

BAB II

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

Teori sinyal (*signalling theory*) pertama kali dikemukakan oleh Spence (1973) yang menjelaskan bahwa pihak pemilik informasi (pengirim) memberikan suatu isyarat atau sinyal berupa informasi yang mencerminkan kondisi suatu perusahaan yang bermanfaat bagi pihak penerima (investor). Menurut Brigham dan Houston (2014) isyarat atau signal adalah suatu tindakan yang diambil perusahaan untuk memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik. Informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan merupakan hal yang penting, karena pengaruhnya terhadap keputusan investasi pihak diluar perusahaan. Informasi tersebut penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan atau gambaran, baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup perusahaan dan bagaimana efeknya pada perusahaan.

Teori signalling berkaitan dengan kenaikan/penurunan harga dividen karena ada kecenderungan harga saham akan naik jika ada pengumuman kenaikan dividen, dan harga saham akan turun jika ada pengumuman penurunan dividen. Ada argumen lain yang lebih masuk akal. Dividen itu sendiri tidak menyebabkan kenaikan (penurunan) harga, tetapi prospek perusahaan, yang

ditunjukkan oleh meningkatnya (menurunnya) dividen yang dibayarkan, yang menyebabkan perubahan saham. Teori tersebut kemudian dikenal sebagai teori signal atau isi informasi dividen. Menurut teori ini, dividen mempunyai kandungan informasi, yaitu prospek perusahaan di masa mendatang.

2.1.2. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak terpisahkan dalam suatu keputusan pendanaan perusahaan. Aspek utama dari kebijakan dividen adalah menentukan alokasi laba yang tepat antara pembayaran dividen dengan penambahan laba untuk ditahan perusahaan. Setiap keputusan dalam menentukan kebijakan dividen akan berdampak pada tingkat, penetapan waktu, serta arus kas perusahaan dan akhirnya akan berpengaruh pada harga saham perusahaan. Hal tersebut mendorong manajemen untuk membuat suatu keputusan yang dapat memaksimalkan harga saham. Kebijakan tersebut sangat penting bagi perusahaan karena pembayaran dividen dimungkinkan akan berpengaruh pada nilai perusahaan dan laba ditahan yang biasanya merupakan sumber dana internal yang terbesar dan terpenting bagi pertumbuhan perusahaan. Kebijakan dividen merupakan keputusan tentang seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen daripada laba yang akan ditahan untuk kemudian diinvestasikan kembali dalam perusahaan (Brigham dan Houston, 2014). Berdasarkan berbagai pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen merupakan keputusan untuk menentukan seberapa besar laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham daripada laba yang akan ditahan.

Dalam kebijakan dividen terdapat *trade off* dan pilihan yang tidak mudah antara membagikan laba sebagai dividen dan diinvestasikan kembali sebagai laba ditahan. Apabila perusahaan memilih membagikan laba sebagai dividen maka tingkat pertumbuhan akan berkurang sehingga berdampak negatif terhadap saham perusahaan. Di sisi lain, apabila perusahaan tidak membagikan dividen maka pasar akan memberikan sinyal negatif terhadap prospek perusahaan sehingga peningkatan dividen memberikan sinyal perubahan yang menguntungkan pada harapan manajer dan penurunan dividen menunjukkan pandangan pesimis prospek perusahaan dimasa yang akan datang.

Menurut Stice dan Skousen (2014), ada beberapa jenis dividen yang dapat dibagikan kepada pemilik saham:

1) Dividen Tunai

Bagi perusahaan, dividen jenis tunai ini akan mengurangi saldo akun laba ditahan sedangkan bagi investor, dividen tunai tersebut akan menghasilkan kas dan dicatat sebagai penghasilan dividen. Sehingga dividen tunai adalah jenis dividen yang sering dipilih oleh manajemen perusahaan.

2) Dividen Properti

Dividen ini biasanya yang dibagikan adalah aset dalam bentuk efek dari perusahaan lain yang dimiliki oleh perusahaan. Dividen jenis ini dilakukan dalam perusahaan tertutup. Dividen jenis ini merupakan distribusi kepada pemegang saham yang terutang dalam bentuk aset selain kas.

3) Dividen Saham

Dividen tidak berarti sama dengan mentransfer kas ataupun aset lain kepada para pemegang saham. Pada dividen ini suatu perusahaan dapat membagikan tambahan saham dari perusahaan itu sendiri kepada pemegang saham sebagai dividen saham.

4) Dividen Likuidasi

Dividen ini merupakan pengembalian atas investasi yang dicatat dengan cara mengurangi agio saham. Dividen jenis ini merupakan suatu pembagian yang mencerminkan suatu pengembalian kepada para pemegang saham atas sebagian dari modal yang telah disetor.

Menurut Weston dan Copel (1992) dalam Wijaya (2018) menyatakan bahwa kebijakan dividen dapat diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR). *Dividend Payout Ratio* (DPR) merupakan perbandingan antara dividen tunai tahunan yang dibagi dengan laba tahunan atau dividen per lembar saham dibagi dengan laba per lembar saham. Semakin tinggi DPR akan menguntungkan pemegang saham tetapi akan memperlemah *internal financial* perusahaan karena memperkecil laba ditahan. Rasio tersebut menunjukkan persentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada para pemegang sahamnya. Rasio pembayaran dividen adalah sebagai berikut:

$$DPR = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

Sumber : Roos (2019)

2.1.3. *Free Cash Flow*

Menurut Emida (2019), *free cash flow* merupakan jumlah dari *discretionary cash flow* yang dimiliki perusahaan untuk membeli tambahan investasi, melunasi hutang, membeli *treasury stock* atau penambahan sederhana atas likuiditas perusahaan. Perusahaan dengan arus kas bebas tinggi bisa diduga lebih *survive* dalam situasi yang buruk, Sebaliknya jika arus kas bebas negatif berarti sumber dana internal tidak mencukupi untuk memenuhi kebutuhan investasi perusahaan, sehingga memerlukan tambahan dana eksternal baik dalam bentuk hutang maupun penerbitan saham baru. Arus kas bebas yang berarti arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan.

Free cash flow menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar “strategi” menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. *Free cash flow* merupakan kas perusahaan yang dapat di distribusikan kepada kreditur atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap (Ross, 2019).

Arus kas bebas (*free cash flow*) dalam penelitian ini menggunakan selisih antara arus kas operasi bersih dan arus kas investasi bersih. Berdasarkan laporan keuangan tradisional yang konsisten dengan metodologi ekonomi keuangan standar, FCF harus menggambarkan komponen arus kas periodik yang dihasilkan oleh operasi perusahaan. *Free Cash Flow* (FCF) diukur dengan membagi FCF

dengan *Total Assets* pada periode yang sama dengan tujuan agar lebih *comparable* bagi perusahaan-perusahaan yang dijadikan sampel, sehingga penghitungan *Free Cash Flow* menjadi relatif terhadap *size* perusahaan, dalam hal ini diukur dengan *Total Assets*. Selanjutnya, nilai arus kas bebas tersebut dibagi dengan total aset pada periode yang sama dengan tujuan agar lebih sebanding bagi perusahaan sampel dan menjadi relatif terhadap ukuran perusahaan. *Free cash flow* dapat dihitung dengan rumus (Yogi, 2016):

$$FCF = \frac{\text{Arus KAs Operasi Bersih} - \text{Arus Kas Investasi Bersih}}{\text{Total Asset}}$$

Sumber: Yogi (2016)

2.1.4. Kepemilikan Saham Manajerial

Widjaya (2018) mendefinisikan kepemilikan manajerial sebagai tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur, manajemen, dan komisaris. Kepemilikan manajerial merupakan kondisi di mana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Dari berbagai pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial merupakan kondisi di mana manajer perusahaan merangkap jabatan sebagai manajemen perusahaan sekaligus pemegang saham yang turut aktif dalam pengambilan keputusan.

Manajer dalam menjalankan operasi perusahaan seringkali bertindak tidak untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, melainkan justru tergoda untuk meningkatkan kesejahteraannya sendiri. Dengan kondisi tersebut akan

mengakibatkan munculnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajerial. Konflik yang disebabkan oleh pemisahan antara kepemilikan dan fungsi pengelolaan dalam teori keuangan disebut konflik keagenan atau *agency conflict* (Hestiningtyas, 2019).

Situasi di atas akan berbeda jika kondisi manajer juga sekaligus berperan sebagai pemegang saham. Adanya kepemilikan manajerial dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara pemegang saham luar dengan manajemen (Jensen dan Meckling, 1976). Secara teoritis jika kepemilikan manajerial rendah maka insentif terhadap kemungkinan terjadinya perilaku oportunistik manajer akan meningkat. Pada kepemilikan yang menyebar, masalah keagenan terjadi antara pihak manajemen dengan pemegang saham. Hal tersebut menyebabkan pemegang saham memiliki kekuasaan dan menyerahkannya kepada manajer. Sebagai konsekuensinya, manajer menuntut kompensasi yang tinggi sehingga berdampak pada meningkatnya biaya keagenan. Pada kondisi ini, konflik keagenan diatasi dengan meningkatkan kepemilikan manajerial (Widjaya, 2018).

Manajer memperoleh kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan untuk menyelaraskan dengan pemegang saham. Oleh karena pendanaan dengan sumber dana internal lebih efisien dibanding pembiayaan dengan sumber daya eksternal maka melalui kebijakan tersebut manajer diharapkan menghasilkan kinerja yang baik serta mengarahkan dividen pada tingkatan yang rendah. Penetapan dividen yang rendah akan membuat perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga memiliki sumber dana internal relatif tinggi.

Menurut Roos (2019), pengukuran kepemilikan saham manajer dalam penelitian ini yaitu dengan membandingkan jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen dengan jumlah saham yang beredar. Kepemilikan saham manajer dapat dihitung menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\textit{Kepemilikan Saham Manajer} = \frac{\textit{Jumlah Saham Manajer}}{\textit{Jumlah Saham yang Beredar}}$$

Sumber : Roos (2019)

2.1.5. Kepemilikan Saham Institusional

Kepemilikan institusional merupakan suatu kondisi dimana suatu institusi memiliki saham dalam suatu perusahaan. Institusi tersebut dapat berupa institusi pemerintah, institusi swasta, domestik maupun asing (Nisa, 2017). Menurut Widjaya (2018) kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh lembaga eksternal. Investor institusional sering menjadi mayoritas dalam kepemilikan saham. Hal ini dikarenakan para investor institusional memiliki sumber daya yang lebih besar daripada pemegang saham lainnya sehingga dianggap mampu melaksanakan mekanisme pengawasan yang baik. Dari berbagai pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional merupakan kondisi di mana suatu institusi atau lembaga eksternal yang turut memiliki saham di dalam suatu perusahaan.

Kepemilikan institusional memiliki peran yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme *monitoring* yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer. Hal ini

disebabkan investor institusional terlibat dalam pengambilan yang strategis perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Semakin besar kepemilikan institusi maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan dari institusi tersebut untuk mengawasi manajemen. Akibatnya, akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan nilai perusahaan sehingga kinerja perusahaan akan meningkat. Kinerja yang meningkat tersebut akan menguntungkan bagi pemegang saham karena dengan kata lain pemegang saham akan mendapatkan banyak keuntungan berupa dividen (Patricia, 2014).

Pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Sehingga pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional akan menjamin kemakmuran pemegang saham. Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer. Kepemilikan institusional dapat mengurangi *agency cost* dengan cara mengaktifkan pengawasan melalui investor-investor institusional. Hal tersebut dapat terjadi dikarenakan dengan keterlibatan institusional dalam kepemilikan saham, manajemen perusahaan akan diawasi oleh investor-investor institusional sehingga kinerja manajemen juga akan meningkat (Patricia, 2014). Kepemilikan institusional dianggap sebagai efek substitusi dari upaya untuk meminimalkan biaya keagenan melalui kebijakan dividen dan utang. Oleh karena itu, untuk menghindari inefisiensi penggunaan sumber daya, diterapkan kebijakan dividen yang lebih rendah (Widiastuti, 2018).

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Permanasari (2017), pengukuran kepemilikan saham institusi diukur dengan membandingkan jumlah saham yang dimiliki institusi dengan jumlah saham yang beredar. Kepemilikan saham institusi dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Kepemilikan Saham Institusi} = \frac{\text{Jumlah Saham yang dimiliki Institusi}}{\text{Jumlah Saham yang Beredar}}$$

Sumber : Permanasari (2017)

2.1.6. *Leverage*

Menurut Kasmir (2012) *leverage* adalah rasio yang menggambarkan hubungan antara utang perusahaan terhadap modal, rasio ini dapat melihat seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh utang atau pihak luar dengan kemampuan perusahaan yang digambarkan oleh modal. Sedangkan dalam arti luas Nisa (2017) mengatakan bahwa rasio *leverage* digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar seluruh kewajibannya. *Leverage* diukur dengan *Debt to Total Assets Ratio* yang merupakan rasio utang yang digunakan untuk mengukur perbandingan antara total hutang dengan total aktiva, atau seberapa besar aktiva perusahaan dibiayai oleh hutang.

Menurut Wulandari (2019) *leverage* adalah kemampuan perusahaan untuk menggunakan aktiva atau dana yang mempunyai beban tetap (*fixed cost assets or funds*) untuk memperbesar tingkat penghasilan (*return*) bagi pemilik perusahaan. Perusahaan yang memiliki biaya operasi tetap atau biaya modal tetap, maka perusahaan tersebut menggunakan *leverage*. Pengguna *leverage* akan meningkatkan keuntungan bagi pemegang saham. Sebaliknya *leverage* juga dapat meningkatkan risiko keuntungan, karena jika perusahaan ternyata mendapatkan

keuntungan yang lebih rendah dari biaya tetapnya maka penggunaan *leverage* akan menurunkan keuntungan yang akan dicapai oleh pemegang saham. *Leverage* timbul pada saat perusahaan menggunakan aktiva yang memiliki biaya-biaya operasi tetap. Dalam jangka panjang, semua biaya bersifat variabel, artinya dapat berubah sesuai dengan jumlah produk yang dihasilkan. Semakin besar porsi utang yang dimiliki perusahaan sebagai modal, maka akan semakin besar pula jumlah kewajiban perusahaan kepada kreditur dan pada gilirannya akan mempengaruhi besar kecilnya laba bagi pemegang saham, termasuk dividen yang akan diterima oleh pemegang saham (Nisa, 2017).

Kemampuan perusahaan untuk menggunakan aktiva atau dana untuk memperbesar tingkat penghasilan (*return*) bagi pemilik perusahaan dengan memperbesar tingkat *leverage* maka hal ini akan berarti bahwa tingkat ketidakpastian (*uncertainty*) dari *return* yang diperoleh akan semakin tinggi pula, tetapi pada saat yang sama hal tersebut akan memperbesar jumlah *return* yang akan diperoleh. Tingkat *leverage* ini bisa saja berbeda-beda antara perusahaan yang satu dengan yang lainnya atau dari satu periode ke periode lainnya di dalam satu perusahaan, tetapi yang jelas, semakin tinggi tingkat *leverage* akan semakin tingkat risiko yang dihadapi serta semakin besar *return* atau penghasilan yang diharapkan.

Leverage adalah rasio total hutang dibandingkan total ekuitas. Rasio *leverage* menunjukkan risiko yang dihadapi perusahaan. Semakin besar risiko yang dihadapi oleh perusahaan maka ketidakpastian untuk menghasilkan laba dimasa depan juga akan meningkat. *Leverage* muncul dikarenakan perusahaan yang ingin memenuhi kebutuhan sehari-hari untuk beroperasi yang menggunakan aktiva dan

sumber dana yang menimbulkan beban tetap yang berupa biaya penyusutan dari aktiva tetap, dan biaya bunga dari hutang dan juga dapat meningkatkan *return* atau penghasilan bagi perusahaan atau pemegang saham.

Leverage menggambarkan bagaimana perusahaan memenuhi seluruh kewajibannya melalui hutang. Apabila tingkat *leverage* semakin tinggi, maka semakin tinggi pula risiko yang dihadapi oleh perusahaan dan *return* yang diharapkan perusahaan juga akan semakin tinggi. Rasio *leverage* dapat dihitung menggunakan rumus *debt to equity ratio* (DER) sebagai berikut (Widjaya, 2018):

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

Sumber : Widjaya (2018)

2.1.7. Profitabilitas

Pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberi sinyal mengenai keberhasilan perusahaan dengan membukukan profit (Herawati, 2019). Sinyal tersebut menyimpulkan bahwa kemampuan perusahaan untuk membayar dividen merupakan fungsi dari keuntungan. Dengan demikian profitabilitas mutlak diperlukan untuk perusahaan apabila hendak membayarkan dividen. Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari modal yang diinvestasikan. Untuk mengukur profitabilitas menggunakan dua rasio, yaitu:

a. Return On Assets (ROA)

Return On Assets (ROA) merupakan tingkat pengembalian investasi atas investasi perusahaan pada aktiva. Nilai ROA sebuah perusahaan diperoleh dengan rumus:

$$ROA = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aktiva}}$$

Sumber : Sari (2016)

b. Return On Equity (ROE)

Return On Equity (ROE) merupakan tingkat pengembalian atas ekuitas pemilik perusahaan. Ekuitas pemilik adalah jumlah aktiva bersih perusahaan, sehingga perhitungan ROE sebuah perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$ROE = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Sumber : Sari (2016)

Penelitian yang dilakukan menggunakan Return On Assets (ROA) sebagai ukuran profitabilitas perusahaan (Sari, 2016).

2.1.8. Penelitian Terdahulu

Berikut ini adalah hasil-hasil dari penelitian yang telah dilakukan sebelumnya kedalam bentuk tabel sebagai dasar acuan untuk penelitian ini:

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No.	Judul dan Tahun	Variabel	Hasil Penelitian
1	<p>Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow dan Profitabilitas pada Kebijakan Dividen</p> <p>(Ni Komang Ayu Purnama Sari, 2016)</p>	<p>Variabel Dependent : Kebijakan Dividen</p> <p>Variabel Independent : Kepemilikan Managerial, Kepemilikan Institusional, <i>Free Cash Flow</i> dan Profitabilitas</p>	<p>Kepemilikan Manajerial dan <i>Free cash flow</i> mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap <i>dividen payout ratio</i>, Kepemilikan institusional dan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap <i>dividen</i>.</p>
2	<p>Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan Manufaktur</p> <p>(Evy Sumartha, 2016)</p>	<p>Variabel Dependent : Kebijakan Dividen</p> <p>Variabel Independent : Struktur Kepemilikan</p>	<p>Kepemilikan manajerial dan <i>free cash flow</i> mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap <i>dividen payout ratio</i>, Kepemilikan institusional pada perusahaan yang tidak mempunyai kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>.</p>
3	<p>Pengaruh Kepemilikan Institusional dan <i>Leverage</i> terhadap Kebijakan Dividen dengan <i>Free Cash Flow</i> sebagai variabel Moderasi pada Perusahaan Manufaktur di BEI Periode 2011-2015</p> <p>(Hairun Nisa, 2017)</p>	<p>Variabel Dependent : Kebijakan Dividen</p> <p>Variabel Independent : Kepemilikan Institusional dan <i>Leverage</i>, Variabel Moderating : <i>Free Cash Flow</i></p>	<p>Variabel Kepemilikan Institusional dan <i>Leverage</i> secara simultan berpengaruh positif dan signifikan terhadap Kebijakan Dividen, Variabel Kepemilikan Institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap Kebijakan Dividen, <i>Leverage</i> tidak berpengaruh dan tidak berpengaruh signifikan terhadap Kebijakan Dividen.</p>

No.	Judul dan Tahun	Variabel	Hasil Penelitian
4	Pengaruh profitabilitas, free cash flow, dan likuiditas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan properti, real estate dan konstruksi bangunan yang terdaftar di BEI tahun 2015 – 2018. (Nur Anisah, 2018)	Variabel Dependent : Kebijakan Dividen Variabel Independent : Profitabilitas, <i>Free Cash Flow</i> , dan Likuiditas	Secara parsial profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, free cash flow tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen, likuiditas berpengaruh terhadap kebijakan dividen.
5	Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> , Kepemilikan Saham Manajer, kepemilikan Saham Institusi, dan <i>Leverage</i> terhadap Dividen (Nadya Ulfa Widjaya, 2018)	Variabel Dependent : <i>Dividen</i> Variabel Independent : <i>Free Cash Flow</i> , Kepemilikan Saham Manajer, Kepemilikan Saham Institusional dan <i>Leverage</i>	Variabel <i>free cash flow</i> , kepemilikan saham manajer, kepemilikan saham institusi, dan <i>leverage</i> berpengaruh positif secara langsung dan simultan terhadap dividen. Variabel <i>free cash flow</i> memiliki pengaruh negative terhadap dividen, Variabel kepemilikan saham manajer berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen, Variabel kepemilikan saham institusi berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap dividen, Variabel <i>leverage</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen.

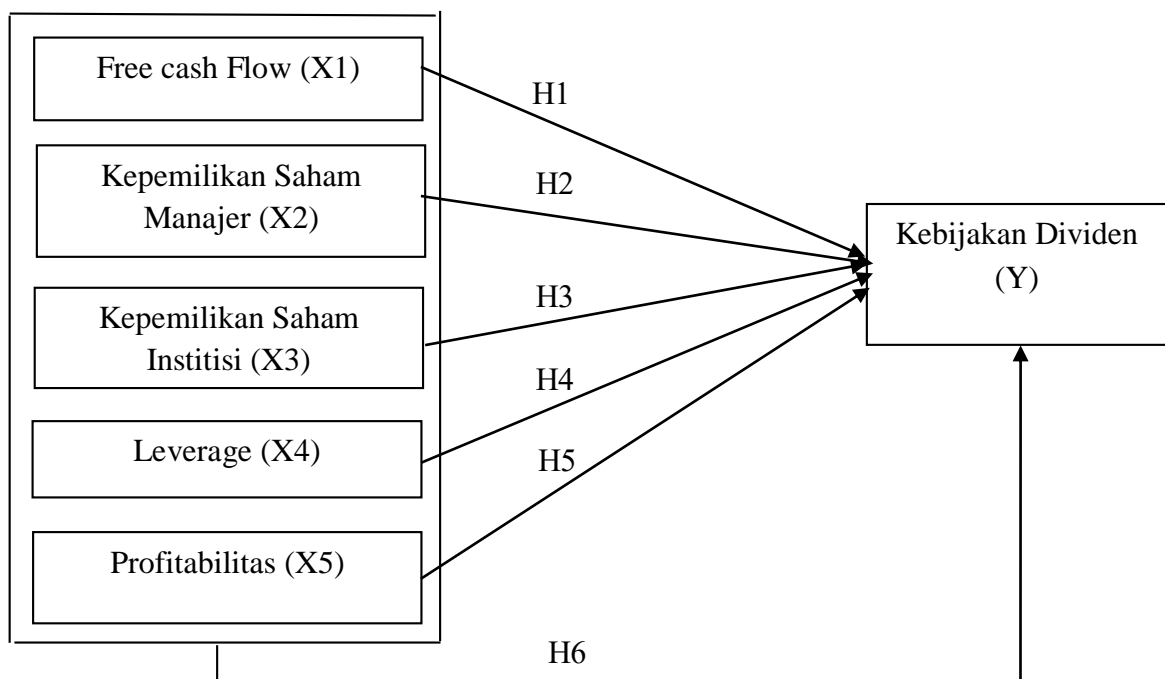
2.2. Kerangka Pemikiran Teoritis

Harapan semua penanam modal atau saham menginvestasikan dana pada salah satu perusahaan yaitu untuk memaksimalkan tingkat pengembalian dengan tidak mengabaikan resiko yang nanti akan dihadapi. Tingkat pengembalian yang diharapkan bisa berupa *capital gain* ataupun dividen, investasi pada saham, pendapatan bunga, dan investasi pada surat hutang. Tingkat pengembalian itu nanti

yang akan menjadi parameter untuk meningkatkan kekayaan (asset) dari para penanam saham atau modal.

Dari teori diatas bisa diketahui bahwa Dividen merupakan salah satu bentuk peningkatan *wealth* (*kekayaan*) pemegang saham. Investor akan sangat senang apabila mendapatkan tingkat pengembalian investasinya semakin tinggi dari waktu ke waktu. Oleh karena itu, investor dan investor potensial memiliki kepentingan untuk mampu memprediksi berapa besar tingkat pengembalian investasi mereka. Berdasarkan uraian sebelumnya maka kerangka penelitian ini diilustrasikan pada gambar berikut :

Gambar 2.2
Kerangka Pemikiran Teoritis



2.3. Pengembangan Hipotesis

2.3.1. Pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen

Pembayaran dividen termasuk arus kas keluar. Semakin kuat posisi kas perusahaan, maka semakin besar kemampuan suatu perusahaan untuk membayarkan dividen kepada pemegang saham. Kas tersebut biasanya menimbulkan konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Manajer 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 (Widjaya, 2018).

Menurut *free cash flow hypothesis* ketika perusahaan memiliki kelebihan kas, maka yang dibutuhkan adalah mendanai proyek yang memiliki *Net Present Value* (NPV) positif. Tetapi lebih baik bagi manajer untuk mengembalikan kelebihan kas kepada pemegang saham dalam bentuk dividen guna memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Hal tersebut menunjukkan bahwa dividen dapat mengurangi *agency cost* karena mengurangi *free cash flow* yang tersedia bagi manajer.

Penelitian mengenai *free cash flow* dengan kebijakan dividen dilakukan oleh Sari (2016) dan Herawati (2019) yang menemukan bahwa *free cash flow*, memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian hipotesis yang dapat dibuat adalah:

H1 : *Free cash flow* berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

2.3.2. Pengaruh kepemilikan saham manajer terhadap kebijakan dividen

Manajer mendapatkan kesempatan untuk ikut terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan menyetarakan kepentingannya sebagai manajer dengan kepentingannya sebagai pemegang saham (Sari, 2016). Kesamaan kepentingan antara pihak manajemen dengan pihak pemegang saham dapat menurunkan potensi konflik. Potensi konflik keagenan yang kecil dapat berpengaruh terhadap rendahnya *agency cost* yang dikeluarkan oleh pemegang saham. Manajer yang juga terlibat dalam kepemilikan saham akan menginginkan *return (tingkat pengembalian)* dalam bentuk dividen sama seperti investor pada umumnya. Semakin besar kepemilikan manajer dalam suatu perusahaan menyebabkan aset yang dimiliki tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga menginginkan dividen yang semakin besar. Oleh karena itu, semakin besar kepemilikan manajerial maka kebijakan dividen semakin tinggi.

Penelitian mengenai kepemilikan saham manajer dengan kebijakan dividen di Indonesia dilakukan oleh Sumartha (2016) dan Widjaya (2018) yang menemukan bahwa kepemilikan saham manajer memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian hipotesis yang dapat dibuat adalah:

H2 : Kepemilikan saham manajer berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen.

2.3.3. Pengaruh kepemilikan saham institusi terhadap kebijakan dividen

Perilaku oportunistik adalah perilaku yang sering dilakukan oleh manajer untuk memanfaatkan segala kesempatan untuk mencapai tujuan pribadi. Tingkat kepemilikan oleh investor institusi yang tinggi akan menghasilkan upaya-upaya

pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku oportunistik manajer. Pengawasan intensif yang dilakukan investor institusional menyebabkan manajer akan bertindak sesuai dengan kepentingan investor. Pengawasan terhadap manajer dapat menurunkan konflik keagenan yang dapat terjadi. Pihak investor institusional mempunyai keinginan untuk mendapatkan profit dari perusahaan dalam bentuk dividen (Nisa, 2017).

Dividen juga dapat digunakan sebagai sarana pengawasan oleh pihak investor institusional. Jika dividen yang dibagikan tinggi maka perusahaan tersebut mampu menjalankan perusahaan secara efektif dan efisien sehingga diharapkan mampu mencapai profit yang tinggi. Karena pembagian dividen dapat mencerminkan kinerja suatu perusahaan. Oleh karena itu, semakin besar kepemilikan saham perusahaan oleh investor institusional maka kebijakan dividen semakin tinggi.

Penelitian mengenai kepemilikan saham institusi dengan kebijakan dividen dilakukan oleh Sumartha (2016) dan Nisa (2017) yang menemukan bahwa kepemilikan saham institusi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian hipotesis yang dapat dibuat adalah:

H3 : Kepemilikan saham institusi berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen

2.3.4. Pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen

Menurut Widjaya (2018) perusahaan yang *leverage* operasinya atau keuangannya tinggi akan memberikann dividen yang rendah. Struktur permodalan yang lebih tinggi dimiliki oleh utang menyebabkan pihak manajemen akan

memprioritaskan pelunasan kewajiban terlebih dahulu sebelum membagikan dividen. Perusahaan yang memiliki rasio utang lebih besar seharusnya membagikan dividen lebih kecil karena laba yang diperoleh digunakan untuk melunasi kewajiban. Utang jangka panjang diikat oleh sebuah perjanjian utang untuk melindungi kepentingan kreditor. Kreditor biasanya membatasi pembayaran dividen, pembelian saham beredar, dan penambahan utang untuk menjamin pembayaran pokok utang dan bunga. Untuk itu, semakin tinggi rasio utang/ekuitas, maka semakin ketatnya perusahaan terhadap perjanjian utang. Kaitannya dengan pembayaran dividen, maka dapat dikatakan semakin tinggi rasio utang, pembayaran dividen akan semakin kecil.

Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi akan berusaha untuk mengurangi *agency cost of debt*-nya dengan mengurangi hutang, sehingga untuk membiayai investasinya digunakan pendanaan dari aliran kas internal. Pemegang saham akan merelakan aliran kas internal yang sebelumnya dapat digunakan untuk pembayaran dividen untuk membiayai investasi.

Penelitian mengenai *leverage* dengan dividen dilakukan oleh Nisa (2017) dan Herawati (2019) yang menemukan bahwa *leverage* tidak memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Dengan demikian hipotesis yang dapat dibuat adalah:

H4 : *Leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen

2.3.5. Pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen

Menurut Herawati (2019) *Return on Asset* (ROA) merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan atas keseluruhan dana yang ditanamkan dalam aset yang digunakan operasional perusahaan untuk menghasilkan laba. Semakin tinggi *Return on Asset* (ROA) maka akan semakin kecil dividen yang akan dibagikan karena perusahaan yang menguntungkan akan memiliki peluang investasi yang besar, dan perusahaan tersebut akan lebih memilih untuk meningkatkan laba ditahan agar dapat melakukan investasi yang menguntungkan agar perusahaan tersebut dapat terus mempertahankan dan meningkatkan nilai perusahaannya. Selain itu, laba yang ditahan tersebut dapat digunakan untuk membiayai kegiatan operasional sehingga mengurangi pembayaran dividen kepada pemegang saham .

Berdasarkan penelitian Herawati (2019) dan Sumartha (2016) menunjukkan bahwa profitabilitas memiliki hubungan yang positif dan signifikan dengan kebijakan dividen.

H5 : Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap dividen

2.3.6. Pengaruh *free cash flow*, kepemilikan saham manajerial, kepemilikan saham institusi, *leverage* dan profitabilitas secara simultan terhadap kebijakan dividen

Berdasarkan uraian di atas bahwa besar kecilnya laba yang diperoleh perusahaan akan mempengaruhi besar kecilnya dividen yang dibagikan. Laba bersih yang diperhitungkan tersebut setelah dikurangi dengan dividen untuk para pemegang saham prioritas (*preferred stock*). *Return on Asset* (ROA) merupakan

sejauh mana kemampuan aset-aset perusahaan dalam menghasilkan laba. Maka semakin tinggi laba, pembagian dividen akan semakin besar. Semakin besar kepemilikan manajer dalam perusahaan menyebabkan aset yang dimiliki tidak terdiversifikasi secara optimal sehingga menginginkan dividen semakin besar. Oleh karena itu, semakin besar kepemilikan manajerial maka kebijakan dividen semakin tinggi.

Sedangkan *Debt to Equity Ratio* (DER) digunakan untuk menilai hutang dengan ekuitas. Peningkatan hutang akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham, artinya semakin tinggi kewajiban perusahaan, akan semakin menurunkan kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen.

Berdasarkan penelitian Widjaya (2018) menunjukkan bahwa variabel *free cash flow*, kepemilikan saham manajer, kepemilikan saham institusi, dan *leverage* berpengaruh secara langsung dan simultan terhadap kebijakan dividen.

H6 : *Free cash flow*, kepemilikan saham manajerial, kepemilikan saham institusi, *leverage* dan profitabilitas secara simultan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen