

BAB II
TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian telah dilakukan untuk menganalisis faktor-faktor yang diduga berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Berikut merupakan rangkuman dari penelitian terdahulu:

Tabel 2.1
Hasil Penelitian Terdahulu

No	PENULIS	JUDUL PENELITIAN	VARIABEL PENELITIAN	METODE PENELITIAN	HASIL PENELITIAN
1.	Istiningtyas (2013)	Analisis Pengaruh Free Cash Flow, Leverage, Profitability, Risk, Growth dan Firm Size terhadap Dividend Payout Ratio	Dividend Payout Ratio, Free Cash Flow, Leverage, Profitability, Risk, Growth, Firm Size	Regresi Linier Berganda	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Profitability</i> (ROE) dan <i>firm size</i> berpengaruh positif terhadap DPR. 2. <i>Leverage</i> berpengaruh negatif terhadap DPR. 3. <i>Free cash flow</i>, <i>risk</i>, dan <i>growth</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR.
2.	Priyo (2013)	Analisis Pengaruh Return On Asset, Debt to Equity Ratio, Firm Size, Growth, dan Free Cash Flow terhadap Dividend Payout Ratio	Dividend Payout Ratio, Return on Asset, Debt to Equity Ratio, Firm Size, Growth, Free Cash Flow	Regresi Linier Berganda	<ol style="list-style-type: none"> 1. DER berpengaruh negatif dan <i>firm size</i> berpengaruh positif signifikan terhadap DPR. 2. <i>Free cash flow</i> (FCF) berpengaruh negatif, ROA, <i>growth</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap DPR.
3.	Rachmad (2013)	Pengaruh Struktur Kepemilikan, Leverage, dan	Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial,	Regresi Linier Berganda	<ol style="list-style-type: none"> 1. Kepemilikan Manajerial, <i>Leverage</i>, dan ROA serta variabel

		<i>Return on Asset (ROA)</i> , terhadap Kebijakan Dividen	Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Saham Minoritas, <i>Leverage</i> , ROA, Ukuran Perusahaan		kontrol ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. 2. Kepemilikan Institusional dan kepemilikan saham minoritas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.
4.	Nugroho (2010)	Analisis Pengaruh ROE, Insider Ownership, IOS, Firm Size, Cash Flow, dan Debt Ratio terhadap Dividend Payout Ratio	Dividend Payout Ratio, ROE, Insider Ownership, IOS, Firm Size, Cash Flow, Debt Ratio	Regresi Berganda	1. ROE berpengaruh positif dan signifikan terhadap DPR. 2. IOS berpengaruh negatif dan signifikan terhadap DPR. 3. Size, DR, Insider ownership berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap DPR. 4. <i>Cash Flow</i> berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap DPR.
5.	Lily, dkk (2009)	Determinants of Dividend Payout in Thailand	Dividend Payout Ratio, Risk, Cash Flow, Market to Book Value, Firm Size, Ownership Concentration, Financial Leverage	Regresi Linier Berganda	1. <i>Risk</i> berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. 2. <i>Cash Flow</i> , <i>Market to book value</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. 3. <i>Firm Size</i> dan <i>Ownership Structure</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. 4. <i>Financial leverage</i> berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

Sumber : diolah penulis, 2015

Penelitian ini yang berjudul “Pengaruh *Cash Flow*, *Investment Opportunity Set* (IOS), *Leverage*, *Ownership Structure*, dan Risiko Terhadap *Dividend Payout Ratio* Pada Perusahaan Sektor Keuangan di Bursa Efek Indonesia (BEI)” terdapat perbedaan pada tiap-tiap penelitian terdahulu. Pada penelitian Istiningtyas (2013), perbedaannya pada penggunaan variabel *investment opportunity set* (IOS) dan *ownership structure*, populasi dan sampel, periode pengamatan.

Menurut penelitian Priyo (2013), perbedaannya pada penggunaan variabel ROA, *firm size*, *growth*, populasi dan sampel, periode pengamatan, dan penelitian Rachmad (2013), terdapat perbedaan pada penggunaan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan saham minoritas, ROA, ukuran perusahaan, populasi dan sampel, periode pengamatan. Sedangkan penelitian Nugroho (2010), perbedaannya pada penggunaan variabel ROE, *insider ownership*, *firm size*, *debt ratio*, populasi dan sampel, periode pengamatan dan penelitian Lily, dkk. (2009), pada penggunaan variabel *firm size*, *ownership concentration*, dan *financial leverage*, populasi dan sampel, periode pengamatan.

2.2. Landasan Teori

2.2.1. Dividen dan *Dividend Payout Ratio*

Saham merupakan aset finansial yang akan mendapatkan pengembalian atas investasinya, baik berupa dividen maupun *capital gain*. Dividen adalah kompensasi yang diterima oleh pemegang saham selain *capital gain* (Hanafi, 2004). Investor lebih menyukai dividen karena dividen menawarkan kepastian yang lebih baik dibandingkan *capital gain*. Pembagian dividen akan mengurangi

laba ditahan dan kas yang tersedia bagi perusahaan, namun distribusi keuntungan kepada para pemegang saham merupakan tujuan utama suatu perusahaan untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Ang (1997) menyatakan bahwa dividen merupakan nilai pendapatan bersih atau *net income* setelah pajak yang dikurangi dengan laba ditahan (*retained earnings*) yang dapat digunakan sebagai cadangan pada suatu perusahaan. Rasio pembayaran dividen atau *dividend payout ratio* menunjukkan berapa presentase yang dibagikan sebagai keuntungan dari laba yang diperoleh perusahaan kepada para pemegang saham dan menentukan jumlah laba ditahan atau *retained earning* yang digunakan sebagai sumber pendanaan dalam perusahaan. Pembagian dividen dilakukan hanya apabila perusahaan mendapatkan laba karena dividen diambil dari laba atau keuntungan perusahaan tersebut.

Bentuk dividen yang dibayarkan menurut Istiningtyas (2013) pada tahun 1997 Ang dividen dapat dibedakan atas dua jenis, yaitu:

1. Dividen Tunai (*Cash dividend*)

Dividen tunai merupakan dividen yang dibayarkan dalam bentuk uang tunai. Tujuan dari emiten untuk memberikan dividen dalam bentuk tunai adalah untuk memacu kinerja saham di Bursa Efek, yang juga merupakan *return* (pengembalian keuntungan) kepada para pemegang saham.

2. Dividen Saham (*Stock dividend*)

Dividen saham merupakan dividen yang dibayarkan dalam bentuk saham dengan proporsi tertentu. Selain tujuan yang sama dengan dividen tunai, juga bertujuan untuk meningkatkan likuiditas perdagangan saham di Bursa Efek.

Lease *et al.* (2000;29) dalam Gumanti (2013;7) mengartikan dividen sebagai “*the practice that management follows in making dividend payout decision or, in other words, the size and pattern of cash distributions over time to shareholders*”. Berdasarkan definisi tersebut, kebijakan dividen merupakan keputusan manajemen dalam membuat keputusan pembayaran dividen, yang berkaitan dengan besaran dan pola distribusi kas kepada pemegang saham.

Kebijakan dividen disebut keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan yang akan dibagikan sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna investasi di masa datang (Sartono, 2010;281). Keputusan mengenai *dividend payout ratio* adalah keputusan yang menyangkut bagaimana cara dan dalam bentuk apa dividen dibayarkan kepada pemegang saham. Menurut Riyanto (2001;269-272) ada beberapa jenis kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan yaitu sebagai berikut:

1. Kebijakan dividen yang stabil
Kebijakan dividen yang stabil adalah jumlah dividen per lembar yang dibayarkan setiap tahunnya relatif tetap selama jangka waktu tertentu meskipun pendapatan per lembar saham per tahunnya berfluktuasi. Kebijakan dividen yang stabil yang dijalankan oleh suatu perusahaan akan dapat memberikan kesan yang baik kepada para investor bahwa perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik di masa mendatang.
2. Kebijakan dividen dengan penetapan jumlah dividen minimal plus jumlah ekstra tertentu
Kebijakan ini menetapkan jumlah rupiah minimal dividen per lembar saham setiap tahunnya. Dalam keadaan keuangan yang lebih baik perusahaan akan membayarkan dividen ekstra di atas jumlah minimal tersebut. Bagi pemodal ada kepastian akan menerima jumlah dividen yang minimal setiap tahunnya meskipun keadaan keuangan perusahaan agak memburuk. Tetapi di lain pihak apabila keadaan keuangan perusahaan baik maka pemodal akan menerima dividen minimal tersebut ditambah dengan dividen tambahan. Apabila keadaan keuangan memburuk lagi maka yang dibayarkan hanya dividen minimal saja.

3. Kebijakan dividen dengan penetapan dividend payout ratio yang konstan
Perusahaan yang menjalankan kebijakan ini menetapkan dividend payout ratio yang konstan. Ini berarti bahwa jumlah dividen per lembar saham yang dibayarkan setiap tahunnya akan berfluktuasi sesuai dengan perkembangan keuntungan neto yang diperoleh setiap tahunnya.
4. Kebijakan dividen yang fleksibel
Penetapan *dividend payout ratio* yang fleksibel, yang besarnya setiap tahunnya disesuaikan dengan posisi finansial dan kebijakan finansial dari perusahaan yang bersangkutan.

Menurut Weston, dkk. (1996) dalam Priyo (2013) kebijakan dividen yang optimal merupakan kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertambahan di masa yang akan datang sehingga memaksimalkan harga saham perusahaan. Prosentase laba yang dibayarkan sebagai dividen akan berfluktuasi dari satu periode ke periode lainnya seiring dengan jumlah peluang yang diterima perusahaan. Dengan dibayarkannya dividen tersebut maka diharapkan perusahaan akan memiliki nilai yang tinggi di mata investor.

Faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen (Sartono, 2001;293-295), yaitu:

1. Kebutuhan dana perusahaan
Kebutuhan dana bagi perusahaan dalam kenyataannya merupakan faktor yang harus dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan dividen yang akan diambil. Aliran kas perusahaan yang diharapkan, pengeluaran modal dimasa datang yang diharapkan, kebutuhan tambahan piutang dan persediaan, pola (skedul) pengurangan utang dan masih banyak faktor lain yang mempengaruhi posisi kas perusahaan harus dipertimbangkan dalam analisis kebijakan dividen.
2. Likuiditas
Likuiditas perusahaan adalah pertimbangan utama dalam banyak kebijakan dividen. Karena dividen bagi perusahaan merupakan kas keluar, maka semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan secara keseluruhan akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.
3. Kemampuan meminjam
Kemampuan meminjam dalam jangka pendek akan meningkatkan fleksibilitas likuiditas perusahaan. Selain itu fleksibilitas perusahaan juga

dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk bergerak di pasar modal dengan mengeluarkan obligasi. Perusahaan yang semakin besar dan *establish* akan memiliki akses yang lebih baik di pasar modal. Kemampuan meminjam yang lebih besar, fleksibilitas yang lebih besar akan memperbesar kemampuan membayar dividen.

4. Keadaan pemegang saham

Jika perusahaan itu kepemilikan sahamnya relatif tertutup, manajemen biasanya mengetahui dividen yang diharapkan oleh pemegang saham dan dapat bertindak dengan tepat. Jika hampir semua pemegang saham berada dalam golongan *high tax* (pajak yang lebih tinggi) dan lebih suka memperoleh *capital gains*, maka perusahaan dapat mempertahankan *dividend payout* yang rendah. Dengan *dividend payout* yang rendah tentunya dapat diperkirakan apakah perusahaan akan menahan laba untuk kesempatan investasi yang *profitable*. Untuk perusahaan yang jumlah pemegang sahamnya besar hanya dapat menilai dividen yang diharapkan pemegang saham dalam konteks pasar.

5. Stabilitas dividen

Bagi para investor faktor stabilitas dividen akan lebih menarik daripada *dividend payout ratio* yang tinggi. Stabilitas disini dalam arti tetap memperhatikan tingkat pertumbuhan perusahaan, yang ditunjukkan oleh koefisien arah yang positif. Bagi investor pembayaran dividen yang stabil merupakan indikator prospek perusahaan yang stabil pula dengan demikian risiko perusahaan juga relatif lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan yang membayar dividen tidak stabil.

Menurut Rachmad (2013) berdasarkan Warsono (2003;275), indikator untuk mengukur kebijakan dividen yang secara luas digunakan ada dua macam, yaitu:

1. Hasil Dividen (*Dividen yield*)

Dividend yield merupakan suatu rasio yang menghubungkan dividen yang dibayar dengan harga saham biasa. *Dividend yield* menyediakan suatu ukuran komponen pengembalian total yang dihasilkan dividen, dengan menambahkan apresiasi harga yang ada. Beberapa investor menggunakan *dividend yield* sebagai suatu ukuran risiko dan sebagai suatu penyaring investasi, yaitu mereka akan berusaha untuk menginvestasikan dananya dalam saham yang menghasilkan *dividend yield* yang tinggi.

2. Rasio Pembayaran Dividen (*Dividend payout ratio/DPR*)

Dividend payout ratio adalah rasio hasil perbandingan antara dividen dengan laba yang tersedia bagi para pemegang saham biasa. DPR digunakan dalam penilaian sebagai cara pengestimasi dividen untuk periode yang akan datang, sedangkan kebanyakan analisis mengestimasi pertumbuhan dengan menggunakan laba ditahan lebih baik daripada dividen.

Penelitian ini menggunakan indikator *dividend payout ratio* (DPR), dimana DPR merupakan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan (Sudana, 2009;28). *Dividend payout ratio* digunakan karena mencerminkan nilai dividen per saham dengan laba per saham yang dibagikan perusahaan. Semakin besar laba ditahan, maka semakin sedikit jumlah dana yang tersedia untuk pembayaran dividen. Sebaliknya, semakin sedikit laba ditahan, maka semakin besar dana yang tersedia untuk pembayaran dividen. DPR diartikan juga sebagai prosentase dari pendapatan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai *cash dividend* (Riyanto, 2001;266).

Secara matematis *Dividend payout ratio*/DPR (Sudana, 2009;28), dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{DPR (Dividend payout ratio)} = \frac{\text{DPS (Dividend per share)}}{\text{EPS (Earning per share)}}$$

2.2.2. Teori Kebijakan Dividen

2.2.2.1 Signalling Theory

Signalling theory mengemukakan bahwa dividen akan mengurangi asimetri informasi antara manajemen dan pemegang saham dengan menyiratkan informasi privat tentang prospek masa depan perusahaan (Bhattacharya, 1979 dalam Gumanti, 2013;8).

Gumanti (2013;63), menyatakan *signalling theory* didasarkan karena terdapat asimetri informasi antara orang dalam (*managers* dan *directors*) dan

pihak luar (*shareholders*). Adanya asimetri informasi tersebut diperlukan upaya untuk mengurangi kesenjangan dengan cara berbagi pengetahuan atau pemahaman dengan pihak luar mengenai perusahaan. Dividen dianggap mampu memposisikan sebagai sarana untuk menyiratkan informasi secara tidak langsung tentang prospek perusahaan.

2.2.2.2 Dividend irrelevance theory

Dividend irrelevance theory menyatakan bahwa kebijakan deviden tidak mempunyai pengaruh baik terhadap nilai perusahaan maupun biaya modalnya. Teori ini mengikuti pendapat Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *dividend payout ratio*, tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan risiko bisnis.

Kebijakan dividen tidak relevan terhadap kemakmuran pemegang saham karena pembayaran dividen berarti mengurangi laba ditahan yang seharusnya untuk investasi, sehingga perusahaan akan mencari dana baru untuk memenuhi kebutuhan dana tersebut. Sehingga, kenaikan pembayaran dividen akan diikuti dengan penurunan harga saham sebagai akibat penjualan saham baru atau penerbitan utang. Dengan demikian apakah laba dibagikan sebagai dividen atau ditahan untuk investasi tidak mempengaruhi kemakmuran pemegang saham.

2.2.2.3 Bird in the hand-Theory

Bird in the hand-Theory menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen tunai daripada dijanjikan adanya imbal hasil atas investasi (*capital gain*) di masa yang akan datang, karena menerima dividen tunai merupakan bentuk dari kepastian

yang berarti mengurangi risiko (Walter dan Lintner, 1963 dalam Gumanti, 2013;8)

2.2.2.4 Tax preference theory

Teori ini dikemukakan oleh Miller dan Scholes (1978) dalam Gumanti (2013;8) menjelaskan bahwa investor atau pemegang saham lebih menyukai perusahaan yang membagi dividen sedikit karena jika dividen yang dibayarkan tinggi, maka beban pajak yang harus ditanggung oleh investor atau pemegang saham juga akan tinggi.

2.2.2.5 Smoothing theory

Perusahaan yang mapan dengan tingkat laba yang stabil akan cenderung akan membayar dividen sebagai bagian dari laba yang lebih tinggi karena kebutuhan akan uang tunai tidak terlalu tinggi bahkan dalam banyak hal perusahaan mengalami kelebihan kas. Manajer melakukan upaya untuk meratakan (*smoothing*) dividennya, jika perubahan laba perusahaan yang terjadi tidak besar, maka laba yang diperoleh tidak akan memengaruhi besar kecilnya rasio pembayaran dividen (Lintner, 1956 dalam Gumanti, 2013;50).

2.2.2.6 Clientele effect

Terdapat perusahaan yang membagikan dividen diikuti dengan penjualan obligasi. Menurut Istiningtyas (2013) pada tahun 2001 Sartono menyatakan bahwa hal tersebut dilakukan untuk memberi sinyal kepasar mengenai prospek perusahaan sehingga perusahaan dapat menjual obligasi dengan harga yang lebih baik. Selain itu pembayaran dividen dimaksudkan pula untuk mengurangi *agency conflict*

antara manajer dan pemegang saham. Pemegang saham tidak ingin manajer mengelola *cash flow* yang banyak, apabila *free cash flow* dan laba dibagi sebagai dividen maka manajer akan mencari pendanaan dari luar. Maka manajer harus mempersiapkan untuk dievaluasi pihak eksternal dan secara tidak langsung akan memperkecil *agency conflict*.

2.2.3. Cash Flow

Arus kas merupakan arus kas masuk operasi dengan pengeluaran yang dibutuhkan untuk mempertahankan arus kas operasi dimasa mendatang (Brigham dan Houston, 2006;47). Menurut Hanafi (2004;33) menjelaskan bahwa laporan arus kas meringkas arus kas masuk dan keluar perusahaan untuk jangka waktu tertentu. Tujuan penyajian laporan arus kas untuk memberikan informasi historis mengenai perubahan kas dan setara kas dari suatu perusahaan melalui laporan arus kas yang diklasifikasikan berdasarkan aktivitas operasi, investasi dan pendanaan (Margaretha, 2007;41). Laporan arus kas dikelompokkan menjadi tiga bagian yakni arus kas dari kegiatan operasional, arus kas dari kegiatan investasi dan arus kas dari kegiatan pendanaan.

Free cash flow merupakan suatu gambaran perusahaan dari arus kas yang tersedia untuk perusahaan dalam suatu periode akuntansi, setelah dikurangi dengan biaya operasional dan pengeluaran lainnya. *Free cash flow* biasanya digunakan untuk membayar hutang, pembelian kembali saham, pembayaran dividen atau disimpan untuk kesempatan pertumbuhan perusahaan masa mendatang (Priyo, 2013). Secara matematis dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{FCF} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak} - \text{Dividen} + \text{Penyusutan Aktiva}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

2.2.4. Investment Opportunity Set (IOS)

Myers (1977) memperkenalkan istilah *Investment Opportunity Set* (IOS) yang menggambarkan tentang luasnya peluang investasi. Hal ini menunjukkan bahwa nilai perusahaan tergantung pada pilihan pembelanjaan (*expenditure*) perusahaan di masa yang akan datang. Jadi, IOS tidak hanya menunjuk pada peluang investasi tradisional seperti eksplorasi mineral, tetapi juga pilihan pembelanjaan lainnya seperti periklanan, yang akan digunakan di masa depan untuk menjamin keberhasilan perusahaan. Sama halnya dengan Gaver dan Gaver (1993) menyatakan bahwa karena IOS perusahaan terdiri dari proyek-proyek yang memberikan pertumbuhan bagi perusahaan, maka IOS dapat menjadi pemikiran sebagai prospek pertumbuhan bagi perusahaan. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa IOS merupakan hal yang tidak dapat di observasi. Karena itu diperlukan proksi agar dapat menjelaskan keterkaitan dengan variabel-variabel lain.

Gaver dan Gaver (1993) dalam Nugroho (2010) menjelaskan bahwa proksi pertumbuhan perusahaan dengan nilai IOS yang telah digunakan oleh para peneliti seperti Kallapur dan Trombley (2001) secara umum dapat diklasifikasikan menjadi tiga kelompok berdasarkan faktor-faktor yang digunakan dalam mengukur nilai-nilai IOS tersebut. Klasifikasi IOS tersebut adalah sebagai berikut:

1. 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*).

2. Proksi berdasarkan investasi, proksi ini percaya pada gagasan bahwa satu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif pada nilai IOS suatu perusahaan. Kegiatan investasi ini diharapkan dapat memberikan peluang investasi di masa berikutnya yang semakin besar pada perusahaan yang bersangkutan.
3. 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.

Menurut Jogiyanto (2003), menyatakan bahwa *rasio market to book value* mencerminkan bahwa pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa depan dari return yang diharapkan dari ekuitasnya. Adanya perbedaan antara nilai pasar dan nilai buku ekuitas menunjukkan kesempatan investasi perusahaan. Rumus MTBV ini adalah sebagai berikut (Sudana, 2009;28):

$$\boxed{MVE / BVE = \frac{MC}{TE}}$$

Dimana:

MVE / BVE : *Rasio market to book value of equity*

MC : Kapitalisasi pasar (lembar saham beredar dikalikan dengan harga saham penutupan)

TE : Total ekuitas

2.2.5. Leverage

Menurut Riyanto (1995) solvabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan dalam membayar semua hutang-hutangnya. Rasio leverage dapat menunjukkan solvabilitas suatu perusahaan, dan rasio leverage disini adalah *debt to equity ratio*. Rasio DER mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Peningkatan pendanaan dengan utang akan dapat menurunkan skala konflik yang terjadi antara pemegang saham dan manajemen. Apabila skala konflik keagenan dapat menurun maka, jumlah *agency cost* juga dapat semakin kecil (Sartono, 2001).

Debt to Equity Ratio (DER) digunakan untuk mengukur tingkat leverage (penggunaan utang) terhadap *total shareholders' equity* yang dimiliki perusahaan (Ang, 1997). DER menunjukkan perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas perusahaan yang digunakan sebagai sumber pendanaan usaha. Modigliani dan Miller (1968) menjelaskan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya DER karena adanya efek dari *corporate tax shield*. Sehingga dengan menggunakan hutang perusahaan akan membayar pajak penghasilan yang lebih kecil maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan lebih besar. Ang (1997) menyatakan bahwa DER dapat dihitung dengan rumus :

$$\text{DER} = \frac{TD}{TE}$$

Dimana;

DER : *Debt to Equity Ratio*

TD : *Total Debt*

TE : *Total Equity*

Semakin besar DER maka menandakan struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang relatif terhadap ekuitas. Pembayaran dividen yang lebih besar dapat meningkatkan kesempatan untuk memperbesar modal dari sumber eksternal. Sumber modal eksternal salah satunya melalui hutang. Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan (Jogiyanto, 1998 dalam Sunarto, 2004). Selain itu dividen yang tinggi berarti perusahaan akan lebih banyak menggunakan hutang untuk membiayai investasinya.

2.2.6. Ownership Structure

Komposisi kepemilikan saham memiliki dampak yang penting pada sistem kendali perusahaan. Struktur kepemilikan (*ownership structure*) dalam perusahaan terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, dan kepemilikan publik. Variabel yang dipilih pada struktur kepemilikan adalah kepemilikan institusi. Menurut Rozeff (1982) menyatakan bahwa penambahan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Komposisi

kepemilikan saham memiliki dampak yang penting pada sistem kendali perusahaan (Rachmad, 2013). Kepemilikan saham institusi merupakan kelompok pemegang mayoritas. Pemegang saham mayoritas memiliki fungsi melakukan kegiatan *monitoring* terhadap perilaku manajer yang cenderung bersikap menguntungkan diri sendiri. Namun di sisi lain, kegiatan manajemen dibutuhkan untuk mencapai tujuan perusahaan. Adanya perbedaan proporsi saham yang dimiliki oleh investor luar dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, karena perusahaan akan melakukan pemerataan pembayaran dividen kepada setiap pemegang saham.

Kepemilikan institusional memiliki pengaruh dan kontrol yang lebih kuat dalam memonitor dan mengendalikan manajemen sehingga dinilai lebih efisien menekan terjadinya masalah agensi yang ada di perusahaan. Jadi bisa disimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat kepemilikan institusional yang tinggi memiliki masalah agensi yang relatif kecil sehingga diharapkan untuk membagikan dividen dalam jumlah yang lebih kecil (Rachmad, 2013).

$$\text{INST} = \frac{\text{jumlah saham yang dimiliki oleh institusi}}{\text{total saham beredar}}$$

2.2.7. Risiko

Sebuah perusahaan yang memiliki pendapatan yang relatif stabil mampu memprediksi laba masa depan. Oleh karena itu, perusahaan dengan pendapatan yang stabil memungkinkan untuk membayar dividen daripada perusahaan dengan laba yang berfluktuasi. Dalam artian perusahaan dengan variansi kenaikan profit

yang lebih stabil itu lebih kecil risikonya dibandingkan dengan perusahaan yang variansi profit yang tidak stabil. Salah satu faktor utama untuk menentukan dividen yaitu keputusan stabilitas laba masa depan dan perubahan laba yang berkelanjutan (Brav, dkk., 2005 dalam Lily, dkk., 2009). Menurut Amidu dan Abor (2006) menunjukkan bahwa variabilitas laba perusahaan kurang menguntungkan dengan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

Risiko sering dihubungkan dengan penyimpangan atau deviasi dari *outcome* yang diterima dengan yang diekspektasi. Metode yang digunakan untuk menghitung risiko adalah deviasi standar (*standard deviation*) yang mengukur penyimpangan nilai-nilai yang sudah terjadi dengan nilai rata-ratanya (sebagai nilai yang diekspektasi). Dengan rumus deviasi standar (Lyli, dkk., 2009) sebagai berikut:

$$\text{Risiko} = \text{Standard deviation} \left(\frac{\text{earnings before extraordinary items}}{\text{Total assets}} \right)$$

Dimana;

Standard deviation : Ukuran tingkat pencarian selisih nilai
(Formulas – More Functions – Statistical)

Earnings before extraordinary items : Laba Sebelum Pajak

Total assets : Total Aset

2.3. Perumusan Hipotesis

2.3.1. Hubungan *cash flow* dengan *dividend payout ratio*

Arus kas merupakan arus kas perusahaan yang akan digunakan untuk membayar dividen kepada pemegang saham. Arus kas yang besar menunjukkan bahwa dana yang tersedia di perusahaan cukup besar untuk didistribusikan. Jika dana yang tersedia dari arus kas cukup besar maka dana untuk pembayaran dividen juga cukup besar sehingga kesempatan membagikan dividen akan tinggi dan *dividend payout ratio* akan tinggi.

Teori residual dividen menyatakan bahwa ketika perusahaan akan memutuskan berapa banyak uang kas yang harus dibagikan kepada pemegang saham, ada dua hal yang harus tetap diingat, yaitu: (1) tujuan utamanya yaitu untuk memaksimalkan nilai pemegang saham, dan (2) arus kas yang dihasilkan perusahaan merupakan milik pemegang saham (Brigham dan Houston, 2006;80-81). Oleh karena itu perusahaan dengan arus kas yang tinggi cenderung memiliki *dividend payout* yang tinggi. Dari teori tersebut dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen dipengaruhi oleh ketersediaan kas pada perusahaan. Posisi aktiva lancar perusahaan, termasuk kas lebih menentukan kemampuan perusahaan didalam kebijakan dividen, ketimbang seberapa besar jumlah laba ditahan, karena laba ditahan belum tentu berbentuk kas seluruhnya.

Aliran kas bebas merupakan kas yang tersisa setelah melakukan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* positif saat didiskontokan pada biaya modal yang relevan. Nilai aliran kas bebas dipengaruhi oleh kondisi perusahaan, misalnya jika perusahaan dengan tingkat *free cash flow* tinggi dan tingkat

pertumbuhan rendah maka *free cash flow* didistribusikan kepada pemegang saham, tetapi jika perusahaan memiliki *free cash flow* tinggi dan tingkat pertumbuhan tinggi maka aliran kas bebas akan ditahan sementara dan dimanfaatkan untuk investasi pada periode mendatang (Rosdini, 2009). Penelitian Lily, dkk. (2009) yang menunjukkan arus kas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

H_1 : *Cash flow* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*

2.3.2. Hubungan *investment opportunity set* (IOS) dengan *dividend payout ratio*

Investment Opportunity Set merupakan tersedianya alternatif investasi di masa datang bagi perusahaan (Hartono, 1999). IOS adalah suatu keputusan investasi yang merupakan bentuk kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi dimasa yang akan datang. Perusahaan yang memiliki *Investment Opportunity Set* (IOS) yang tinggi maka perusahaan tersebut memiliki peluang pertumbuhan yang tinggi. Rasio MTBV menunjukkan kesempatan investasi pada perusahaan sehingga naiknya rasio MTBV akan menunjukkan kesempatan investasi yang semakin naik dan hal tersebut menyebabkan dana untuk untuk investasi juga naik. Jika dana investasi naik maka ketersediaan dana untuk dividen akan turun dan DPR akan rendah.

Teori Residual Dividen menyatakan perusahaan membayarkan dividen hanya jika terdapat kelebihan dana atas laba perusahaan yang digunakan untuk membiayai proyek yang telah direncanakan (Rosdini, 2009). Hal ini menunjukkan bahwa jika kesempatan investasi perusahaan tinggi maka perusahaan akan lebih memilih berinvestasi untuk proyek dibandingkan menggunakan laba untuk

dibagikan sebagai dividen. Hal ini karena perusahaan berasumsi untuk mendapat return yang lebih tinggi dari investasi yang dilaksanakan sehingga pembayaran dividen oleh perusahaan akan menurun karena laba digunakan sebagai laba ditahan untuk investasi. Jogiyanto, dkk., (2002) dalam Sunarto (2004), menunjukkan bahwa *investment opportunity set* (IOS) berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

H₂ : *Investment opportunity set* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*

2.3.3. Hubungan leverage dengan *dividend payout ratio*

Leverage adalah penggunaan *assets* dari sumber dana (*sources of funds*) oleh perusahaan yang memiliki biaya tetap (beban tetap) yang bermaksud untuk meningkatkan keuntungan potensial pemegang saham. *Leverage* dapat menunjukkan solvabilitas suatu perusahaan, dan rasio leverage disini adalah *debt to equity ratio*. Solvabilitas merupakan kemampuan suatu perusahaan dalam membayar semua hutang-hutangnya (Riyanto, 1995 dalam Istiningtyas, 2013).

Debt to equity ratio (DER) adalah salah satu rasio *laverage* yang digunakan untuk mengukur tingkat penggunaan hutang terhadap total modal yang dimiliki perusahaan. Peningkatan hutang pada perusahaan akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham, termasuk dividen yang diterima karena kewajiban untuk membayar hutang lebih diutamakan daripada pembagian dividen. Penelitian Rachmad (2013) menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh secara signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun pada penelitian Islamiyah (2012) menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

H₃ : Leverage berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*

2.3.4. Hubungan *ownership structure* dengan *dividend payout ratio*

Komposisi kepemilikan saham memiliki dampak yang penting pada sistem kendali perusahaan. Struktur kepemilikan (*ownership structure*) dalam perusahaan terdiri dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, dan kepemilikan publik. Variabel yang dipilih pada struktur kepemilikan adalah kepemilikan institusi. Menurut Rozeff (1982) menyatakan bahwa penambahan dividen memperkuat posisi perusahaan untuk mencari tambahan dana dari pasar modal sehingga kinerja perusahaan dimonitor oleh tim pengawas pasar modal. Kepemilikan institusional memiliki kemampuan analisis yang lebih baik dalam mengevaluasi kinerja perusahaan dibanding dengan evaluasi yang dilakukan oleh kepemilikan individu. Kepemilikan institusional memiliki pengaruh dan kontrol yang lebih kuat dalam memonitor dan mengendalikan manajemen sehingga dinilai lebih efisien menekan terjadinya masalah agensi yang ada di perusahaan. Jadi bisa disimpulkan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat kepemilikan institusional yang tinggi memiliki masalah agensi yang relatif kecil sehingga diharapkan untuk membagikan dividen dalam jumlah yang lebih kecil (Rachmad, 2013).

H₄ : *Ownership Structure* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*

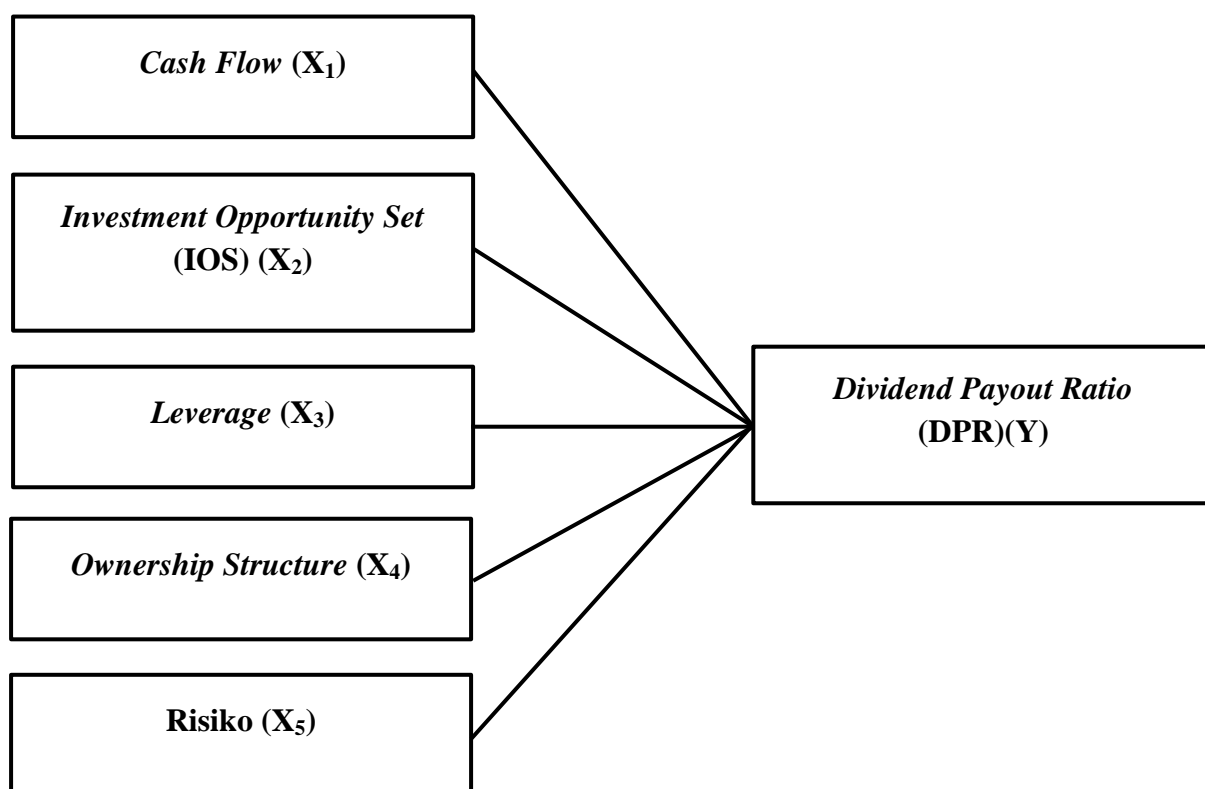
2.3.5. Hubungan risiko dengan *dividend payout ratio*

Dalam berinvestasi terdapat juga sebuah risiko yang perlu di perhitungkan. Oleh karena itu, perusahaan dengan pendapatan yang stabil memungkinkan untuk membayar dividen daripada perusahaan dengan laba yang berfluktuasi. Salah satu

faktor utama untuk menentukan dividen menurut Lily, dkk., (2009) yang berdasarkan Brav, dkk., (2005) yaitu keputusan stabilitas laba masa depan dan perubahan laba yang berkelanjutan. Menurut Jogiyanto (1998;206) menyatakan bahwa perusahaan enggan untuk menurunkan dividen, jika perusahaan memotong dividen, maka hal tersebut dianggap sebagai sinyal buruk karena dianggap perusahaan membutuhkan dana. Untuk perusahaan dengan risiko yang tinggi, probabilitas untuk mengalami laba menurun juga akan tinggi.

H_5 : Risiko berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*

2.4. Kerangka Konseptual



Sumber : diolah penulis, 2015

Gambar 2.1.
Kerangka Konseptual