

BAB II LANDASAN TEORI

A. Kajian Teori

1. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen berhubungan dengan pengambilan keputusan apakah laba yang diterima oleh perusahaan harus dibagikan atau menahannya untuk diinvestasikan lagi oleh perusahaan. Kebijakan dividen merupakan keputusan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan perusahaan kepada para pemegang saham.

Menurut Wachowicz dalam Fira Puspita (2009) kebijakan dividen adalah bagian yang menyatu dengan pendanaan perusahaan. Rasio pembayaran dividen menentukan jumlah laba yang ditahan guna kegiatan investasi atau kegiatan lain di masa yang akan datang. Semakin besar laba yang ditahan maka semakin rendah dividen yang dibagikan dan sebaliknya semakin kecil laba yang ditahan maka semakin tinggi dividen yang dibagikan.

Ada beberapa tipe dividen, yaitu dividen kas dan dividen non kas. Dividen kas merupakan laba perusahaan dalam bentuk kas yang di distribusikan ke pemegang saham secara tunai dengan nilai sesuai dengan kebijakan yang telah diterapkan oleh perusahaan, sedangkan dividen non kas adalah dividen yang dibagikan kepada pemegang saham yang bentuknya bukan kas, melainkan dalam bentuk saham.

Keputusan pembayaran dividen atau menahan laba merupakan aspek utama pada kebijakan dividen. Dermawan Sjahrial dalam Rahmawati (2011)

menyatakan bahwa ada beberapa faktor-faktor yang mempengaruhi pembagian dividen, diantaranya:

a. Posisi likuiditas perusahaan

Posisi likuiditas perusahaan merupakan salah satu faktor penting untuk mempertimbangkan keputusan besar kecilnya pembayaran dividen kepada para pemegang saham. Semakin kuat posisi likuiditas perusahaan maka semakin besar dividen yang dibayarkan perusahaan kepada para pemegang saham. Pada umumnya, perusahaan yang sedang tumbuh tidak begitu kuat posisi likuiditasnya karena laba yang diperoleh oleh perusahaan tersimpan dalam aktiva tetap dan modal kerja sehingga kemampuan perusahaan dalam pembayaran dividen kepada para pemegang saham sangatlah terbatas. Dapat disimpulkan, likuiditas suatu perusahaan ditentukan oleh keputusan-keputusannya dalam bidang investasi dan kemampuan perusahaan tersebut dalam memenuhi kebutuhan dananya.

b. Kebutuhan dana untuk membayar hutang

Untuk membiayai perluasan perusahaan, perusahaan akan mendapatkan hutang baru ataupun menerbitkan obligasi baru. Dalam hal ini manajer diharapkan sudah memikirkan cara atau rencana bagaimana cara melunasi hutang yang dipinjam oleh perusahaan. Apabila telah direncanakan bahwa hutang akan dilunasi menggunakan laba ditahan, maka sebagian laba ditahan akan digunakan untuk membayar hutang dan sisanya akan digunakan untuk membayar

dividen. Sehingga dividen yang dibayarkan akan makin kecil.

c. Rencana perluasan usaha

Makin cepat tingkat perluasan usaha, maka semakin besar kebutuhan dana yang diperlukan perusahaan untuk membiayai perluasan perusahaan tersebut. Oleh sebab itu, manajer lebih senang menahan labanya untuk memperluas usahanya daripada menggunakan labanya untuk membayarkan dividen kepada para pemegang saham. Maka, semakin besar perluasan usaha perusahaan, semakin berkurang pula dana yang digunakan untuk membayar dividen. Lain halnya apabila perusahaan tersebut telah mencapai tingkat pertumbuhan yang telah mapan, dimana kebutuhan dana telah terpenuhi dari dana yang berasal dari pasar modal maupun biaya eksternal lainnya. Maka dalam keadaan tersebut perusahaan dapat menetapkan *dividend payout ratio* yang tinggi.

d. Pengawasan terhadap perusahaan

Kebijakan pembiayaan: untuk ekspansi dibiayai dengan dana dari sumber intern antara lain yaitu laba. Pertimbangannya adalah apabila dibiayai dengan penjualan saham baru ini akan melemahkan kontrol dari kelompok pemegang saham dominan. Karena suara pemegang saham dominan. Karena suara pemegang saham mayoritas berkurang.

2. Teori-Teori Kebijakan Dividen

a. *Smoothing Theory* (Teori Perataan)

Menurut Lintner (1956) dalam *smoothing theory* mengatakan bahwa kebijakan dividen bergantung pada keuntungan sekarang dan dividen tahun sebelumnya. Lintner dalam Gumanti (2013) juga mengemukakan teori perataan dengan hasil penelitian Litner adalah perusahaan memiliki rasio penyebaran dividen jangka panjang. Dalam jangka panjang, perubahan-perubahan dividen yang terjadi mengikuti pola pergerakan yang stabil jika laba perusahaan bertahan pada level tertentu dan menjaga kestabilan dividen akan lebih penting dibandingkan dengan menaikkan atau menurunkan dividen secara drastis. Pada penelitian yang dilakukan oleh Hanafi (2004) menyatakan bahwa untuk perusahaan yang pendapatannya tidak stabil, yang bisa diterapkan dalam perusahaan yang memiliki pendapatan yang tidak stabil tersebut adalah menetapkan dividen dasar (*base*) yang rendah sebagai dividen regular kemudian membayarkan dividen ekstra apabila perusahaan mendapatkan keuntungan yang lebih. Dividen dasar (*base*) bisa dibayarkan setiap periode, termasuk pada saat perusahaan mengalami kondisi yang buruk. Sedangkan dividen ekstra dibayarkan pada saat perusahaan mendapatkan keuntungan ekstra. Dengan cara demikian, investor tidak diberi sinyal yang salah, jika perusahaan membayarkan dividen yang tidak stabil.

b. *Bird In The Hand Theory*

Berdasarkan teori *bird in the hand*, investor percaya bahwa pendapatan dividen memiliki nilai yang lebih besar dibandingkan *capital gain* karena tingkat kepastian dividen dirasa lebih tinggi jika dibandingkan dengan *capital gain*. Menurut teori ini pula, investor lebih memilih dividen yang sudah jelas nominalnya daripada *capital gain* yang nominalnya masih akan berubah-ubah. Menurut Myron Gordon dan John Lintner dalam Brigham dan Daves (2002) lalu dikutip kembali oleh Sari (2010) mengatakan bahwa sesungguhnya investor lebih memilih pendapatan dari dividen daripada dengan pendapatan yang diharapkan dari keuntungan modal karena dividen memiliki resiko lebih kecil daripada keuntungan modal (*capital gain*). Hal ini dikarenakan investor menganggap dividen merupakan faktor yang dapat dikendalikan oleh perusahaan sedangkan *capital gain* merupakan faktor yang dikendalikan oleh pasar melalui mekanisme penentuan harga saham. Hal ini didukung oleh Hanafi (2008) menyatakan bahwa dividen yang tinggi akan membantu mengurangi ketidakpastian. Ketidakpastian dividen lebih kecil dibandingkan ketidakpastian *capital gain*, karena dividen diterima saat ini sedangkan *capital gain* diterima di masa yang akan datang.

c. Teori Residual

Kebijakan ini menyatakan perusahaan membayarkan dividen hanya jika terdapat kelebihan dana atas laba perusahaan yang digunakan untuk

membiayai proyek yang telah direncanakan. Dasar dari kebijakan ini adalah bahwa investor lebih menyukai perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali laba daripada membagikannya dalam bentuk dividen apabila laba yang diinvestasikan kembali tersebut dapat menghasilkan *return* yang lebih tinggi daripada *return* rata rata yang dapat dihasilkan investor dari investasi lain dengan risiko yang sebanding (Rosdini, 2009).

B. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

1. Free Cash Flow

Mariah, et al. (2012) menyatakan aliran kas bebas atau *free cash flow* sebagai aliran kas yang tersedia untuk dibagikan kepada para pemegang saham atau pemilik dalam bentuk dividen. Pembagian tersebut dilakukan setelah perusahaan melakukan investasi pada aset tetap (*fixed asset*) dan modal kerja (*working capital*) yang diperlukan untuk kelangsungan usahanya. Putri (2013) mendefinisikan *free cash flow* sebagai aliran kas diskresioner yang tersedia bagi perusahaan. *Free cash flow* dapat digunakan untuk pembayaran hutang dan pembayaran kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka dapat dikatakan bahwa semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pembayaran hutang dan dividen.

Brigham dan Daves (2003) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai *cash flow* yang dihasilkan dari operasi bisnis yang sedang berjalan dan tersedia

untuk didistribusikan kembali kepada para pemegang saham. Pembagian kas tersebut dianggap tidak akan mempengaruhi tingkat pertumbuhan perusahaan saat ini. Brigham dan Daves (2003) mengungkapkan bahwa aliran kas bebas merupakan aliran kas sesungguhnya yang tersedia untuk dibagikan kepada pemegang saham dan kreditur. Pembagian kas tersebut dilakukan setelah perusahaan menginvestasikan ke dalam aktiva tetap dan modal kerja yang diperlukan untuk mempertahankan operasional perusahaan.

2. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasionalnya. Profitabilitas menggambarkan pendapatan yang dimiliki perusahaan untuk membiayai investasi. Profitabilitas menunjukkan kemampuan dari modal yang diinvestasikan dalam keseluruhan aktiva untuk menghasilkan keuntungan bagi investor. Profitabilitas merupakan faktor yang dipertimbangkan dalam menentukan struktur modal perusahaan. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi cenderung menggunakan hutang yang relatif kecil karena laba ditahan yang tinggi sudah memadai untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan.

Profitabilitas sering dikaitkan dengan kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Menurut Harahap (2011) menjelaskan profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Sedangkan menurut Riyanto

(2011) mengatakan bahwa profitabilitas suatu perusahaan menunjukkan perbandingan antara laba dengan aktiva atau modal yang menghasilkan laba tersebut. Menurut Harahap (2011) profitabilitas menggambarkan kemampuan perusahaan mendapatkan laba melalui semua kemampuan dan sumber yang ada seperti kegiatan penjualan, kas, modal, jumlah karyawan, jumlah cabang dan sebagainya.

3. *Leverage*

Leverage adalah rasio keuangan yang mengindikasikan proporsi hubungan antara hutang dengan ekuitas yang digunakan untuk membiayai aset perusahaan. Penggunaan sumber-sumber permbiayaan perusahaan, baik yang merupakan sumber pembiayaan jangka pendek maupun sumber pembiayaan jangka panjang akan menimbulkan suatu efek yang biasa disebut dengan *leverage*.

Menurut Riyanto (2001) menjelaskan bahwa *leverage* didefinisikan sebagai penggunaan aktiva atau dana dimana untuk penggunaan tersebut perusahaan harus menutup biaya tetap atau membayar beban tetap. Pengertian lain *leverage* menurut Irawati (2006) adalah suatu kebijakan yang dilakukan oleh suatu perusahaan dalam hal menginvestasikan dana atau memperoleh sumber dana yang disertai dengan adanya beban/biaya tetap yang harus ditanggung perusahaan.

Tingkat biaya tetap aktiva dan dana yang dipilih oleh manajemen mempengaruhi variabilitas dari pengembalian yaitu risiko yang dapat

dikendalikan oleh manajemen karena pengaruhnya terhadap nilai, maka manajer keuangan harus memahami bagaimana mengukur dan mengevaluasi *leverage* khususnya ketika membuat struktur modal yang optimal.

4. Risiko Bisnis

Risiko adalah ketidakpastian pendapatan yang disebabkan oleh sifat dari usaha perusahaan tersebut. Risiko berbeda-beda antar kelompok usaha yang berlainan. Ketidakpastian ini disebabkan oleh variabel penjualan dan biaya produksi yang dapat menyebabkan perubahan pendapatan dari waktu ke waktu. Semakin tinggi ketidakpastian pendapatan usaha maka akan meningkatkan ketidakpastian dividen untuk investor.

Crutchley et al (1999) menyebutkan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat risiko yang tinggi tidak menjanjikan pembayaran dividen atau bunga yang tinggi dan *insider* cenderung tidak berinvestasi pada perusahaan yang memiliki risiko tinggi. Risiko perusahaan yang tinggi mengakibatkan perusahaan tidak akan melakukan pemborosan di bidang keuangan terutama untuk dividen untuk mengantisipasi akibat risiko.

Menurut Chen dan Steiner (1999), perusahaan besar cenderung akan mendiversifikasikan kekayaannya secara optimal untuk membatasi kepemilikan ekuitas bagi manajer. Pembatasan yang dilakukan oleh perusahaan menyebabkan manajer dapat kehilangan kendali atas perusahaan. Hilangnya kontrol manajer tersebut dapat mengurangi risiko perusahaan,

karena hilangnya kesempatan manajer untuk berinvestasi pada proyek yang tidak menguntungkan dapat dihindari.

5. *Investment Opportunity Set*

Investment Opportunity Set adalah pilihan investasi di masa mendatang dan dapat dijadikan cermin untuk pertumbuhan aktiva dan ekuitas perusahaan (Sari, 2010). Perusahaan yang mempunyai prospek dengan bisnis yang mapan biasanya lebih berfokus dalam menghasilkan laba yang berupa dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Myers (1977) menguraikan tentang pengertian perusahaan yang terdiri dari suatu kombinasi antara aset yang dimiliki oleh perusahaan dengan pilihan investasi masa depan perusahaan. Menurut Myers (1977) *Investment opportunity set* memberikan petunjuk yang lebih luas dimana nilai perusahaan sebagai tujuan utama tergantung pada pengeluaran perusahaan di masa yang akan datang. *Investment opportunity set* ini berkaitan dengan peluang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang. Pertumbuhan perusahaan ini seperti dengan adanya kesempatan perusahaan untuk berinvestasi. Menurut Abor dan Bokpin (2010) menyatakan bahwa *Investment opportunity set* merupakan penentu utama dari kebijakan pembayaran dividen, karena ketika perusahaan memiliki potensi investasi yang tinggi menyebabkan perusahaan tersebut akan mengejar kebijakan pembayaran dividen yang rendah untuk mempertahankan dana guna membiayai investasi mereka.

C. Hubungan Antar Variabel

1. Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Semakin kuat posisi kas perusahaan, semakin besar kemungkinan perusahaan tersebut mampu untuk membagikan dividen kepada para pemegang sahamnya karena arus kas bebas dapat digunakan untuk pembayaran hutang dan pembayaran kepada pemegang saham dalam bentuk dividen. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka dapat dikatakan bahwa semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas yang tersedia untuk pembayaran hutang dan dividen. Namun kas tersebut terkadang dapat menimbulkan konflik antara pemegang saham dengan manajer. Manajer cenderung lebih menginginkan kas tersebut diinvestasikan kembali untuk aset-aset maupun proyek perusahaan guna mempertahankan operasional perusahaan dan meningkatkan omset perusahaan, sedangkan para pemegang saham menginginkan kas tersebut untuk dibagikan sebagai dividen (Arihana, 2009).

Free cash flow menunjukkan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan dimana dengan adanya kas yang berlebih perusahaan dapat membagikan kepada pemegang saham sebagai dividen, dan hal tersebut dapat berarti bahwa arus kas bebas yang besar memiliki kemungkinan untuk membayar dividen yang tinggi untuk mencegah manajer menginvestasikan kas pada proyek yang memiliki *net present value* yang negatif. Bisa diartikan juga bila perusahaan memiliki *net present value* yang positif berarti sebaiknya perusahaan menggunakan arus kas bebas untuk mengembalikan kas dalam bentuk dividen

kepada pemegang saham untuk memaksimalkan kekayaan para pemegang saham daripada menginvestasikannya pada proyek perusahaan.

Pada penelitian yang dilakukan Laksono (2006) menyimpulkan bahwa *free cash flow* berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen dengan analisa yang digunakan seperti berikut: Pertama, hal ini disebabkan karena belum stabilnya perusahaan-perusahaan akibat krisis yang melanda beberapa tahun sebelumnya. Akibat krisis ekonomi tersebut banyak perusahaan yang memiliki *cash flow* yang negatif sehingga untuk memulihkan memerlukan waktu. Kedua, analisa ini mempertimbangkan bahwa perusahaan yang mempunyai *cash flow* yang tinggi belum tentu akan memberikan dividen yang tinggi pula dikarenakan tergantung dari kebijakan perusahaan tentang dividen itu sendiri. Sedangkan berbeda dengan penelitian Rosdini (2009) yang meneliti tentang pengaruh arus kas bebas terhadap kebijakan dividen menunjukkan hasil bahwa arus kas bebas berpengaruh positif terhadap dividend payout ratio (DPR). Hal serupa juga dikatakan oleh Dwi dan I Made (2015) menyimpulkan bahwa arus kas bebas berpengaruh positif pada tingkat pembayaran dividen alasannya adalah perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang besar akan mendapatkan tekanan dari pemegang saham kepada manajer perusahaan dalam memberikan dividen. Hal tersebut dilakukan agar manajer perusahaan tidak menggunakan arus kas bebas sebagai kebijakan yang cenderung merugikan para pemegang saham. Seharusnya manajemen menggunakan *free cash flow* sebagai kebijakan meminimalkan biaya agensi (Aulia, 2011). Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H1: *Free Cash flow* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

2. Pengaruh Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Menurut penelitian Jensen *et al.* (1992) serta Chen dan Steiner (1999) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen karena semakin tinggi laba maka semakin tinggi pula *cash flow* dalam perusahaan maka diharapkan perusahaan akan membayar dividen yang tinggi. Penelitian Jensen *et al.* (1992) didukung oleh Sudarsi (2002) yang menyebutkan bahwa semakin besar keuntungan perusahaan maka semakin besar membayar dividennya. Berbeda dengan penelitian Nuringsih (2005) yang menyebutkan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen karena laba yang diperoleh perusahaan dialokasikan pada laba ditahan untuk biaya investasi sehingga membayar dividen menjadi rendah.

Penggunaan ROA sebagai proksi dari profitabilitas menjelaskan bahwa ROA sebagai pengembalian atas aktiva. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik, karena tingkat pengembalian investasi semakin besar. Sehingga meningkatnya ROA juga akan meningkatkan pendapatan dividen. Penelitian Amidu dan Abor (2006) menunjukkan adanya pengaruh positif ROA terhadap DPR. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Amidu (2007), dimana hasil penelitian menunjukkan hubungan negatif antara nilai Return on Assets (ROA) dengan rasio pembayaran dividen.

Namun, berdasarkan teori yang mendukung proksi profitabilitas yaitu teori *Bird in the Hand* yang menyatakan bahwa investor lebih menyukai pembagian dividen daripada menunggu pengembalian modal dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi profitabilitas maka semakin tinggi pula dividen yang dibagikan. Ketika suatu perusahaan memiliki profitabilitas yang tinggi maka perusahaan tersebut memiliki arus kas yang tinggi pula sehingga diharapkan dividen yang dibagikan pun akan tinggi juga. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H2: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

3. Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen.

Leverage adalah rasio keuangan yang mengindikasikan proporsi hubungan (relativitas) antara hutang dan ekuitas yang digunakan untuk membiayai aset perusahaan. Peningkatan hutang akan mempengaruhi besar kecilnya laba bersih yang tersedia bagi para pemegang saham, termasuk dividen yang diterima karena kewajiban untuk membayar hutang lebih diutamakan daripada pembagian dividen. Apabila perusahaan mengalami keterbatasan laba ditahan, perusahaan cenderung memanfaatkan hutang namun bila penggunaan hutang terlalu besar dapat berdampak pada *financial distress* dan kebangkrutan (Nuringsih 2005). Berdasarkan dampak ini apabila perusahaan ingin menghindari hutang yang tinggi, maka laba perusahaan dialokasikan ke laba ditahan yang digunakan untuk operasi perusahaan dan investasi di masa yang akan datang sehingga akan mengurangi penggunaan hutang.

Penelitian Ismiyati dan Hanafi (2003) yang menyebutkan bahwa kebijakan hutang memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen karena penggunaan hutang yang terlalu tinggi akan menyebabkan penurunan dividen yang mana sebagian besar keuntungan akan dialokasikan sebagai cadangan pelunasan hutang. Sebaliknya, pada tingkat hutang yang rendah perusahaan membagikan dividen yang tinggi sehingga sebagian besar laba digunakan untuk kesejahteraan pemegang saham.

Penelitian Jensen *et al.* (1992) serta Chen dan Stainer (1999) yang mengatakan bahwa kebijakan hutang mempengaruhi kebijakan dividen secara negatif. Perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi akan berusaha mengurangi *agency cost of debt* dengan mengurangi hutangnya. Pengurangan hutang dapat dilakukan dengan membiayai investasinya dengan sumber dana internal sehingga pemegang saham akan merelakan dividennya untuk membiayai investasinya.

Hal ini bertentangan dengan penelitian Mahadwartha dan Jogiyanto (2002) mengatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini terjadi karena semakin banyak perusahaan mendapatkan dana eksternal menandakan struktur permodalan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang-hutang relatif terhadap ekuitas. Pembayaran dividen yang lebih besar meningkatkan kesempatan untuk memperbesar modal dari sumber eksternal. Sumber modal eksternal ini salah satunya adalah melalui hutang. Manajemen memberikan sinyal positif melalui pembagian dividen, sehingga investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan

bagi nilai perusahaan (Jogiyanto Hartono, 1998). Maka dapat disimpulkan ketika hutang suatu perusahaan tinggi maka dividen yang akan dibagikan juga tinggi. Ini dikarenakan ketika perusahaan memperoleh dana eksternal yang tinggi, maka hal-hal yang bersifat memajukan perusahaan seperti pembelian asset, investasi dll akan menggunakan dana eksternal sedangkan dana internal yang dimiliki perusahaan akan dipergunakan untuk menyejahterakan para pemegang saham salah satunya dengan membayarkan dividen dengan nilai yang tinggi. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H3: *Leverage* berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen

4. Pengaruh Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Dividen

Perusahaan yang mengalami fluktuasi penjualan menghadapi risiko bisnis atau ketidakpastian kemampuan dalam hal mengumpulkan dana yang tinggi. Risiko bisnis merupakan risiko dari perusahaan saat tidak mampu menutup biaya operasionalnya dan dipengaruhi oleh penjualan yang fluktuatif dan biaya (Gitman, 2009). Sehingga hal ini menyebabkan fluktuasi laba yang diperoleh perusahaan. Epayanti dan Yadnya (2014) berkata bahwa perusahaan yang risiko bisnisnya tinggi umumnya akan membayar dividen yang lebih rendah karena dividen yang rendah dipergunakan untuk menghindari pemotongan dividen di masa mendatang. Perusahaan cenderung enggan mengurangi dividen karena hal tersebut dapat dinilai buruk oleh para investor sehingga perusahaan lebih baik menetapkan dividen yang rendah daripada menaikkan

atau menurunkan dividen secara drastis.

Perusahaan yang mempunyai fluktuasi laba yang tinggi menunjukkan kondisi yang tidak stabil atau perusahaan tersebut sedang mengalami risiko bisnis, pada saat perusahaan memiliki risiko bisnis yang tinggi, perusahaan sebaiknya lebih memilih menggunakan dana internal untuk keperluan perusahaan karena perusahaan yang memiliki risiko bisnis yang tinggi, tidak mungkin menambah sumber dana eksternal karena ketika perusahaan menambah sumber dana eksternal dan perusahaan mengalami kesulitan atau kemacetan dalam membayar pembiayaan eksternal maka akan semakin tinggi risiko bisnis yang dihadapi perusahaan tersebut, sehingga dari tingginya risiko bisnis suatu perusahaan maka perusahaan tersebut akan mengurangi dividen, agar kebutuhan dana dapat tercukupi melalui dana internal yang dimiliki perusahaan, dan perusahaan tidak perlu mencari dana eksternal. Sehingga, laba bersih yang fluktuatif menyebabkan semakin tinggi ketidakpastian laba yang dibagikan. Semakin tinggi ketidakpastian laba yang dibagikan, maka dividen yang dibayarkan akan rendah.

Hal ini sejalan dengan *Smoothing Theory* yaitu untuk perusahaan yang pendapatannya tidak stabil, atau perusahaan yang sedang mengalami risiko bisnis sebaiknya menetapkan dividen dasar yang rendah sebagai dividen regular, dividen dasar dibayarkan setiap periode termasuk periode buruk, dibandingkan dengan menaikkan atau menurunkan dividen secara drastis. Selain itu, perusahaan tersebut juga akan kesulitan memperoleh sumber dana eksternal karena investor tentu tidak menginginkan dana yang dimiliki,

diinvestasikan kepada perusahaan yang memiliki risiko yang tinggi. Oleh sebab itu tidak memungkinkan bagi perusahaan untuk menambah sumber dana eksternal maka laba yang diperoleh perusahaan akan ditahan untuk dijadikan dana internal perusahaan untuk keperluan perusahaan maka pembayaran dividen kepada para pemegang saham juga akan berkurang. Ismiyanti (2003) berpendapat bahwa semakin tinggi risiko yang dihadapi perusahaan, semakin besar cadangan *cash flow* yang dibutuhkan perusahaan sehingga menyebabkan rendahnya pembayaran dividen. Hal ini disebabkan sebagian keuntungan yang didapatkan perusahaan dialokasikan sebagai laba ditahan. Laba yang ditahan ini digunakan sebagai sumber internal perusahaan untuk keperluan perusahaan.

Al- Kuwari (2010) meneliti tentang risiko bisnis dan menyimpulkan bahwa risiko bisnis tidak signifikan dan negatif terhadap kebijakan dividen. Demikian juga dengan penelitian Chen dan Steiner (1999) mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki volatilitas arus kas akan lebih memilih untuk membayarkan dividen dengan jumlah yang rendah karena volatilitas arus kas yang tinggi merupakan sinyal bahwa perusahaan mungkin akan menghadapi risiko bisnis yang tinggi dan perlu menghindari pembiayaan eksternal yang mahal. Hal serupa juga dikatakan oleh Chang dan Rhee (1990) yang menyimpulkan bahwa risiko bisnis yang rendah akan memungkinkan perusahaan untuk membagikan dividen dengan jumlah yang besar kepada pemegang saham. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H4: Risiko bisnis berpengaruh negative terhadap kebijakan dividen

5. Pengaruh *Investment Opportunity Set* Terhadap Kebijakan Dividen

Apabila kondisi suatu perusahaan sangat baik maka pihak manajemen cenderung akan lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi. Sebaliknya, perusahaan yang mengalami pertumbuhan lambat cenderung membagikan dividen lebih tinggi untuk mengatasi masalah *overinvestment*.

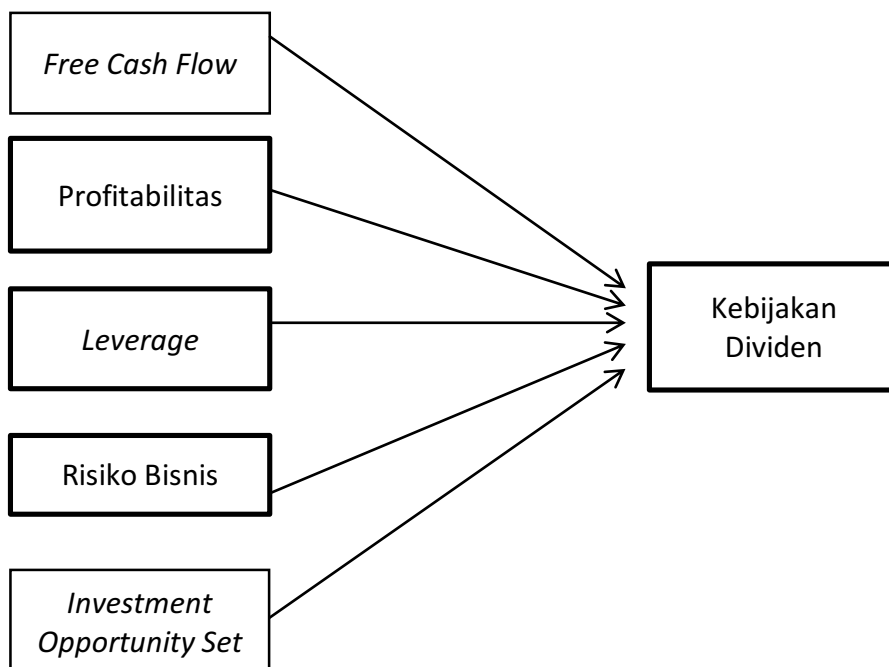
Menurut Jensen (1986) dalam Suharli Michell, (2007), manajer cenderung untuk menginvestasikan arus kas bebas ke dalam peluang investasi dan memperbesar ukuran perusahaan meskipun tidak menguntungkan.

Penelitian Wiirjolukito (2003) dalam Suharli Michell, (2007) mengukur pemanfaatan kesempatan investasi bisa diukur dengan menggunakan peningkatan aktiva tetap bersih. Hasil penelitian menemukan hubungan parameter estimasi dan arah variabel peluang investasi kepada kebijakan dividen bernilai positif. Dengan demikian, hal ini dapat memberikan sinyal bagi perusahaan untuk melaksanakan kebijakan dividen. Penelitian ini sama dengan penelitian Ahmad Rizal (2009) yang menunjukkan bahwa IOS berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Penelitian Marpung dan Hadianto (2009) menyatakan bahwa *investment opportunity set* atau kesempatan investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Penelitian Hadianto (2009) ini didukung oleh teori residual yang menyatakan bahwa perusahaan yang menerima keuntungan akan mengalokasikan keuntungan yang didapatkan untuk membayarkan seluruh kewajiban dan menggunakan dana tersebut untuk membiayai investasi yang menguntungkan bagi perusahaan.

Sehingga, dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada investor merupakan dana sisa yang telah digunakan untuk membiayai kepentingan perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H5: *Investment opportunity set* berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen

D. Model Penelitian



Gambar 2. 1