).

$$\text{Rumus : ROA} = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Aktiva}}$$

2.4. Leverage

Debt to equity ratio mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya, yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Myers dan Majluf dalam Puspita (1984) dalam menghubungkan profitabilitas dengan kebijakan *debt* lewat sebuah hipotesis "*pecking order*" yang dimodifikasi, ditunjukkan bahwa perusahaan-

perusahaan yang lebih *profitable* akan menurunkan permintaannya akan *debt*, karena akan tersedia lebih banyak dana-dana internal untuk mendanai investasi. *Debt to equity ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* (penggunaan utang) terhadap total *shareholders' equity* yang dimiliki perusahaan (Ang dalam Puspita 1997). Faktor ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Semakin besar rasio ini menunjukkan semakin besar kewajibannya dan rasio yang semakin rendah akan menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan memenuhi kewajibannya. Apabila perusahaan menentukan bahwa pelunasan utangnya akan diambilkan dari laba ditahan, berarti perusahaan harus menahan sebagian besar dari pendapatannya untuk keperluan tersebut, yang ini berarti berarti hanya sebagian kecil saja yang pendapatan yang dapat dibayarkan sebagai deviden (Riyanto dalam Puspita 2001). Peningkatan utang ini akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham, artinya semakin tinggi kewajiban perusahaan, akan semakin menurunkan kemampuan perusahaan membayar deviden (Sudarsi dalam Puspita 2002).

Prihantoro (2003) menyatakan bahwa *debt equity ratio* mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya, yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Oleh karena itu, semakin rendah DER akan semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar semua kewajibannya. Semakin besar proporsi utang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar

jumlah kewajiban (Prihantoro, 2003). Peningkatan hutang pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham termasuk dividen yang akan diterima, karena kewajiban tersebut lebih diprioritaskan daripada pembagian dividen (Prihantoro, 2003). Jika beban hutang tinggi, maka kemampuan perusahaan untuk membagi dividen akan semakin rendah, sehingga *DER* mempunyai hubungan negatif dengan *dividend payout ratio* (Prihantoro, 2003).

$$\text{Rumus: } DER = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Ekuitas}}$$

2.5. *Growth*

Aset adalah aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar aset maka diharapkan semakin besar pula hasil operasional yang dihasilkan oleh suatu perusahaan. Peningkatan aset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar (kreditur) terhadap perusahaan, maka proporsi hutang semakin lebih besar dari modal sendiri. Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditur atas dana yang ditanamkan ke dalam perusahaan dijamin oleh besarnya aset yang dimiliki perusahaan (Ang dalam Puspita, 1997).

Riyanto dalam Puspita (2001) makin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, makin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang untuk membiayai pertumbuhannya. Perusahaan tersebut biasanya akan lebih senang untuk menahan pendapatannya daripada dibayarkan sebagai deviden dengan mengingat batasan-batasan biayanya. Apabila perusahaan telah mencapai tingkat

pertumbuhan sedemikian rupa sehingga perusahaan telah *well established*, dimana kebutuhan dananya dapat dipenuhi dengan dana yang berasal dari pasar modal atau sumber dana ekstern lainya, maka keadaanya adalah berbeda. Dalam hal yang demikian perusahaan dapat menetapkan *dividend payout ratio* yang tinggi.

Pertumbuhan perusahaan menggambarkan tolok ukur keberhasilan perusahaan. Menurut Florentina (2002) di dalam Yuniningsih (2002) menyatakan bahwa keberhasilan tersebut juga menjadi tolok ukur investasi untuk pertumbuhan pada masa yang akan datang.

$$\text{Rumus : Total Asset Growth} = \frac{(\text{asset } t - \text{asset } t-1)}{\text{asset } t-1}$$

2.6. Arus Kas Bebas

Teori *free cash flow hypothesis* yang disampaikan oleh Jensen dalam Puspita (1992) menyebutkan bahwa perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang lebih tinggi akan memiliki *free cash flow* yang rendah karena sebagian besar dana yang ada digunakan untuk investasi pada proyek yang memiliki nilai *Net Present Value (NPV)* yang positif. Manajer dalam bisnis perusahaan dengan memperhatikan pertumbuhan lebih menyukai untuk menginvestasikan pendapatan setelah pajak dan mengharapkan kinerja dari dividen akan lebih kuat dalam pertumbuhan perusahaan secara keseluruhan (Charitou dan Vafeas,1998). Saxena (2002) juga menyatakan bahwa *dividend payout ratio* sangat penting dengan berbagai alasan antara lain: Pertama, dalam penelitiannya, Saxena (2002) menemukan bahwa perusahaan menggunakan dividen sebagai sebuah tanda mekanisme keuangan yang dicerminkan kinerja perusahaan kepada pihak luar

sehubungan dengan stabilitas dan prospek pertumbuhan dari perusahaan. Kedua, dividen memegang peranan penting pada struktur modal. Semakin tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan, akan semakin besar tingkat kebutuhan dana untuk membiayai ekspansi. Setara dengan penelitian Rosdini (2009) yang menyatakan bahwa *Free Cash Flow* memiliki pengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*. Pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio* bersifat positif artinya semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi *dividend payout ratio* atau semakin rendah *free cash flow* maka semakin rendah *dividend payout ratio*.

$$\text{Rumus : } FCF_{it} = AKO_{it} - BM_{it}$$

Keterangan :

FCF_{it} : Free Cash Flow

AKO_{it} : Aliran Kas Operasi perusahaan i pada tahun ke t

BM_{it} : Belanja Modal perusahaan i pada tahun ke t

2.7. Perumusan Hipotesis

2.7.1. Pengaruh Profitabilitas dengan Kebijakan Dividen

Menurut Hanafi (2004:375) perusahaan yang mempunyai aliran kas atau profitabilitas yang baik bisa membayar dividen atau meningkatkan dividen. Hal yang sebaliknya akan terjadi jika jika aliran kas tidak baik. Alasan lain pembayaran dividen adalah untuk menghindari akuisisi oleh perusahaan lain. Perusahaan yang mempunyai kas yang berlebihan seringkali menjadi target dalam akuisisi. Untuk menghindari akuisisi, perusahaan tersebut bisa membayarkan dividen, dan sekaligus juga membuat senang pemegang saham. Faktor profitabilitas juga berpengaruh terhadap kebijakan dividen karena dividen adalah

sebagian dari laba bersih yang diperoleh perusahaan, oleh karena itu deviden 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. Oleh karena itu deviden yang diambilkan dari keuntungan bersih akan mempengaruhi *dividend payout ratio*. Perusahaan yang semakin besar keuntungannya akan membayar porsi pendapatan yang semakin besar sebagai deviden (Sudarsi 2002).

Perusahaan yang memperoleh keuntungan cenderung akan membayar porsi keuntungannya lebih besar sebagai deviden. Semakin besar keuntungan yang diperoleh maka akan semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar deviden. Dengan demikian profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayar deviden. Hal tersebut sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Sugiarto (2008), Marpaung dan Hadiano (2009), dan Suharli (2007) yang terbukti bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap deviden. Namun dalam penelitian Prihantoro (2003) mengemukakan bahwa profitabilitas tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan deviden.

H₁ : Terdapat pengaruh antara profitabilitas terhadap kebijakan deviden.

2.7.2. Pengaruh *Leverage* dengan Kebijakan Dividen

Debt to equity ratio mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya, yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Myers dan Majluf (1984) dalam Susilo (2006) menghubungkan profitabilitas dengan kebijakan *debt* lewat sebuah

hipotesis “pecking order” yang dimodifikasi, ditunjukkan bahwa perusahaan-perusahaan yang lebih profitable akan menurunkan permintaannya akan *debt*, karena akan tersedia lebih banyak dana-dana internal untuk mendanai investasi. Prihantoro (2003) menyatakan bahwa *debt equity ratio* mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya, yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Oleh karena itu, semakin rendah DER akan semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar semua kewajibannya. Jika beban hutang tinggi, maka kemampuan perusahaan untuk membagi dividen akan semakin rendah, sehingga DER mempunyai hubungan negatif dengan *dividend payout ratio* (Prihantoro, 2003).

Asimetri informasi menyebabkan pendanaan eksternal terlalu mahal bagi perusahaan, karena itu perusahaan lebih memprioritaskan dana internal daripada eksternal. Apabila dana internal tidak mencukupi, maka perusahaan dituntut untuk melakukan pendanaan eksternal yang biasanya lebih mengutamakan pendanaan utang daripada saham. Sehingga *leverage* perusahaan digunakan untuk pembayaran dividen agar dapat menjaga performa dan signal perusahaan bagi investor.

Sementara menurut Brigham dan Ehrhardt (dalam Suherli & Harahap, 2004) semakin besar *leverage* perusahaan maka cenderung untuk membayar dividennya lebih rendah dengan tujuan untuk mengurangi ketergantungan pada pendanaan secara eksternal. Sehingga semakin besar proporsi hutang yang digunakan untuk struktur modal suatu perusahaan, maka akan semakin besar pula

jumlah kewajibannya yang akan mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibagikan. Hal ini sesuai dengan penelitian Prihantoro (2003) namun bertentangan dengan Suherli dan Harahap (2004) dimana *leverage* tidak memberi pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan mengenai jumlah pembagian dividen.

H₂ : Terdapat pengaruh antara *leverage* terhadap kebijakan dividen.

2.7.3. Pengaruh *Growth* dengan Kebijakan Dividen

Riyanto (2001:267) makin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, makin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang untuk membiayai pertumbuhannya. Perusahaan tersebut biasanya akan lebih senang untuk menahan pendapatannya daripada dibayarkan sebagai dividen dengan mengingat batasan-batasan biayanya. Apabila perusahaan telah mencapai tingkat pertumbuhan sedemikian rupa sehingga perusahaan telah *well established*, dimana kebutuhan dananya dapat dipenuhi dengan dana yang berasal dari pasar modal atau sumber dana ekstern lainnya, maka keadaanya adalah berbeda. Dalam hal yang demikian perusahaan dapat menetapkan *dividend payout ratio* yang tinggi.

Tingkat pertumbuhan perusahaan merupakan salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen (Tampubolon, 2005). Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, maka semakin besar kebutuhan dana yang diperlukan untuk membiayai pertumbuhan tersebut. Semakin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang maka perusahaan memilih untuk menahan labanya daripada membayarkannya sebagai dividen kepada pemegang saham. Penelitian Suherli dan Harahap (2004), Marpaung dan Hadianto (2009), Prihantoro (2003),

serta Hatta (2002) tidak menemukan adanya pengaruh antara pertumbuhan dengan kebijakan dividen.

H₃ : Terdapat pengaruh antara *growth* terhadap kebijakan dividen.

2.7.4. Pengaruh Arus Kas Bebas dengan Kebijakan Dividen

Pembayaran dividen merupakan arus kas keluar. Semakin kuat posisi perusahaan, berarti semakin besar kemampuan perusahaan membayar dividen kepada pemegang saham. Kas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manager dan pemegang saham. Manager lebih menginginkan kas tersebut diinvestasikan kembali pada aset-aset perusahaan untuk meningkatkan insentif yang diterima dan meningkatkan omset penjualan, sedangkan pemegang saham lebih menginginkan kas tersebut dibagikan sebagai dividen.

Penelitian mengenai arus kas bebas dengan kebijakan dividen di Indonesia dilakukan oleh Rosdini (2009) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa *Free Cash Flow* memiliki pengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*. Pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio* bersifat positif artinya semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi *dividend payout ratio* atau semakin rendah *free cash flow* maka semakin rendah *dividend payout ratio*.

Menurut Arillaha (2009) *Free cash flow* memiliki perusahaan tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Penelitian ini menemukan bahwa besar kecilnya arus kas bebas tidak mempengaruhi tinggi rendahnya pembagian dividen. Sesuai dengan konsep *Pecking Order Theory* yang mengemukakan bahwa perusahaan cenderung mengutamakan pendanaan internal guna membayar

dividen bila kebutuhan dana kurang maka digunakan dana eksternal sebagai tambahannya.

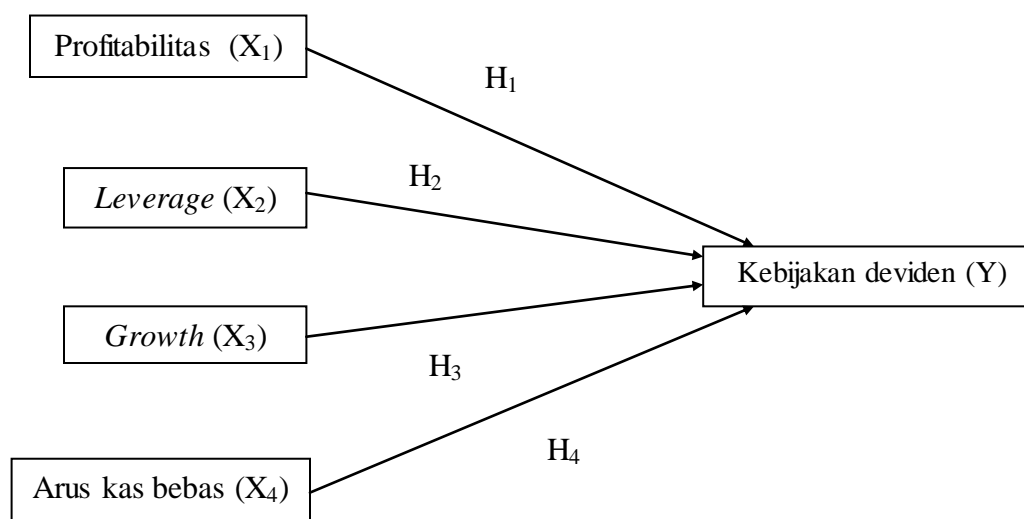
H₄ : Terdapat pengaruh antara arus kas bebas terhadap kebijakan deviden.

2.8. Rerangka Konseptual

Kebijakan dividen adalah keputusan mengenai apakah laba dibagikan kepada pemegang saham atau akan ditahan untuk reinvestasi dalam perusahaan. Weston (1991) menyebutkan bahwa kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan dimasa mendatang sehingga memaksimalkan harga saham perusahaan.

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dan sejauh mana keefektifan pengelolaan perusahaan. Perusahaan yang semakin besar keuntungannya akan membayar porsi pendapatan yang semakin besar sebagai deviden (Sudarsi 2002). Begitu juga dengan *leverage* menurut Prihantoro (2003) yang menyatakan bahwa *debt equity ratio* mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya, yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Oleh karena itu, semakin rendah *DER* akan semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar semua kewajibannya. Begitu juga dengan *growth* dan arus kas bebas yang dijelaskan Riyanto dalam Puspita (2001) makin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, makin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang untuk membiayai pertumbuhannya.

Berikut disajikan kerangka konseptual yang dituangkan dalam model penelitian pada gambar berikut. Kerangka konseptual tersebut menunjukkan pengaruh profitabilitas, *leverage*, *growth*, dan arus kas bebas terhadap kebijakan dividen.



Gambar 2.1
Kerangka Konseptual