

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

Landasan teori merupakan ungkapan teori-teori yang dipilih untuk memberikan landasan yang kuat terhadap suatu penelitian. Landasan teori adalah satu hal yang penting dalam sebuah penelitian karena menjadi dasar atau pondasi yang digunakan untuk menjelaskan variabel-variabel penelitian dan dapat dijadikan acuan dalam penelitian ini. Landasan teori dalam penelitian ini, yaitu:

1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Jensen & Meckling (1976) mencetuskan *agency theory* adalah hubungan kontrak antara manajer (*agent*) dan pemegang saham (*principal*). *Agency theory* sering dikaitkan dengan kebijakan dividen karena adanya konflik kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Walaupun keduanya memiliki tujuan yang sama untuk memperoleh kekayaan perusahaan sebanyak mungkin, tetapi kepentingan mereka berbeda. Manajemen perusahaan ingin menggunakan aset perusahaan untuk kegiatan investasi guna kelangsungan hidup perusahaan dan meningkatkan aset perusahaan, tetapi investor ingin menggunakan aset perusahaan untuk pendapatan dalam bentuk dividen. Karena perbedaan kepentingan ini dapat menimbulkan konflik di antara keduanya, sehingga konflik dapat diminimalisir ketika perusahaan membagikan dividen kepada pemegang sahamnya.

Beberapa hal yang dapat dilakukan untuk mengurangi *agency problem* ini. Misalnya, pemegang saham harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan untuk mengawasi dan menghalangi perilaku optimis manajemen. Biaya pengawasan ini disebut biaya keagenan atau *agency cost*. *Agency cost* juga dapat mengurangi asimetri informasi antara *agent* dan *principal*. Menurut Sholikhah & Hermanto (2017), biaya keagenan meliputi:

- a. Pengeluaran untuk memonitor kegiatan manajer,
- b. Pengeluaran untuk membuat suatu struktur organisasi yang meminimalkan tindakan-tindakan manajer yang tidak diinginkan,

- c. *Opportunity cost* yang timbul akibat kondisi dimana manajer tidak dapat mengambil keputusan-keputusan tanpa persetujuan pemegang saham.

Teori ini mendasari kebijakan dividen yang dapat dibagikan atau tidak, hal ini karena manajemen cenderung mendahulukan kepentingan pribadi. Dengan kata lain, mereka cenderung menginvestasikan asetnya demi kelangsungan hidup perusahaan, dimana hal tersebut tidak disukai investor. Sementara pihak investor ingin kekayaan mereka datang dalam bentuk pendapatan dividen. Konflik dapat diminimalisir ketika suatu perusahaan membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya karena adanya perbedaan kepentingan yang dapat menimbulkan konflik antara kedua belah pihak (Amalia & Hermanto, 2018).

2. Teori Sinyal (*Signal Theory*)

Landasan dasar teori pensinyalan dinilai berasal dari penelitian dari Spence (1973) yang mengemukakan bahwa pemberi sinyal (pemilik informasi) memiliki informasi yang lebih banyak dari pada yang diketahui oleh publik. Sinyal adalah informasi baru atau tambahan dari informasi lama yang dimiliki sebelumnya oleh penerima (Yasar et al., 2020). Sehingga, baik informasi positif atau negatif yang diberikan oleh pemberi sinyal akan berguna bagi penerima. Agar penerima tertarik, sinyal tersebut harus memiliki kualitas yang signifikan. Fokus utama pada pensinyalan adalah reputasi pengirim. Kemampuan memanipulasi sinyal tergantung pada reputasi pengirim, dan kekuatan sinyal akan berkorelasi langsung dengan kredibilitas pengirim (Spence, 1973).

Teori pensinyalan menjelaskan mengenai alasan perusahaan memberikan informasi laporan keuangan dan non-keuangan kepada pihak eksternal yang salah satunya pemegang saham, yaitu untuk mengurangi asimetri informasi (Yasar et al., 2020). Asimetri informasi adalah keadaan dimana terjadi ketidakseimbangan dalam memperoleh informasi tentang kondisi perusahaan antara pihak internal (manajemen) dengan pihak eksternal seperti pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya sebagai pengguna informasi. Hal ini relevan dengan pembagian dividen (Boshnak, 2021). Manajer menikmati keuntungan informasi mengenai keadaan perusahaan saat ini dan potensi masa depan yang tidak tersedia bagi pemegang saham. Informasi ini dapat digunakan oleh mereka untuk mengejar tindakan oportunistik. Pengumuman dividen dapat berfungsi sebagai mekanisme

pensinyalan untuk menyampaikan informasi kinerja, sehingga mengurangi derajat asimetri informasi. Peningkatan dividen mengirimkan sinyal positif, sedangkan penurunan dividen mengirimkan sinyal negatif kepada investor mengenai kinerja masa depan perusahaan (Fairchild, 2010; Yasar et al., 2020)

Pasar akan bereaksi setelah menerima isyarat atas pengumuman dividen. Kenaikan dividen yang dipandang sebagai sinyal positif akan menimbulkan reaksi harga saham yang positif. Di sisi lain, penurunan dividen dipandang sebagai sinyal negatif yang berarti prospek perusahaan buruk sehingga menyebabkan harga saham negatif (Amalia & Hermanto, 2018). Teori pensinyalan juga menyatakan bahwa perusahaan akan memastikan bahwa tingkat dividen akan meningkat hanya jika tingkat arus kas di masa depan lebih tinggi dari yang diharapkan. Hal tersebut dilakukan karena investor di perusahaan tersebut akan selalu mengevaluasi kemampuan perusahaan untuk mendapatkan arus kas yang lebih tinggi di masa depan. Perusahaan dapat mempertahankan reputasi yang baik dengan menghindari perubahan tak terduga dalam pembayaran dividennya. Sehingga kenaikan pembayaran dividen bertindak sebagai sinyal bahwa perusahaan mampu menghasilkan arus kas masa depan yang tinggi. Para peneliti kemudian menyarankan agar pasar mempertimbangkan pembayaran dividen sebagai informasi untuk evaluasi harga saham (Fairchild, 2010; Thakur & Kannadhasan, 2018).

Peneliti simpulkan bahwa teori pensinyalan dapat mendasari kebijakan dividen suatu perusahaan. Karena jika perusahaan memberikan sinyal yang baik bagi pengguna laporan keuangan auditan perusahaan meliputi *growth*, *profitabilitas*, *free cash flow* sepenuhnya, maka para investor memiliki pandangan manajemen yang baik pada prospek perusahaan untuk masa mendatang, yang selanjutnya dapat memberikan keuntungan bagi mereka berupa dividen.

B. Dividen dan Kebijakan Dividen

Dividen adalah nilai laba bersih perusahaan setelah pajak, dikurangi dengan laba ditahan (*retained earnings*) yang ditahan untuk cadangan perusahaan. Dividen adalah kompensasi yang diterima pemegang saham selain *capital gain*. Dividen ini untuk dibagikan kepada pemegang saham sebagai keuntungan dari keuntungan perusahaan. Dividen didefinisikan sebagai pembagian keuntungan kepada

pemegang saham perusahaan, pembagian itu sebanding dengan jumlah saham yang dimiliki oleh masing-masing pemilik. Dividen adalah informasi yang diberikan kepada investor, dividen yang dibayarkan mencerminkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dan nilai di masa depan. Tingkat dividen dipertahankan oleh perusahaan, dan perusahaan yang menguntungkan juga dapat membayar dividen yang lebih tinggi. Jika dividen perusahaan menurun, itu pertanda buruk. Untuk mencegah hal tersebut, perusahaan dengan laba tinggi dan berisiko tinggi cenderung menjaga dividennya tetap rendah agar tidak memotong dividen saat laba perusahaan turun (Kresna & Ardini, 2020).

Dua jenis dividen yang dapat diterima pemegang saham adalah dividen tunai dan dividen non tunai. Dividen yang dibayarkan secara tunai dikenal sebagai dividen tunai. Dividen non tunai adalah pembayaran yang dilakukan dalam rasio saham tertentu daripada uang tunai. Investor lebih memilih pembayaran dividen tunai daripada jenis lainnya karena mereka membiarkan investor merasa kurang yakin tentang aktivitas investasi mereka. Selain itu, konsistensi dividen merupakan isu penting yang harus diperhatikan oleh manajemen perusahaan karena akan mengurangi ketidakpastian profitabilitas perusahaan (Nurul & Suwitho, 2015).

Kebijakan dividen (*dividend policy*) adalah keputusan apakah laba yang dihasilkan oleh suatu perusahaan harus dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen pada akhir tahun atau ditahan di masa depan untuk penambahan modal guna meningkatkan modal investasi. Dividen itu sendiri adalah laba bersih perusahaan setelah pajak, dikurangi laba ditahan (*retained earning*) yang disimpan dalam cadangan perusahaan. Persentase keuntungan yang dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen dikenal sebagai *Dividend Payout Ratio*. Tujuan dari pembayaran dividen adalah untuk memaksimalkan pemegang saham, yang merupakan salah satu motivasi untuk berinvestasi di pasar modal. Pembayaran dividen sering dipandang sebagai sarana untuk memberikan informasi tentang pertumbuhan dan prospek perusahaan (Amalia & Hermanto, 2018).

Kebijakan dividen selalu berhubungan langsung dengan keputusan pendanaan perusahaan. Faktor yang mempengaruhi besarnya dividen adalah kebijakan dividen yang dikembangkan manajemen dengan mempertimbangkan

beberapa pertimbangan. Kebijakan dividen merupakan dilema bagi manajemen. Di sisi lain, pemegang saham menuntut dividen (Kresna & Ardini, 2020).

Menurut Sholikhah & Hermanto (2017) kebijakan dividen penting karena dua alasan yaitu:

- a. Pembayaran dividen akan memengaruhi harga saham;
- b. Pendapatan yang ditahan (*Retained Earnings*) biasanya merupakan sumber modal sendiri yang terbesar dan terpenting untuk pertumbuhan perusahaan.

Perusahaan menghasilkan laba bersih yang mewakili peningkatan kekayaan pemegang saham relatif terhadap modal disetor. *Earning per share* (EPS) berfluktuasi dari tahun ke tahun tergantung pada laba bersih perusahaan. Dividen digunakan oleh pemegang saham untuk keperluan kas, sedangkan perusahaan membutuhkan dana tambahan untuk mendukung pertumbuhan dan menentukan laba bersih per lembar saham yang dibagikan kepada pemegang saham yang disebut sebagai keputusan kebijakan dividen. Perusahaan menyesuaikan dividen karena keuntungan yang diperoleh mungkin lebih menarik bagi investor. Perusahaan yang konsisten menerapkan dividen sebaiknya mengelola dividen di bawah laba, sehingga terdapat laba ditahan yang dapat digunakan sebagai tambahan modal internal. Tambahan modal harus meningkatkan laba bersih untuk tahun berikutnya. Kestabilan dividen yang dibayarkan merupakan indikasi yang baik dari prospek masa depan perusahaan. Pemegang saham yang mengharapkan dividennya digunakan untuk mendukung kebutuhan operasionalnya menginginkan *dividen per share* (DPS) yang stabil. Karena dengan memiliki *dividen per share* (DPS) yang stabil, mereka dapat merencanakan arus kas masuk yang akan digunakan untuk mendukung kegiatannya (Kresna & Ardini, 2020).

Rasio *Debt to Equity Ratio* (DER) merupakan bagian dari leverage ratio, bertujuan untuk mengukur jumlah utang dan ekuitas yang digunakan dalam kegiatan operasi bisnis. DER menghitung berapa banyak hutang yang digunakan dalam kaitannya dengan modal perusahaan sendiri. Perusahaan dengan nilai DER yang tinggi memiliki risiko keuangan yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan dengan nilai DER yang lebih rendah karena hutang menempatkan ikatan tetap pada perusahaan berupa kewajiban untuk membayar biaya bunga selain

cicilan pokok secara periodik. Keseimbangan antara hutang yang dimiliki perusahaan dan modal sendiri dikenal sebagai rasio hutang terhadap ekuitas. Kurang ekuitas tersirat oleh rasio ekuitas yang lebih besar (Anggun Putri Nidya, 2015).

C. *Growth*

Growth adalah ukuran pertumbuhan ekonomi dan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan posisi ekonominya dalam sektor bisnisnya. *Growth* menunjukkan aset perusahaan dimana aset merupakan aktiva yang digunakan dalam pengelolaan aset perusahaan. Seiring berkembangnya bisnis, maka perusahaan membutuhkan lebih banyak modal (Amalia & Hermanto, 2018). Indikator yang digunakan untuk *growth* adalah total aset, yang menunjukkan pertumbuhan aset yang digunakan dalam operasi perusahaan (Dwiastuty, 2021).

Menurut Sholikhah & Hermanto (2017) mengungkapkan, semakin tinggi tingkat pertumbuhan suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula modal yang dibutuhkan untuk ekspansi usaha. Semakin besar kebutuhan modal masa depan, semakin besar kemungkinan perusahaan akan mempertahankan laba daripada membayarnya sebagai dividen. Potensi pertumbuhan perusahaan merupakan faktor penting dalam menentukan kebijakan dividen. Perusahaan yang sedang tumbuh harus menggunakan keuntungan perusahaan sebagai dividen namun menggunakan laba sebagai ekspansi. Potensi pertumbuhan perusahaan dapat diukur melalui besarnya biaya penelitian dan pengembangan atau disebut juga *Research and Development cost* (R&D *cost*) perusahaan. Semakin besar pengeluaran R&D *cost* suatu perusahaan, semakin besar prospek pertumbuhannya.

Manajemen perusahaan pasti akan bekerja untuk memaksimalkan pertumbuhan setiap periode. Salah satu faktor dalam menentukan kebijakan dividen adalah pertumbuhan perusahaan. Ketika manajemen mengalami kesulitan, memutuskan apakah akan memberikan dividen atau menyimpan laba untuk diinvestasikan dalam proyek-proyek yang menguntungkan untuk mendorong pertumbuhan perusahaan (Zulkarnain, 2016).

Perusahaan yang mengalami pertumbuhan penjualan yang cepat lebih membutuhkan dana tambahan. Biaya modal yang ditanggung akan lebih rendah jika dibandingkan dengan biaya penerbitan modal saham karena penggunaan modal dari sumber eksternal terutama dalam bentuk hutang jangka panjang, sesuai dengan total biaya modal. Harga penerbitan saham biasa lebih mahal daripada harga mendapatkan pinjaman modal. Jika dibandingkan dengan bisnis dengan tingkat pertumbuhan yang lebih lambat, bisnis dengan tingkat pertumbuhan penjualan yang lebih tinggi cenderung meminjam lebih banyak uang. Semakin besar penggunaan modal pinjaman yang memerlukan penyediaan uang tunai untuk melunasi utang pokok beserta bunganya sehingga mengurangi utang secara keseluruhan, maka tingkat pertumbuhan penjualan perusahaan semakin tinggi (Prasetyo, 2020).

D. Profitabilitas

Rasio Profitabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari aktivitas normal bisnisnya. Perusahaan adalah entitas yang melakukan bisnis dengan tujuan menghasilkan uang dengan menyediakan barang dan/atau jasa kepada konsumen. Sebagian besar bisnis memiliki tujuan utama untuk memaksimalkan keuntungan, baik jangka pendek maupun jangka panjang. Manajemen diperlukan untuk meningkatkan keuntungan bagi pemilik bisnis dan meningkatkan kesejahteraan staf. Hanya jika bisnis menghasilkan keuntungan, semua ini dapat terjadi (Subiyanto, 2021). Investor jangka panjang, analisis profitabilitas sangat penting untuk investasi. Hal ini dikarenakan investor sebenarnya melihat keuntungan yang diterima dalam bentuk dividen. Bagi perusahaan, profitabilitas dipandang sebagai ukuran keberhasilan suatu perusahaan. Manajemen membayar dividen untuk menunjukkan keberhasilan pelaporan laba perusahaan. Oleh karena itu, profitabilitas sangat penting bagi perusahaan ketika memutuskan untuk membayar dividen (Amalia & Hermanto, 2018).

Menurut Nurul & Suwitho (2015) Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan (profitabilitas) pada tingkat penjualan, asset, dan modal saham yang tertentu. Ada 3 rasio yang digunakan untuk mengukur profitabilitas yaitu *profit margin*, *Return On Asset (ROA)*, *Return On Equity (ROE)*.

1. *Profit Margin*

Profit Margin adalah rasio yang menilai sejauh mana bisnis dapat menghasilkan laba bersih pada tingkat penjualan tertentu. Rasio ini dapat digunakan untuk menentukan kapasitas perusahaan dalam memangkas biaya (ukuran efisiensi) selama periode waktu tertentu.

Profit margin yang tinggi menunjukkan bahwa bisnis dapat menghasilkan pendapatan yang besar pada tingkat penjualan tertentu. Sebaliknya, margin keuntungan yang rendah menunjukkan penjualan yang terlalu rendah untuk tingkat penjualan tertentu, biaya yang terlalu tinggi untuk tingkat penjualan tertentu, atau kombinasi keduanya. Rasio yang rendah umumnya mencerminkan manajemen yang tidak efektif. Rasio ini sangat bervariasi antar industri.

2. *Return On Asset (ROA)*

Return On Asset (ROA) adalah rasio yang digunakan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dengan jumlah aset tertentu. Rasio yang tinggi menunjukkan manajemen aset yang efektif. Dengan mengetahui *Return On Asset*, maka kita dapat mengevaluasi seberapa efektif perusahaan menggunakan aktivitya dalam kegiatan operasinya. Rasio ini berfungsi sebagai indikator profitabilitas perusahaan yang lebih akurat karena menunjukkan seberapa baik manajemen memanfaatkan sumber dayanya untuk menghasilkan pendapatan.

3. *Return On Equity (ROE)*

Return On Equity (ROE) adalah rasio yang digunakan untuk menilai kapasitas perusahaan untuk mendapatkan keuntungan berdasarkan modal saham tertentu. Rasio ini berfungsi sebagai ukuran profitabilitas dari perspektif pemegang saham. ROE berguna untuk mengetahui besarnya pengembalian yang diberikan oleh usaha untuk setiap rupiah modal dari pemilik. Rasio ini menunjukkan keberhasilan manajemen dalam meningkatkan tingkat pengembalian ekuitas pemegang saham. Suku bunga bebas risiko, seperti suku bunga Sertifikat Bank Indonesia, digunakan sebagai tolak ukur rasio ini..

E. Free Cash Flow

Free cash flow adalah arus kas yang tersedia untuk dapat didistribusikan kepada pemegang saham dan pemilik setelah perusahaan berinvestasi dalam *fixed asset* (aktiva tetap) dan *working capital* (modal kerja) yang diperlukan untuk melanjutkan bisnisnya. Manfaat bagi pemegang saham adalah *free cash flow* dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Manfaat yang diberikan bagi manajemen, yaitu dapat digunakan untuk pembayaran utang, investasi, menambah likuiditas, dll sehingga dapat diinvestasikan kembali dalam proyek yang menguntungkan dimasa depan, dapat digunakan sebagai wadah bagi perusahaan untuk meningkatkan investasinya dalam bentuk laba ditahan (*retained earnings*). Dalam penelitian ini *free cash flow* mempunyai tiga komponen perhitungan yaitu arus kas operasi, pengeluaran modal kerja dan belanja modal bersih pada aset tetap (Hapsari & Fidiana, 2021).

Free cash flow adalah arus kas dari semua aliran yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. Perbedaan kepentingan pemegang saham dan manajer sering muncul sebagai akibat dari *free cash flow*. Ketika *free cash flow* tersedia, manajer diduga akan menyia-nyiaikan *free cash flow* dengan *return* kecil (Hamdan dan Nur Fadrijh Asyik, 2020).

Free cash flow adalah jumlah uang yang masuk ke perusahaan setelah digunakan untuk operasi atau pertumbuhan bisnis. Perusahaan dengan arus kas bebas yang lebih tinggi mungkin mengalami masalah keagenan antara pemegang saham dan manajemen. Investor mengantisipasi pembayaran dividen dari arus kas bebas, sementara manajemen berinvestasi dalam bisnis atau memberikan bonus kepada manajer untuk mendapatkan keuntungan dari pendapatan. Memanfaatkan hutang sebagai modal perusahaan memungkinkan bisnis untuk mengendalikan konflik keagenan (Safitri, 2017b).

F. Variabel dan Keterkaitan antar Variabel Penelitian

1. Hubungan *Growth* dengan Kebijakan Dividen

Pertumbuhan aset perusahaan dari tahun ke tahun berikutnya menunjukkan pertumbuhan bisnis. Kebijakan dividen perusahaan dapat dipengaruhi oleh

pertumbuhan ini, karena tingkat pertumbuhan yang tinggi pasti akan mengarahkan dana yang diterima perusahaan kepada investasi dan mengurangi pembayaran dividen ke pemegang saham. Sehingga dapat dikatakan bahwa keputusan untuk melakukan ekspansi guna meningkatkan pertumbuhan perusahaan memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (Dwiastuty, 2021).

Keputusan perusahaan untuk membagikan dividen kepada para pemegang saham akan membuat hilangnya kesempatan untuk menginvestasikan kembali pendapatan perusahaan ini guna memajukan pertumbuhan perusahaan. Dengan membayar dividen, perusahaan juga berisiko harus menggunakan metode pendanaan eksternal yang lebih mahal. Jika pendapatan tidak cukup untuk menutupi dividen dan peluang investasi, maka menghasilkan biaya peluang (*opportunity cost*) yang lebih tinggi bagi perusahaan (Hatta, 2002).

Temuan dari La Porta et al. (La Porta et al., 2000) dan Gugler (Gugler, 2003) telah menjadi rujukan banyak peneliti yang mencoba mengkaji hubungan antara pertumbuhan perusahaan terhadap kebijakan perusahaan akan dividen. Kedua penelitian tersebut mencoba membandingkan antara perusahaan dengan pertumbuhan yang baik dan buruk. Hasilnya menunjukkan bahwa pemegang saham berperilaku realistis dan jangka panjang. Pemegang saham perusahaan dengan peluang investasi yang baik akan berusaha untuk mewujudkan peluang pertumbuhan yang lebih menguntungkan di masa yang akan datang dan bersedia untuk menunggu dividen. Di sisi lain, pemegang saham perusahaan dengan sedikit atau tanpa peluang pertumbuhan mungkin ingin menekan orang dalam perusahaan untuk mengeluarkan uang tunai (berupa dividen). Sehingga pendapatan perusahaan ini tidak dapat digunakan untuk menguntungkan orang dalam perusahaan, yang pada akhirnya akan menimbulkan masalah keagenan yang lebih tinggi (Manos, 2003). Perusahaan yang memiliki sedikit peluang pertumbuhan juga akan memberikan sinyal kepada pemegang saham dan pasar dengan membagikan dividen dalam jumlah besar untuk menjaga reputasi perusahaan kepada para pemangku kepentingan tersebut (Fairchild, 2010).

2. Hubungan Profitabilitas dengan Kebijakan Dividen

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk menghasilkan uang selama periode tertentu. Pengguna laporan keuangan harus menyadari rasio profitabilitas

karena menunjukkan kapasitas perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Rasio profitabilitas yang lebih tinggi menunjukkan manajemen yang unggul (Dwiastuty, 2021). Berdasarkan teori sinyal, perusahaan akan selalu berusaha memberikan sinyal positif kepada pasar melalui berbagai cara, salah satunya dengan menampilkan rasio profitabilitas yang tinggi (Widyasti & Putri, 2021). Tindakan ini mendorong calon pemegang saham untuk berinvestasi karena menganggap kondisi perusahaan saat ini dan yang akan datang memiliki prospek yang baik dan pada akhirnya akan memberikan dividen yang tinggi. Sehingga dapat dikatakan bahwa pembagian dividen yang diakibatkan oleh besarnya laba digunakan sebagai alat pensinyalan oleh perusahaan kepada pihak eksternal (Tekin & Polat, 2021).

Perusahaan yang memiliki stabilitas laba dapat menentukan tingkat pembayaran dividen dan menandakan kualitas laba perusahaan. Perusahaan yang menghasilkan laba lebih banyak mampu membayar dividen serta menyimpan dana internal dalam bentuk laba ditahan untuk membayar investasi mereka (Dewi & Abundanti, 2020). Profitabilitas merupakan salah satu faktor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen sebuah perusahaan. Hal ini karena dividen merupakan laba bersih yang diperoleh perusahaan setelah membayar bunga dan pajak. Oleh karena itu, dividen akan dibagikan jika perusahaan memperoleh laba. Semakin besar laba yang diperoleh, maka semakin besar pula kemampuan perusahaan untuk membayar dividen (Wahjudi, 2020).

Dari sisi teori keagenan, Tekin & Polat (Tekin & Polat, 2021) menemukan kesimpulan dari pengujian empirisnya bahwa perusahaan yang menghadapi masalah keagenan yang lebih tinggi membayar dividen yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan lainnya. Hal ini sesuai dengan landasan dasar dari teori keagenan bahwa beberapa mekanisme akuntansi dalam perusahaan (termasuk pembagian dividen) menjadi sarana untuk meminimalkan konflik dan biaya keagenan (Asyik, 2020; Jensen & Meckling, 1976).

Kesimpulan dari berbagai penelitian hampir menemukan kesepakatan yang bulat bahwa semakin besar keuntungan perusahaan, semakin besar pembayaran dividen yang akan didapatkan oleh para pemegang saham (Dewi & Abundanti, 2020; Dwiastuty, 2021; Widyasti & Putri, 2021).

3. Hubungan *Free Cash Flow* dengan Kebijakan Dividen

Free cash flow adalah kelebihan kas dalam perusahaan yang dapat dibayarkan kepada pemegang saham sebagai dividen. Setelah bisnis melakukan pembelanjaan modal (*capital expenditure*), seperti membeli aset tetap dengan uang tunai, maka distribusi dapat dilakukan. Dividen dari bisnis dengan arus kas bebas yang cukup akan didistribusikan lebih efektif kepada pemegang saham. Ini agar pendapatan bebas saat ini tidak digunakan untuk proyek-proyek yang tidak menguntungkan. Akibatnya, kemakmuran pemegang saham bisa mendapatkan keuntungan dari ketersediaan dana (Dwiastuty, 2021).

Hal tersebut sesuai dengan hipotesis arus kas bebas (*free cash flow hypothesis*) yang menyatakan bahwa ketika sebuah perusahaan memiliki kelebihan kas, hal yang bisa dilakukan adalah mendanai proyek-proyek yang memiliki *Net Present Value* (NPV) positif. Namun lebih baik bagi manajer untuk mengembalikan kelebihan kas kepada pemegang saham dalam bentuk dividen guna untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Fairchild, 2010; Rochmah & Ardianto, 2020). Perusahaan dengan arus kas bebas cenderung menghadapi biaya keagenan yang lebih tinggi karena konflik kepentingan antara pemangku kepentingan dan manajer. Dividen dapat menjadi alternatif untuk mengurangi biaya keagenan karena mengurangi arus kas bebas yang tersedia bagi manajer (Yusof & Ismail, 2016).

Berdasarkan teori pensinyalan, hubungan antara pembagian dividen, *free cash flow*, dan persepsi pasar semakin kompleks. Pasar mungkin memandang kenaikan dividen sebagai sinyal positif karena menguntungkan pendapatan mereka saat ini atau sebagai sarana untuk mengurangi masalah arus kas bebas (biaya keagenan yang dapat timbul). Namun di sisi lain, kenaikan dividen dapat dilihat sebagai sinyal negatif, karena perusahaan telah melepaskan peluangnya untuk tumbuh lebih besar lagi. Maka dari itu, penelitian tentang ini masih membutuhkan perhatian yang berkelanjutan (Fairchild, 2010).

G. Hasil Penelitian yang Sesuai sebagai Rujukan Penelitian

Penelitian terkait dengan Kebijakan Dividen telah diteliti oleh banyak peneliti sebelumnya dengan menggunakan berbagai macam pendekatan, teori dan teknik analisis. Amalia & Hermanto (Amalia & Hermanto, 2018) meneliti 4 variabel

independen terhadap kebijakan dividen perusahaan. Keempat variabel tersebut adalah profitabilitas, kepemilikan manajerial, *leverage*, dan *growth*. Mereka berdua menggunakan sampel 32 perusahaan selama periode 2013 hingga 2016. Hal penelitian dari Amalia & Hermanto (Amalia & Hermanto, 2018) menyimpulkan bahwa 3 dari 4 variabel independennya terbukti berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan. Variabel yang secara empiris tidak berpengaruh adalah *growth* yang diukur menggunakan pertumbuhan aset. Amalia & Hermanto (Amalia & Hermanto, 2018) juga menyebutkan bahwa tidak berpengaruhnya *growth* terhadap kebijakan dividen perusahaan adalah karena sampel dalam penelitian sebagian besar adalah perusahaan besar dimana pendanaan perusahaan cenderung kepada pendanaan eksternal, sehingga faktor-faktor diluar profitabilitas tidak memiliki pengaruh yang signifikan.

Penelitian selanjutnya yang meneliti determinan dari kebijakan dividen perusahaan adalah Dwiastuty (2019). Penelitian ini secara spesifik hanya menggunakan perusahaan di sektor manufaktur sebagai sampel penelitian. Dwiastuty (Dwiastuty, 2019) menyampaikan bahwa sektor manufaktur adalah sektor yang paling banyak perusahaannya daripada sektor yang lain di BEI dan terus bertambah tiap tahunnya. Variabel yang digunakan sebagai determinan antara lain profitabilitass, *free cash flow*, *growth*, dan likuiditas. Setelah proses pengujian, peneliti menemukan bahwa faktor yang berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan manufaktur adalah hanya profitabilitas perusahaan.

Penelitian lainnya juga dilakukan oleh Hapsari & Fidiana (Hapsari & Fidiana, 2021). Hapsari & Fidiana (Hapsari & Fidiana, 2021) meneliti kebijakan dividen perusahaan di sektor properti dan real estate. Meskipun hanya menggunakan 8 perusahaan selama periode 2014 sampai 2019, data dalam penelitian berhasil lolos dari semua asumsi klasik. Hasilnya menunjukkan bahwa semua hipotesisnya diterima. *Free Cash Flow*, kepemilikan manajerial, dan *leverage* baik secara parsial maupun simulkan sama-sama berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan, dimana FCF dan kepemilikan manajerial berpengaruh secara positif, sedangkan *leverage* berpengaruh secara negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Selain yang diuraikan tersebut, masih banyak penelitian lainnya yang menguji beberapa variabel independen terhadap kebijakan dividen perusahaan. Masing-masing dari

penelitian tersebut memiliki *novelty*-nya masing-masing seperti pengujian di berbagai sektor industri dan dengan berbagai macam variabel yang dinilai mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan. Berikut hasil penelitian terdahulu yang dijadikan sebagai rujukan penelitian ini.

Tabel 2.
Penelitian Terdahulu

No	Peneliti (Tahun)	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
1	Sarah Amalia, Suwardi Bambang Hermanto (2018)	Kebijakan Dividen (Y) Profitabilitas (X1) Kepemilikan Manajerial (X2) Leverage (X3) Growth (X4)	Profitabilitas dan Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen <i>Leverage</i> berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen <i>Growth</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen
2	Zulfa Eka Widya Novianti, Lailatul Amanah (2017)	Kebijakan Dividen (Y) Profitabilitas (X1) Growth (X2) Kebijakan Hutang (X3) Kepemilikan Institusional (X4)	Profitabilitas, kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen <i>Growth</i> berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen Kepemilikan Institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen
3	Elvadea Happy Dwiastuty (2019)	Kebijakan Dividen (Y) Profitabilitas (X1) Free Cash Flow (X2) Growth (X3) Likuiditas (X4)	Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen <i>Free Cash Flow</i> , Likuiditas berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen <i>Growth</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen

No	Peneliti (Tahun)	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
4	Heriska Sri Kresna, Lilis Ardini (2020)	Kebijakan Dividen (Y) <i>Free Cash Flow</i> (X1) Profitabilitas (X2) Kebijakan Hutang (X3)	<i>Free Cash Flow</i> , Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen Kebijakan Hutang tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen
5	Afriyeni, Kartika Deas (2019)	Kebijakan Dividen (Y) Profitabilitas (X1) <i>Leverage</i> (X2) <i>Growth</i> (X3)	Profitabilitas, <i>Leverage</i> berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen <i>Growth</i> berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap kebijakan dividen
6	Hamdan, Nur Fadrih Asyik (2020)	Kebijakan Dividen (Y) <i>Free Cash Flow</i> (X1) <i>Leverage</i> (X2) Profitabilitas (X3)	<i>Free Cash Flow</i> , Profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen <i>Leverage</i> berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen
7	Ningrum Dian Santika, Akhmad Riduwan (2019)	Kebijakan Dividen (Y) <i>Free Cash Flow</i> (X1) Profitabilitas (X2)	<i>Free Cash Flow</i> tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen
8	Kartika Dwi Hapsari, Fidiana Fidiana (2021)	Kebijakan Dividen (Y) <i>Free Cash Flow</i> (X1) Kepemilikan Manajerial (X2) <i>Leverage</i> (X3)	<i>Free Cash Flow</i> , Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen <i>Leverage</i> berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen
9	Dessy Ulfa Wulandari, Ketut Alit Suardana (2017)	Kebijakan Dividen (Y) Profitabilitas (X1) Kesempatan Investasi (X2) <i>Free Cash Flow</i> (X3) <i>Debt Policy</i> (X4)	Profitabilitas, Kesempatan Investasi, <i>Debt Policy</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen <i>Free Cash Flow</i> berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen

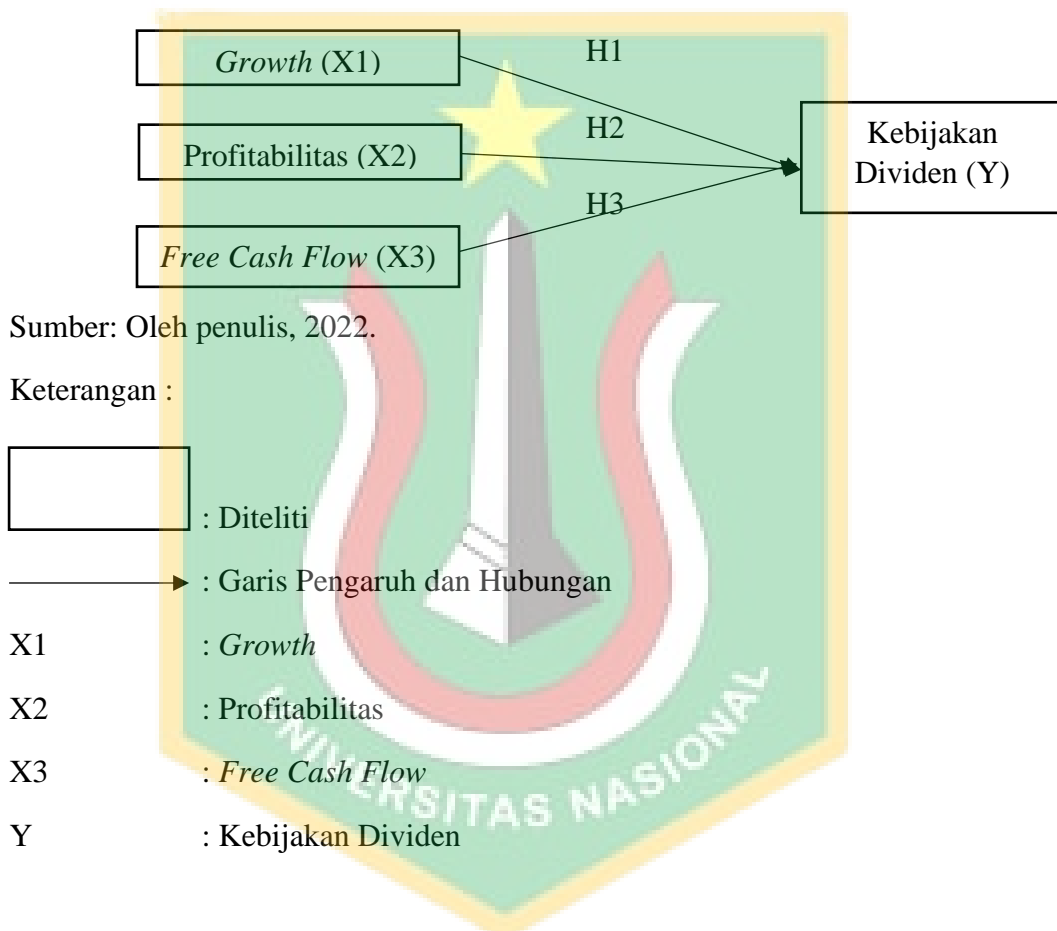
Sumber: Data diolah oleh Penulis, 2022.

H. Kerangka Analisis

Kerangka analisis bertujuan untuk menggambarkan dan menjelaskan pengaruh hubungan antara beberapa variabel yang diteliti. Penelitian ini akan menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi Kebijakan Dividen yang terdiri dari *Growth*, *Profitabilitas*, *Free Cash Flow*.

Gambar 1.

Kerangka Analisis



I. Hipotesis

Menurut Sugiyono (2017) hipotesis adalah jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian, dimana rumusan masalah penelitian telah dinyatakan dalam bentuk kalimat pertanyaan. Dikatakan sementara, karena hasil yang diberikan baru didasarkan pada teori yang relevan, belum didasarkan pada fakta-fakta empiris yang diperoleh melalui pengumpulan data.

1. Pengaruh *Growth* terhadap Kebijakan Dividen

Growth merupakan faktor yang mempengaruhi biaya transaksi. Perluasan perusahaan yang cepat dan banyaknya peluang investasi tercermin dari tingkat pertumbuhannya yang tinggi. Jika masih ada peluang investasi dan lebih disukai untuk membiayai investasi dengan dana dari arus kas internal, maka hubungan antara dividen dan tingkat pertumbuhan perusahaan harus berbanding terbalik karena hal ini menunjukkan bahwa dividen akan berkurang dengan meningkatnya pertumbuhan (Amalia & Hermanto, 2018). Pertumbuhan perusahaan merefleksikan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan ukuran perusahaan dari tahun ke tahun. Pertumbuhan perusahaan dapat diukur dengan mengurangkan total aset tahun sekarang dengan total aset tahun sebelumnya dan dibagi total aset tahun sebelumnya (Dwiastuty, 2021).

Bukti empiris dari pengujian pengaruh pertumbuhan aset terhadap kebijakan dividen perusahaan masih cukup bervariasi. Beberapa penelitian menemukan hubungan yang tidak signifikan antara kedua variabel tersebut, misalnya penelitian yang dilakukan oleh Hatta (Hatta, 2002) dan Amalia & Hermanto (2018). Namun penelitian lain mendukung asumsi awal penelitian ini bahwa pertumbuhan aset menimbulkan kebijakan untuk tidak membagi dividen perusahaan kepada pemegang saham. Penelitian-penelitian pendukung ini antara lain penelitian dari Novianti & Amanah (2017) dan Dwiastuty (2021), yang memberikan bukti empiris terhadap pengaruh negatif signifikan *Growth* terhadap kebijakan dividen. Penelitian yang lebih komprehensif (dengan sampel yang lebih luas dan prediktor yang lebih lengkap) juga telah menemukan hal yang sama. Gugler (Gugler, 2003) mengemukakan dalam simpulannya bahwa pemegang saham perusahaan dengan peluang investasi yang baik lebih memilih untuk mewujudkan peluang pertumbuhan yang menguntungkan dan bersedia untuk menunggu dividen. Hal ini juga sesuai dengan temuan La Porta et al. (La Porta et al., 2000) bahwa pemegang saham bersedia menunda dividen di perusahaan dengan prospek pertumbuhan yang baik tetapi menuntut pembayaran dividen segera di perusahaan dengan prospek yang lebih buruk. Maka dari itu, hasil hubungan antara pertumbuhan perusahaan dan kebijakan dividen menunjukkan hasil yang konklusif, yaitu pengaruh negatif

pertumbuhan terhadap kebijakan dividen. Dari pernyataan diatas, maka penelitian ini mengembangkan hipotesis sebagai berikut.

H1: *Growth* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.

2. Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Rasio profitabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dari aktivitas normalnya, sedangkan dividen adalah bagian dari laba perusahaan yang dibagikan kepada pemegang sahamnya. Oleh karena itu profitabilitas dan dividen memiliki keterkaitan satu sama lain. Perusahaan yang memiliki profitabilitas baik akan dapat membayar dividen atau meningkatkan dividennya. Keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi semua kewajibannya yang berkelanjutan, yaitu beban bunga dan pajak. Dalam penelitian ini, profitabilitas dinyatakan sebagai *Return on Assets* (ROA). Ini mewakili pengembalian investasi perusahaan dalam aktiva tetap yang digunakan dalam operasinya. Oleh karena itu, peningkatan ROA juga akan menyebabkan peningkatan pendapatan dividen. Peningkatan profitabilitas yang dicapai perusahaan memberikan harapan bagi investor untuk pertumbuhan pendapatan dividen yang lebih tinggi (Kresna & Ardini, 2020).

Penelitian yang dilakukan oleh Kresna & Ardini (2020) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Penelitian yang lain dari (Afriyeni & Deas, 2019) profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Menurut hasil penelitian (Asyik, 2020) menunjukkan hasil profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Dari pernyataan diatas maka didapatkan hipotesis kedua penelitian yaitu:

H2: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

3. Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Free cash flow merupakan aliran kas sisa dari pendanaan semua proyek yang memiliki *net present value* yang positif dan didiskontokan pada biaya modal yang sesuai. Ketika bisnis menghasilkan sejumlah besar *free cash flow*, agensi masalah hanya akan menjadi lebih buruk. Kurangnya *free cash flow* yang memadai biasanya mengakibatkan konflik antara manajer dan pemegang saham karena kepentingan yang berbeda. Akibatnya, kebijakan dividen akan dapat mengurangi

biaya keagenan yang disebabkan oleh potensi konflik kepentingan antara prinsipal (pemegang saham) dan agen (manajer), yang dapat dipisahkan dengan kebijakan dividen (Hapsari & Fidiana, 2021). Perhitungan *free cash flow* ini dapat dilihat pada pelaporan arus kas dari aktivitas operasi perusahaan tersebut. *Free cash flow* didapatkan dari hasil arus kas yang dikurangi dengan belanja modal. Untuk belanja modal data dapat dilihat pada arus kas untuk investasi dalam pembelian/pembayaran/sewa aset tetap yang dapat membantu aktivitas produksi (Santika & Riduwan, 2019).

Penelitian yang dilakukan oleh (Hapsari & Fidiana, 2021) menunjukkan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Menurut hasil penelitian (Wulandari & Suardana, 2017) menunjukkan hasil *free cash flow* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Hal ini menunjukkan bahwa kebijakan dividen akan semakin besar dengan semakin tingginya *free cash flow* yang dimiliki perusahaan, karena perusahaan mempertahankan sinyal positif yang ditawarkan investor dengan memberikan return dalam bentuk dividen. Dari pernyataan diatas maka didapatkan hipotesis pertama penelitian yaitu:

H3: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

