

## **BAB II**

### **KAJIAN TEORI**

#### **A. LANDASAN TEORI**

##### **1. Dividen**

Dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, di samping *capital gain*. Ada beberapa tipe dividen yaitu, dividen kas dan dividen non kas (Mahmud M Hanafi, 2014:361). Dividen kas (*cash dividend*) adalah dividen yang dibayarkan perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk rupiah tunai. Sedangkan dividen nonkas atau disebut dividen saham (*stock dividend*) adalah dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada para pemegang saham dalam bentuk saham baru sehingga meningkatkan jumlah saham yang dimiliki pemegang saham (Eduardus Tandelilin, 2010:32)

##### **2. Kebijakan Dividen**

(Agus, 1996:369) dalam DA Putri (2013) menyatakan kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi dimasa mendatang. Dengan demikian maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen adalah suatu kebijakan yang akan diambil oleh perusahaan, apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan. Kebijakan dividen merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan.

Menurut Martin *et al.* (1997:452), kebijakan dividen (*Dividend policy*) perusahaan meliputi dua karakteristik. Pertama, rasio pembayaran dividen

menunjukkan jumlah dividen yang dibayarkan relatif terhadap pendapatan perusahaan atau pendapatan tiap lembar. Komponen kedua adalah stabilitas dividen sepanjang waktu. Dengan demikian kebijakan dividen merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Adapun beberapa teori yang dapat dijadikan sebagai landasan penentuan kebijakan dividen suatu perusahaan, antara lain:

**a. Teori dividen dibayar tinggi (*Bird In The Hand Theory*)**

Argumen ini menyatakan bahwa pembayaran dividen mengurangi ketidakpastian yang berarti mengurangi risiko yang pada giliran selanjutnya mengurangi tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh pemegang saham (ks atau biaya modal saham). Beberapa argumen yang mendukung pembayaran dividen tinggi:

- 1) Mengurangi ketidakpastian. Myron Gordon dan John Lintner (1959) merupakan salah satu ahli yang mendukung teori Burung di Tangan dengan berpendapat perusahaan yang membayar dividen tinggi cenderung memiliki investasi yang lebih berisiko. Gordon dan Lintner menyatakan bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika DPR rendah karena investor lebih suka menerima dividen dari pada capital gains. Menurut mereka, investor memandang dividend yield lebih pasti dari pada *capital gains yield*. Ketidakpastian dividen menjadi lebih kecil dibandingkan dengan ketidakpastian *capital gain* sehingga investor mau membayar harga yang lebih tinggi untuk saham dengan dividen tinggi. Modigliani dan Miller menentang argumen Gordon

dan Lintner karena menurut MM, pada akhirnya investor akan kembali menginvestasikan dividen yang diterima pada perusahaan yang sama atau perusahaan yang memiliki risiko yang hampir sama.

- 2) Mengurangi konflik keagenan antara manager dengan pemegang saham. Argumen ini mendukung pembayaran dividen yang tinggi. Menurut teori keagenan, konflik bisa terjadi antar pihak-pihak yang berkaitan di perusahaan. Hal tersebut disebabkan oleh manajer yang cenderung mengutamakan kepentingan pribadi dan tidak konsisten dengan tujuan pemegang saham. Misal perusahaan mempunyai kelebihan kas dengan NPV positif. Kas tersebut akan lebih baik jika dibagikan ke pemegang saham. Tetapi manajer barangkali tidak mau membagi kas tersebut karena ingin tetap memegang kendali atas kas tersebut. Dalam konteks semacam itu, pembayaran dividen yang tinggi merupakan hal yang diinginkan investor untuk mengurangi konflik antara manajer dan pemegang saham.
- 3) Efek Pajak. Dividen mempunyai pajak efektif lebih tinggi dibandingkan dengan *capital gain*, tetapi dalam beberapa situasi, investor lebih memilih pembayaran dividen yang lebih tinggi karena membayar pajak yang lebih rendah. (Mamduh M Hanafi, 2014:366)

**b. Teori Signal (*Signaling Theory*)**

*Signaling Theory* menjelaskan bahwa manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada para pemegang

saham sebagai wujud dari tanggung jawab atas pengelolaan perusahaan. Ada kecenderungan harga saham akan naik jika ada pengumuman kenaikan dividen, dan harga saham akan turun jika ada pengumuman penurunan dividen. Tetapi ada argumen lain yang lebih masuk akal bahwa dividen itu sendiri tidak menyebabkan kenaikan (penurunan) harga, prospek perusahaan yang ditunjukkan oleh meningkatnya (menurunnya) dividen yang dibayarkan menyebabkan perubahan harga saham. Teori tersebut kemudian dikenal sebagai teori signal menurut Mamduh (2014:371).

Menurut teori signaling tersebut, pembayaran dividen dipakai sebagai signal oleh perusahaan. Jika prospek perusahaan di masa mendatang baik, pendapatan, aliran kas diharapkan meningkat atau diperoleh pada tingkat dimana dividen yang meningkat tersebut bisa dibayarkan maka perusahaan akan meningkatkan dividen kemudian pasar akan merespon positif pengumuman kenaikan dividen tersebut. Begitu sebaliknya, jika prospek perusahaan di masa mendatang menurun, perusahaan akan menurunkan pembayaran dividennya kemudian pasar akan merespon negatif pengumuman tersebut. Dengan demikian menurut teori ini, dividen mempunyai kandungan informasi yaitu prospek perusahaan di masa mendatang. (Mamduh M Hanafi, 2014:363)

### **c. Teori Dividen Residual (*Residual Theory of Dividend*)**

Menurut teori dividen residual, perusahaan menetapkan kebijakan dividen setelah semua investasi yang menguntungkan habis dibiayai. Dengan

kata lain, dividen yang dibayarkan merupakan “sisa” (*residual*) setelah semua usulan investasi yang menguntungkan habis dibiayai. Menurut teori tersebut manajer keuangan akan melakukan langkah-langkah berikut ini:

1. Mempertimbangkan kesempatan investasi perusahaan.
2. Mempertimbangkan target struktur modal perusahaan untuk menentukan besarnya modal sendiri yang dibutuhkan untuk investasi.
3. Memanfaatkan laba ditahan untuk memenuhi kebutuhan akan modal sendiri tersebut semaksimal mungkin.
4. Membayar dividen hanya jika ada sisa laba.

Kebijakan dividen residual dengan demikian membayarkan dividen hanya jika ada sisa kas setelah perusahaan memdanai semua usulan investasi yang mempunyai NPV positif. (Mamduh M Hanafi, 2014:372)

### **3. *Agency Theory***

Teori keagenan adalah teori yang menjelaskan *agency relationship* dan masalah masalah yang ditimbulkannya (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Ridho, 2012). *Agency relationship* merupakan hubungan antara dua pihak, dimana pihak pertama bertindak sebagai prinsipal atau pemberi amanat dan pihak kedua disebut agen yang bertindak sebagai perantara yang mewakili prinsipal dalam melakukan transaksi dengan pihak ketiga. Pada *agency theory* yang disebut prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan.

Teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajer dan kepentingan pemegang saham sering kali bertentangan sehingga sering terjadi konflik diantaranya. Hal tersebut sering terjadi karena manajer cenderung mengutamakan kepentingan pribadi. Sedangkan pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi manajer karena hal itu akan menambah kos perusahaan dan akan menurunkan keuntungan yang diterima pemegang saham. Untuk mengawasi dan menghalangi perilaku oportunistik manajer maka pemegang saham harus bersedia mengeluarkan kos pengawasan yang disebut *agency cost*. Ada beberapa cara yang dapat dilakukan untuk mengurangi masalah keagenan antara lain dengan meningkatkan kepemilikan manajerial, meningkatkan sumber pendanaan melalui hutang dan juga dengan mengaktifkan pengawasan melalui investor institusional.

Dengan pendekatan pengawasan eksternal yang dilakukan melalui penggunaan hutang dalam struktur modal dapat mengurangi penggunaan saham sehingga meminimalisasi biaya keagenan ekuitas. Akan tetapi perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Selain itu penggunaan hutang yang tinggi juga dapat menimbulkan konflik antara *shareholders* dengan *debtholders* sehingga memunculkan biaya keagenan hutang. Jensen, Solberg dan Zorn (1992) dalam Ridho (2012) menemukan mekanisme substitusi antara hutang dengan dividen. Kebijakan hutang mensubstitusi kebijakan dividen dalam *agency cost*. Peningkatan penggunaan hutang dapat menurunkan tingkat konflik antara manajer dengan pemegang saham sehingga pemegang saham

tidak terlalu menuntut pembayaran dividen yang tinggi. Penggunaan hutang yang tinggi akan menyebabkan menurunnya dividen karena sebagian besar keuntungan dialokasikan sebagai cadangan pelunasan hutang. Kemudian penggunaan hutang dalam menurunkan konflik antara manajer dengan pemegang saham juga akan menggeser konflik antara pemegang saham dengan kreditur sehingga akan menurunkan biaya keagenan hutang (*agency cost of debt*).

#### **4. Teori *Pecking Order***

*Pecking Order Theory* menjelaskan bahwa perusahaan lebih suka pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal. Secara spesifik perusahaan mempunyai urutan (*pecking order*) dalam penggunaan dana perusahaan, diantaranya:

- a. Perusahaan memilih pendanaan internal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba ditahan / keuntungan yang dihasilkan perusahaan.
- b. Perusahaan menghitung target rasio pembayaran dividen yang rendah untuk memperoleh peluang investasi yang menguntungkan.
- c. Kebijakan dividen yang rendah ketika keuntungan perusahaan yang tinggi dan kesempatan investai yang menguntungkan akan menyebabkan aliran kas yang diterima akan lebih besar dibandingkan dengan pengeluaran investasi.

- d. Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan dapat menerbitkan sekuritas yang paling aman kemudian melalui hutang dan sebagai pilihan terakhir dengan surat berharga campuran (*hybrid*)

Teori ini merupakan penjabaran perilaku perusahaan yang memilih menahan keuntungan perusahaan sebagai laba ditahan dan lebih memutuskan untuk pembayaran dividen yang rendah. (Mamduh M Hanafi, 2014:313)

## **5. Faktor-faktor Dalam Kebijakan Dividen**

Berikut ini adalah faktor-faktor praktis yang perlu dipertimbangkan dalam penentuan kebijakan dividen:

- a. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan rasio yang biasanya digunakan perusahaan untuk mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba (Sutrisno, 2001:122). Semakin tinggi laba yang dihasilkan perusahaan dapat digunakan sebagai indikator kinerja perusahaan yang semakin baik. Besarnya tingkat profitabilitas menandakan bahwa semakin besar tingkat keuntungan yang dihasilkan oleh perusahaan yang nantinya akan meningkatkan pembagian dividen kepada pemegang saham.

- b. Arus Kas Operasi

Warren *et al.* (2006:25) menyatakan, laporan arus kas terdiri dari tiga bagian yaitu aktivitas operasi, aktivitas investasi, dan aktivitas pendanaan. Arus kas dari aktivitas operasi melaporkan penerimaan dan pembayaran kas yang menyangkut operasi perusahaan. Arus kas

bersih dari aktivitas operasi biasanya berbeda dari jumlah laba bersih periode berjalan. Perbedaan ini terjadi karena pendapatan dan beban tidak selalu diterima atau dibayar secara tunai. Arus kas aktivitas investasi melaporkan transaksi kas untuk pembelian atau penjualan aktiva tetap atau permanen. Perusahaan yang mempunyai aliran kas yang baik bisa membayar dividen atau meningkatkan dividen. Hal yang sebaiknya akan terjadi jika aliran kas tidak baik. Alasan lain pembayaran dividen adalah untuk menghindari akuisisi oleh perusahaan lain. Perusahaan yang mempunyai kas yang berlebihan seringkali menjadi target dalam akuisisi, perusahaan tersebut bisa membayarkan dividen.

c. *Leverage*

*Leverage* menunjukkan proporsi atau penggunaan utang untuk membiayai investasi perusahaan (Sutrisno,2001:120) dalam Isnaini (2013). Tingginya kewajiban yang harus dibayarkan akan mengurangi laba yang dihasilkan perusahaan tentunya akan memberikan dampak pada pembagian dividen sehingga dividen yang diperoleh oleh pemegang saham akan semakin kecil karena laba yang dihasilkan digunakan untuk melunasi utang perusahaan.

d. Dividen tahun lalu

Besarnya dividen tunai yang dibayarkan perusahaan pada tahun sebelumnya juga berdampak pada dividen kas yang dibayarkan saat ini karena perusahaan selalu mempertimbangkan dividen masa lalu sebagai patokan yang paling penting untuk memutuskan pembayaran dividen saat ini.

## B. HASIL PENELITIAN TERDAHULU

Adapun hasil penelitian terdahulu yang telah dilakukan oleh beberapa peneliti dalam menguji pengaruh variabel-variabel bebas terhadap kebijakan dividen. Penelitian tersebut antara lain, penelitian yang dilakukan oleh Isnaini (2013) yang menyatakan bahwa profitabilitas, arus kas operasi dan dividen tahun lalu berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Selain itu penelitian dari Noviana (2011) menyatakan bahwa arus kas operasi memiliki pengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen dan profitabilitas yang di proksikan dengan EPS (*Earning Per Share*) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Penelitian dari Ketut AJ (2012) menyatakan bahwa laba bersih/profitabilitas dan arus kas operasi berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. D Irawan (2010) dalam penelitiannya menyatakan bahwa laba bersih/profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan arus kas operasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Kemudian penelitian dari Alzomaia (2013) menyatakan bahwa profitabilitas dan dividen tahun lalu berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Manurung (2009) menyatakan bahwa laba bersih/profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen sedangkan arus kas operasi berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian Juliana (2013) menyatakan bahwa laba bersih/profitabilitas dan arus kas operasi berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Ada juga penelitian dari Ely (2011) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan Nuringsih (2009) dalam penelitiannya menyatakan profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan.

Penelitian yang dilakukan oleh Sisca (2008) menyatakan bahwa profitabilitas dan *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Dalam penelitian Dhira (2014) menyatakan bahwa laba bersih/profitabilitas, arus kas operasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen. Selanjutnya penelitian dari Putri (2011) menyatakan bahwa kebijakan hutang/*leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Fillya (2013) dalam penelitiannya menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen, sedangkan untuk variabel *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. M Asril (2010) menyatakan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen dan *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Selain itu penelitian yang dilakukan oleh Ajeng (2014) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Dari penelitian Lisa (2009) menyatakan hasil bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen sedangkan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Adapun penelitian dari Risaptoko (2007) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen sedangkan profitabilitas tidak berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Budi (2009) dalam penelitiannya menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Kemudian penelitian dari Doni Kasmon (2013) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

## C. HUBUNGAN ANTAR VARIABEL DAN PENURUNAN HIPOTESIS

### 1. Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Profitabilitas diproksikan dengan *Return On Assets* (ROA) yang diukur dari antara laba bersih setelah pajak (*Earnings After Tax*) terhadap total aset yang dimiliki perusahaan. Profitabilitas dapat dijadikan sebagai suatu ukuran kinerja perusahaan selama satu periode tertentu. Semakin besar profit yang diperoleh perusahaan akan menunjukkan kinerja yang semakin baik karena tingkat pengembalian investasi (*return*) semakin besar. Akan tetapi tingkat profitabilitas yang dihasilkan oleh perusahaan tidaklah selalu pasti. Hal ini yang menyebabkan kebijakan yang di ambil perusahaan dalam membayarkan dividen juga tidak pasti.

Dalam *Pecking Order Theory* menjelaskan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas mempunyai dorongan untuk membayar dividen relatif rendah dalam rangka memilik dana internal lebih banyak untuk

membayai proyek-proyek investasinya. Bahkan bagi perusahaan bertumbuh, peningkatan dividen dapat menjadi berita buruk (*bad news*) karena diduga perusahaan telah mengurangi rencana investasinya. Perusahaan yang menguntungkan akan memiliki peluang investasi yang besar, dan perusahaan tersebut akan lebih memilih untuk meningkatkan laba ditahan agar tetap dapat melakukan investasi yang menguntungkan sehingga perusahaan tersebut dapat terus mempertahankan dan meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu laba perusahaan yang di tahan dapat digunakan untuk membiayai kegiatan operasional sehingga mengurangi pembayaran dividen kepada pemegang saham.

Penelitian yang dilakukan oleh Nuringsih (2005) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen dikarenakan perusahaan akan mengalokasikan keuntungan sebagai laba ditahan untuk kepentingan ekspansi dimasa mendatang seperti untuk pembiayaan kegiatan operasional perusahaan atau untuk investasi. Selain itu juga untuk menghindari keterpaksaan mengurangi pembayaran dividen jika dikemudian hari ternyata laba bersih yang dihasilkan perusahaan cenderung semakin memburuk. Hal tersebut tentunya akan mengurangi jumlah dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham.

Sementara itu penelitian dari Isnaini (2013) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap dividen tunai. Begitu juga dengan penelitian yang dilakukan Alzomaia dan Al-Khadhiri (2013) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap dividen per

lembar. Kemudian dalam penelitian Eli (2011) dan Fillya (2013) juga menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Dividen merupakan laba yang dibagikan oleh perusahaan kepada para pemegang saham. Artinya dividen akan dibagikan apabila perusahaan memperoleh keuntungan. Oleh sebab itu profitabilitas tentu saja akan mempengaruhi besarnya dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham. Semakin besar profitabilitas yang dihasilkan, maka nilai EPS dalam jumlah lembar saham yang konstan juga akan semakin besar sehingga kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividen juga semakin besar.

Dalam *Bird In The Hand Theory* menyatakan bahwa investor menyukai dividen karena pembayaran dividen dapat mengurangi ketidakpastian yang berarti mengurangi risiko dan selanjutnya mengurangi tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh pemegang saham. Myron Gordon dan John Lintner (1959) menyatakan bahwa ekuitas atau nilai perusahaan akan turun apabila rasio pembayaran dividen dinaikkan, karena para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gain*) yang dihasilkan dari laba yang ditahan dibandingkan seandainya para investor menerima dividen. Menurut *signaling theory*, pihak manajemen akan membayarkan dividen untuk memberikan sinyal mengenai keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan profit, sinyal tersebut menandakan bahwa kemampuan perusahaan untuk membagikan dividen merupakan fungsi dari keuntungan perusahaan. Oleh karena itu dividen diambil dari keuntungan bersih yang

diperoleh perusahaan, kemudian keuntungan tersebut tentu saja akan mempengaruhi besarnya dividen yang dibagikan, semakin tinggi profit yang diperoleh perusahaan maka semakin tinggi juga dividen yang dibagikan. Berdasarkan uraian di atas maka, hipotesis yang dirumuskan adalah:

*H1 : Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.*

## **2. Pengaruh Arus Kas Operasi terhadap Kebijakan Dividen**

Isnaini (2013) menyatakan bahwa arus kas operasi memiliki pengaruh terhadap dividen tunai. Penelitian dari Dhira (2014) juga menyatakan bahwa arus kas operasi berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini dikarenakan dalam arus kas operasi menggambarkan kinerja perusahaan dimana kinerja perusahaan yang baik akan menghasilkan arus kas operasi yang tinggi. Sehingga arus kas operasi berpengaruh positif terhadap dividen tunai.

Aktivitas operasi merupakan aktivitas penghasil utama pendapatan bagi perusahaan. Jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah kegiatan operasi perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar dividen dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan sumber pendapatan dari luar. (Manurung dan Siregar, 2009).

Menurut teori keagenan, perusahaan yang mempunyai kelebihan kas dengan NPV positif. Kas tersebut akan lebih baik jika dibagikan ke pemegang saham dan pemegang saham dapat memanfaatkan kas tersebut dengan

caranya sendiri. Tetapi barangkali manajer tidak mau membagi kas tersebut karena ingin tetap memegang kendali atas kas tersebut. Dalam konteks semacam itu pembayaran dividen yang tinggi merupakan hal yang tepat untuk mengurangi konflik antara manajer dan pemegang saham. Selain itu arus kas operasi juga mencerminkan kemampuan dalam setiap penyertaan saham yang dilakukan mampu membiayai operasi perusahaan sehingga menghasilkan kas atau setara kas. Apabila perusahaan memiliki posisi kas yang tinggi, perusahaan tersebut akan mampu membayar dividen kepada pemegang saham dalam jumlah yang tinggi. Sehingga semakin besar arus kas operasi perusahaan maka semakin besar dividen yang dibagikan dan semakin kecil arus kas yang dihasilkan perusahaan dari aktivitas operasinya maka akan semakin kecil dividen yang dibagikan. Dengan demikian arus kas operasi memiliki pengaruh positif terhadap dividen tunai. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis yang dirumuskan adalah:

*H2 : Arus kas operasi berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.*

### **3. Pengaruh Leverage terhadap Kebijakan Dividen**

*Leverage* menunjukkan proporsi atas penggunaan utang untuk membiayai investasinya. Peningkatan hutang atas ekuitas akan mempengaruhi tingkat pendapatan bersih yang tersedia bagi pemegang saham, artinya semakin tinggi kewajiban perusahaan akan menurunkan kemampuan perusahaan dalam membayar dividen.

Ajeng (2014) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Kemudian penelitian Doni (2016) menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap pembayaran dividen tunai. Risaptoko (2007) menunjukkan hasil yang berbeda, dalam penelitian yang dilakukan menunjukkan bahwa *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Budi Mulyono (2009) yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

Modigliani dan Miller (1968) dalam Budi Mulyono (2009) menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat dengan meningkatnya modal perusahaan. Salah satu sumber modal perusahaan adalah melalui hutang. Penggunaan hutang yang tinggi akan meningkatkan kemampuan perusahaan dalam membayarkan dividennya karena kebutuhan pendanaan dapat dipenuhi dari sumber dana eksternal yang artinya dividen yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan akan lebih banyak menggunakan utang untuk membiayai investasinya sedangkan sumber internal perusahaan sepenuhnya dapat dialokasikan kepada pemegang saham sebagai dividen. Sehingga semakin tinggi hutang yang digunakan perusahaan maka dividen yang di bagikan akan semakin tinggi. Dengan demikian *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Pernyataan ini sejalan dengan penelitian dari Risaptoko (2007) dan Budi Mulyono (2009).

Sementara itu Jensen dan Meckling (1976) dalam teori keagenan menjelaskan bahwa kepentingan manajemen dan pemegang saham seringkali

bertentangan, sehingga bisa terjadi konflik diantara keduanya. Dengan adanya konflik tersebut akan menyebabkan timbulnya *agency cost* yaitu biaya yang dikeluarkan prinsipal untuk melakukan pengawasan kepada agen. Oleh karena itu untuk mengurangi terjadinya konflik tersebut salah satu caranya adalah dengan meningkatkan sumber pendanaan melalui utang. Dengan pendekatan pengawasan eksternal yang dilakukan melalui penggunaan hutang dapat mengurangi penggunaan saham sehingga meminimalisasi biaya keagenan. Akan tetapi perusahaan memiliki kewajiban untuk melunasi utang dan membayarkan beban bunga secara periodik. Dengan demikian penggunaan hutang yang tinggi akan mengurangi laba yang ditahan dan dividen yang dibagikan bagi pemegang saham karena sebagian besar keuntungan dialokasikan sebagai cadangan pelunasan utang. Hal ini sejalan dengan penelitian M Asril (2009), Ajeng (2014) dan Doni (2016) bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis yang dirumuskan adalah:

*H3 : Leverage berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.*

#### **4. Pengaruh Dividen Tahun Lalu terhadap Kebijakan Dividen**

Berdasarkan penelitian Isnaini (2013) menyatakan bahwa pembayaran dividen sebelumnya berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Didukung penelitian Alzomaia dan Al-Khadhiri (2013) menyatakan bahwa *dividend per share* perusahaan di tahun sebelumnya sangat berpengaruh positif signifikan terhadap rasio *dividend pershare* saat ini. Kemudian penelitian yang dilakukan oleh Ramli dan Arfan (2011) menyatakan bahwa

pembayaran dividen kas sebelumnya berpengaruh positif terhadap dividen kas saat ini.

Berdasarkan *signaling theory* menyatakan bahwa dividen mempunyai kandungan informasi yaitu prospek perusahaan di masa mendatang. Dividen masa lalu merupakan salah satu alasan yang penting bagi setiap perusahaan dimana setiap perusahaan selalu mempertimbangkan dividen masa lalu sebagai patokan yang paling penting untuk memutuskan pembayaran dividen saat ini. Dengan demikian, perusahaan berusaha untuk mempertahankan tingkat konsistensi yang tinggi dalam tingkat dividen perusahaan mereka dengan mengacu pada dividen masa lalu yang diumumkan. dimana perusahaan yang mampu membayar dividen tahun lalu akan konsisten untuk membayarkan dividennya pada saat ini. Berdasarkan uraian diatas maka hipotesis yang dirumuskan adalah:

*H4 : Pembayaran dividen tahun lalu berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.*

#### D. MODEL PENELITIAN

Model penelitian ini menggambarkan pengaruh antara variabel independen yang meliputi profitabilitas, arus kas operasi, *leverage* dan pembayaran dividen tahun lalu terhadap variabel dependen yaitu kebijakan dividen.

**Gambar 2.1**

**Model Penelitian**

