

## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA, RERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

#### A. Kajian Pustaka

##### 1. Teori *The Bird in the Hand*

Dalam teori *The Bird in the Hand* ini Lintner (1962), Gordon (1963), dan Bhattacharya (1979) dalam Sjahrial (2002) menyatakan bahwa investor menyukai dividen yang tinggi karena dividen yang diterima seperti burung di tangan yang risikonya lebih kecil atau mengurangi ketidakpastian dibandingkan dengan dividen yang tidak dibagikan. Kelompok ini berpendapat bahwa peningkatan dividen akan meningkatkan harga saham yang selanjutnya berdampak terhadap nilai perusahaan.

Gordon dan Lintner menyatakan bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika *dividend payout ratio* rendah karena investor lebih suka menerima dividen dari pada *capital gains*. Menurut mereka, investor memandang *dividend yield* lebih pasti dari pada *capital gains yield*. Perlu diingat bahwa dilihat dari sisi investor, biaya modal sendiri dari laba ditahan adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan investor pada saham. Modigliani dan Miller menganggap bahwa argumen Gordon dan Lintner ini merupakan suatu kesalahan. Menurut Modigliani dan Miller, pada akhirnya investor akan kembali menginvestasikan dividen yang diterima pada perusahaan yang sama atau perusahaan yang memiliki risiko yang hampir sama.

## 2. Teori *Signaling Hypothesis*

Miller-Modigliani (MM) menyimpulkan bahwa investor memiliki informasi yang sama mengenai prospek perusahaan seperti yang dimiliki oleh para manajer, pernyataan ini disebut sebagai kesamaan informasi (*symmetric information*). Namun kenyataannya manajer mempunyai informasi yang lebih dari pada investor luar, hal ini disebut ketidaksamaan informasi (*asymmetric information*). *Dividend signaling theory* pertama kali dicetuskan oleh Bhattacharya (1979) dalam Sjahrial (2002). *Dividend signaling theory* berasumsi bahwa pengumuman perubahan *cash dividend* mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan munculnya reaksi harga saham. Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa mendatang. Adanya anggapan ini disebabkan terjadinya *asymmetric information* antara manajer dan investor, sehingga para investor menggunakan kebijakan dividen sebagai sinyal tentang prospek perusahaan.

Dividen memiliki informasi (*informational content of dividend*) atau sebagai isyarat akan prospek suatu perusahaan. Apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, mungkin diartikan oleh pemodal sebagai sinyal harapan manajemen tentang akan membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang.

Bhattacharya (1979) dalam Sjahrial (2002) mengembangkan suatu model sinyal (*signal model*), bahwa tingginya dividen yang dibagikan menunjukkan tingginya *performance* perusahaan. Pada kondisi informasi tidak seimbang antara

manajer dan investor, perusahaan akan memberikan sinyal dengan membayar dividen yang tinggi.

Pada kenyataannya bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen daripada *capital gains*. Tapi Modigliani dan Miller berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang di atas biasanya merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan dividen yang baik pada masa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen dibawah kenaikan normal (biasanya) diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit dalam dividen waktu mendatang.

Seperti teori dividen yang lain, teori *signaling hypothesis* ini juga sulit dibuktikan secara empiris. Adalah nyata bahwa perubahan dividen mengandung beberapa informasi, tapi sulit dikatakan apakah kenaikan dan penurunan harga setelah adanya kenaikan dan penurunan dividen semata-mata disebabkan oleh efek sinyal atau disebabkan karena efek sinyal dan preferensi terhadap dividen.

### **3. Teori Perbedaan Pajak**

Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy (1979) dalam Sjahrial (2002), mereka menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains*, para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh sebab itu investor mensyaratkan

suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi dalam saham yang memberikan *dividend yield* tinggi *capital gains yield* rendah, dari pada saham dengan *dividend yield* rendah, *capital gains yield* tinggi. Jika pajak atas dividen lebih besar dari pajak atas *capital gains*, perbedaan ini akan semakin terasa.

Adapun alasan mengapa para investor lebih menyukai *capital gains* dari pada dividen karena keuntungan modal yang dikenakan tarif pajak lebih rendah daripada untuk pembagian dividen, karena itu investor yang kaya mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanamkan kembali laba di dalam perusahaan. Kedua pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai saham terjual, karena adanya nilai efek waktu, satu dollar pajak yang dibayarkan di masa mendatang mempunyai biaya efektif yang lebih rendah daripada satu dollar yang dibayarkan hari ini. Dan yang ketiga jika selembar saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang, ahli waris dapat terhindar dari pajak keuntungan modal.

Sesuai dengan teori preferensi pajak, bahwa investor individu akan lebih menyukai perusahaan tidak membayarkan dividen, karena tarif pajak pribadi untuk penghasilan yang diterima dalam bentuk dividen akan lebih besar daripada tarif pajak penghasilan pribadi atas keuntungan modal.

#### 4. *Clientele Effect Theory*

Teori ini mengatakan bahwa kelompok pemegang saham (*clientele*) yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda juga terhadap kebijakan dividen perusahaan (Sjahrial, 2002). *Clientele effect* adalah kecenderungan suatu perusahaan dalam menarik kelompok investor untuk menyukai kebijakan dividennya. Pada umumnya terdapat kelompok investor yang memiliki berbagai kepentingan, ada investor yang lebih menyukai memperoleh pendapatan saat ini dalam bentuk dividen, dimana investor jenis ini menghendaki pembayaran dividen yang tinggi. Akan tetapi ada pula investor yang lebih menyukai menginvestasikan kembali pendapatan mereka karena kelompok investor ini memiliki tarif pajak yang cukup tinggi. Efek *Clientele* ini mengatakan bahwa bagi sekelompok pemegang saham kebijakan dividen tertentu lebih menguntungkan mereka.

Menurut *Clientele theory*, *dividend puzzle* (perdebatan) disebabkan oleh adanya investor yang berbeda baik dilihat dari segi usia investor, kelompok investor, dan golongan. Perbedaan tersebut telah menimbulkan preferensi yang berbeda terhadap tinggi rendahnya dividen yang akan mereka terima. Investor individual dengan usia lanjut dan penghasilannya hanya tergantung dari dividen mungkin lebih menyukai *dividend payout* yang tinggi. Akan tetapi investor dengan penghasilan tinggi akan lebih menyukai *dividend payout* rendah.

Dengan adanya dua kelompok investor tersebut, perusahaan dapat menentukan kebijakan dividen yang dianggap terbaik oleh manajemen. Kemudian membiarkan investor yang tidak menyukai kebijakan dividen dari perusahaan

menjual saham mereka atau melakukan pemindahan investasi ke perusahaan lain. Tetapi perlu diingat bahwa transaksi ini tidak berlangsung secara efisien karena adanya biaya transaksi dan pembayaran *capital gain* sebagai akibat penjualan saham. Oleh karena itu perubahan kebijakan dividen mengakibatkan beberapa investor menjual sahamnya yang mengakibatkan menurunnya harga saham perusahaan.

## 5. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Moeljadi (2006) bahwa teori keagenan pada awalnya berkaitan dengan masalah kepemilikan perusahaan melalui pembelian saham. Pada perkembangannya, teori ini digunakan untuk menjelaskan hubungan antara dua pihak yang bersifat kontraktual. Teori keagenan dalam manajemen keuangan membahas adanya hubungan *agency*, yaitu hubungan mengenai pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan yang dilakukan oleh manajer. Sebagaimana yang dikemukakan oleh Crutchley dan Hansen (1986) yang dikutip oleh Moeljadi (2006), bahwa pemisahan tersebut terjadi karena pemilik modal melakukan diversifikasi portofolio dengan mendelegasikan kewenangan dan pengambilan keputusan kepada manajer dalam mengelola sejumlah dananya.

Namun, sistem agensi juga memiliki berbagai kelemahan. Pendelegasian wewenang pengelolaan perusahaan kepada pihak lain dapat memicu berbagai masalah seperti asimetri informasi, konflik kepentingan antara prinsipal dan agen sampai pada *moral hazard* yang dapat merugikan perusahaan.

Salah satu metode yang dapat digunakan untuk mengatasi masalah-masalah agensi tersebut adalah dengan membentuk komite pengawas bagi agen. Dalam teori agensi, diasumsikan bahwa agen harus diawasi agar kinerjanya sesuai dengan keinginan prinsipal. Selain itu, dengan mengizinkan pemegang saham memonitor kinerja agen atau menghubungkan kepentingan manajemen dan pemegang saham akan memperbaiki kinerja perusahaan dalam jangka panjang (Giovannini, 2009). Dengan menghubungkan kepentingan agen dan prinsipal setidaknya akan mengurangi konflik kepentingan antara agen dan prinsipal

## **6. Dividen**

Dividen merupakan pembagian keuntungan dari laba bersih yang dihasilkan perusahaan dalam periode tertentu kepada para pemegang saham yang berhak setelah sebelumnya harus melalui persetujuan RUPS terlebih dahulu.

Kieso *et al.* (2007) menyatakan bahwa dividen adalah pembagian laba perusahaan kepada para pemegang saham. Jumlah laba yang dibagikan tersebut sebanding dengan jumlah kepemilikan saham yang dipegang masing-masing pemilik. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang berhubungan dengan pembayaran dividen oleh pihak perusahaan, berupa penentuan besarnya dividen yang akan dibagikan dan besarnya saldo laba yang akan ditahan untuk kepentingan perusahaan (Sutrisno, 2001). Penetapan kebijakan dividen akan berkaitan dengan dua pihak, yakni pihak yang mengambil keputusan dan pihak yang menerima keputusan.

Kieso *et al.* (2007) membedakan dividen menjadi 4 (empat) jenis, pertama dividen tunai (*cash dividends*), merupakan distribusi dividen dalam bentuk tunai biasanya dinyatakan dalam rupiah atau persentase. Pembayaran dividen tunai akan mengurangi kas perusahaan dan laba ditahan. Laba ditahan yang tinggi bukan berarti perusahaan memiliki kas yang banyak dan mampu membayar dividen tunai. Laba ditahan tersebut dapat digunakan untuk investasi perusahaan atau untuk membayar hutang. Kedua Dividen properti (*property dividends*) atau *dividend in kind*, merupakan dividen yang dibayarkan menggunakan aset perusahaan selain kas. Aset perusahaan yang dibayarkan untuk dividen dapat berupa persediaan, real estate, investasi atau dalam bentuk apapun yang ditetapkan oleh dewan komisaris. Ketiga dividen likuidasi (*liquidating dividends*), merupakan dividen yang dibayarkan bukan berdasarkan laba ditahan atau pendapatan perusahaan disebut sebagai dividen likuidasi. Keempat dividen saham (*stock dividends*), merupakan pembagian dividen dalam bentuk saham kepada para pemegang saham. Pembagian dividen saham ini akan berdampak pada kenaikan lembar saham yang dimiliki pemegang saham, dividen saham biasanya dinyatakan dalam bentuk persentase.

## 7. *Free Cash Flow*

Kieso, Weygandt dan Warfield (2007) mendefinisikan *free cash flow* sebagai jumlah arus kas diskresioner suatu perusahaan yang dapat digunakan untuk tambahan investasi, melunasi hutang, membeli kembali saham perusahaan sendiri (*treasury stock*), atau menambah likuiditas perusahaan. Subramanyam dan



Wild (2009) menjelaskan *free cash flow* adalah kas dari aktivitas operasi dikurangi perubahan modal bersih dan perubahan modal kerja. *Free cash flow* pada perusahaan menunjukkan efek tambahan pada investasi atau *disinvestment* pada aset operasi. Penampakan *free cash flow* pada perusahaan menunjukkan kas yang bebas untuk digunakan sebagai pelunasan hutang atau pembagian hasil ke pemegang saham.

Jensen (1986) dalam Rosdini (2009), mengatakan bahwa *free cash flow* sebagai aliran kas dimana kelebihan pendanaan dibutuhkan untuk semua jenis proyek yang mempunyai *net present value* yang positif setelah keseluruhan proyek tersebut didiskontokan pada *cost of capital*-nya. Menurut Jerry, Kieso, dan Paul (2008) *free cash flow* yaitu menggambarkan jumlah kas yang tersisa dari operasi setelah penyesuaian untuk pembelian aset tetap (pengeluaran modal) dan pembayaran dividen. *Free cash flow (FCF)* secara sederhana dapat diterjemahkan sebagai kas yang menganggur, yaitu sisa kas setelah digunakan untuk berbagai keperluan proyek yang telah direncanakan perusahaan, seperti melunasi hutang, membayar dividen, melakukan investasi, dan lain-lain. Dengan demikian tingkat *FCF* yang relatif rendah akan mengurangi biaya keagenan sehingga kebutuhan dari dividen untuk membayar biaya keagenan menjadi berkurang. Oleh karena itu semakin tinggi *FCF* maka semakin tinggi rasio pembayaran dividen.

## 8. *Earning Per Share*

Menurut Stice, Stice, Skousen (2009:240) laba adalah pengambilan atas investasi kepada pemilik. Hal ini mengukur nilai yang dapat diberikan oleh entitas kepada investor dan entitas masih memiliki kekayaan yang sama dengan posisi awalnya. Menurut Suwardjono (2008:464) laba dimaknai sebagai imbalan atas upaya perusahaan menghasilkan barang dan jasa. Ini berarti laba merupakan kelebihan pendapatan diatas biaya (biaya total yang melekat dalam kegiatan produksi dan penyerahan barang atau jasa). Menurut Soemarno (2005:230) laba merupakan selisih lebih pendapatan atas beban sehubungan dengan kegiatan usaha.

Laba merupakan alat ukur utama bagi kesuksesan suatu perusahaan dan dengan memperhatikan *Earning Per Share*, maka para investor dapat mengukur laba yang akan diperoleh. Sedangkan *Earning Per Share* yang diperoleh perusahaan, akan dipengaruhi oleh pendapatan perusahaan itu sendiri. Jika perusahaan memperoleh pendapatan yang tinggi, maka *Earning Per Share* juga akan tinggi, begitu sebaliknya (Husnan, 2001:287). Adapun perhitungan *Earning per Share (EPS)* dapat digunakan formula sebagai berikut :

$$EPS = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$$

*Earning Per Share (EPS)* merupakan komponen penting pertama yang harus diperhatikan dalam analisis perusahaan. Informasi *EPS* suatu

perusahaan menunjukkan besarnya laba bersih perusahaan yang siap dibagikan untuk semua pemegang saham perusahaan. *EPS* merupakan rasio yang menunjukkan berapa besar keuntungan (*return*) yang diperoleh investor atau pemegang saham per lembar saham (Tjiptono dan Hendry, 2001 : 139).

Pada umumnya manajemen perusahaan, pemegang saham biasa dan calon pemegang saham sangat tertarik pada *Earning Per Share (EPS)*, karena hal ini menggambarkan jumlah rupiah yang diperoleh untuk setiap lembar saham biasa dan menggambarkan prospek laba perusahaan di masa depan.

## **9. Struktur Kepemilikan**

Struktur kepemilikan suatu perusahaan menunjuk kepada konfigurasi saham yang dimiliki oleh investor, baik individual maupun institusional, baik yang berada didalam maupun diluar organisasi perusahaan. Struktur kepemilikan sangat tergantung bagaimana perusahaan memenuhi kebutuhan pendanaannya. Pendanaan internal dengan penjualan saham atau melalui laba di tahan, sedangkan pendanaan eksternal dilakukan melalui jasa intermediasi seperti bank.

Struktur kepemilikan dalam suatu perusahaan akan memiliki motivasi yang berbeda dalam hal mengawasi atau memonitor perusahaan, manajemen dan dewan direksinya serta kebijakan-kebijakan yang diambil. Struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham (Faisal, 2005). Struktur kepemilikan dipercaya memiliki kemampuan untuk mempengaruhi jalannya perusahaan yang nantinya dapat mempengaruhi kinerja suatu perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) dalam

Sabrina (2010) menyatakan bahwa kepemilikan perusahaan dan kepemilikan institusional adalah dua mekanisme yang dapat mengendalikan masalah keagenan yang ada di suatu perusahaan.

### **9.1. Kepemilikan institusional**

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh institusi keuangan, seperti perusahaan asuransi, bank, dana pensiun, dan *asset management*, Tarjo (2008). Menurut Shien, *et al.* (2006) kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh pemerintah, institusi keuangan, institusi berbadan hukum, institusi luar negeri, dana perwalian dan institusi lainnya. Salah satu faktor yang dapat mempengaruhi kinerja perusahaan adalah kepemilikan institusional. Adanya kepemilikan institusional di suatu perusahaan akan mendorong peningkatan pengawasan agar lebih optimal terhadap kinerja manajemen, karena kepemilikan saham mewakili suatu sumber kekuasaan yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap kinerja manajemen.

Pengawasan yang dilakukan oleh investor institusional sangat bergantung pada besarnya investasi yang dilakukan. Semakin besar kepemilikan institusi keuangan maka akan semakin besar kekuatan suara dan dorongan dari institusi keuangan tersebut untuk mengawasi manajemen dan akibatnya akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan nilai perusahaan sehingga kinerja perusahaan akan meningkat. Pengaruh investor institusional terhadap manajemen perusahaan dapat menjadi sangat penting serta dapat digunakan untuk

menyelaraskan kepentingan manajemen dengan pemegang saham, Solomon (2004) yang dikutip dalam Sabrina (2010).

## 9.2. Kepemilikan Keluarga

Pengertian perusahaan keluarga didefinisikan secara berbeda oleh berbagai penelitian seperti Anderson dan Reeb (2003) mendefinisikan perusahaan keluarga adalah setiap perusahaan yang memiliki pemegang saham yang dominan. Morck dan Yeung (2004) mendefinisikan perusahaan keluarga sebagai perusahaan yang dijalankan oleh penerus dari orang yang sebelumnya bertanggung jawab terhadap perusahaan atau oleh keluarga yang secara jelas berada dalam proses untuk menyerahkan kendali perusahaan kepada penerusnya. Arifin (2003) mendefinisikan perusahaan keluarga sebagai semua individu dalam perusahaan yang kepemilikannya tercatat, yang bukan perusahaan publik, negara, institusi keuangan, dan publik. Kepemilikan saham di negara berkembang sebagian besar dikontrol oleh kepemilikan keluarga, termasuk perusahaan di Indonesia. Pola kepemilikan keluarga yang terkonsentrasi dan pemilik utama (*ultimate control*) yang dominan menyebabkan kebijakan pembagian dividen diarahkan agar tidak memberatkan keluarga (Arifin, 2003).

Anggota keluarga pendiri perusahaan memiliki proporsi saham yang sangat besar dalam perusahaan, sehingga menjadikan mereka sebagai pengambil keputusan. Oleh karena itu di Indonesia yang dimaksud dengan pengambil keputusan adalah pemegang saham mayoritas dan pihak penerima keputusan

adalah pemegang saham minoritas. Pemegang saham mayoritas memiliki pengaruh yang sangat besar terhadap penetapan kebijakan dividen dalam perusahaan. Pemegang saham mayoritas dapat menetapkan kebijakan dividen yang bertentangan dengan kepentingan pemegang saham minoritas.

Kepemilikan asing merupakan porsi *outstanding share* yang dimiliki oleh investor atau pemodal asing (*foreign investor*), (Setiawan, *et al.* 2006). Berdasarkan Peraturan Menteri Keuangan No. 153/PMK.010/2010 tentang Kepemilikan Saham dan Permodalan Perusahaan Efek, pemodal asing adalah orang perseorangan warga negara asing atau badan hukum asing yang tidak bergerak pada bidang keuangan. Keberadaan investor asing dalam struktur kepemilikan perusahaan diharapkan akan menaikkan kinerja perusahaan dengan beberapa alasan. Pertama, investor asing tersebut akan menambah tekanan kepada manajer dalam menyediakan tambahan pengawasan. Kedua, investor asing tersebut dapat memberikan modal-modal baru dan mempekerjakan manajer yang sudah terlatih. Ketiga, investor asing tersebut membantu perusahaan lokal miliknya untuk mendaftar di pasar internasional yang mengakibatkan biaya perolehan modalnya semakin berkurang (Bekaert & Harvey, 1999) dalam Lucyanda & Lilyana (2012).

Beberapa penelitian terdahulu yang dilakukan oleh pihak lain yang dapat dijadikan bahan kajian yang berkaitan dengan permasalahan penelitian ini disajikan dalam bentuk ikhtisar pada tabel 2.1.

Tabel.2.1. Kajian Penelitian Sebelumnya

No.	Peneliti	Variabel Penelitian		Hasil Penelitian
		Dependen	Independen	
1	Sugiarto (2008)	Kebijakan dividen	Kepemilikan keluarga	Kepemilikan keluarga memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen.
2	Dewi (2008)	Kebijakan dividen	Kepemilikan Managerial, Kepemilikan institusional, Kebijakan Hutang, Profitabilitas Dan Ukuran Perusahaan	1) Secara parsial Kepemilikan institusional, Kebijakan Hutang dan Profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen. 2) Ukuran Perusahaan Berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan dividen.
3	Rosdini (2009)	<i>Dividend payout ratio</i>	<i>Free cash flow</i>	<i>Free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap DPR
4	Hery (2009)	Kebijakan dividen	Laba bersih dan arus kas operasi	Laba bersih berpengaruh signifikan positif terhadap DPR.
5	Arvitricia (2010)	<i>Dividend payout ratio</i>	Arus kas babas, leverage, nilai perusahaan, ukuran perusahaan dan struktur kepemilikan	1) Kepemilikan keluarga memiliki pengaruh positif terhadap besaran dividen. 2) Kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap besaran dividen

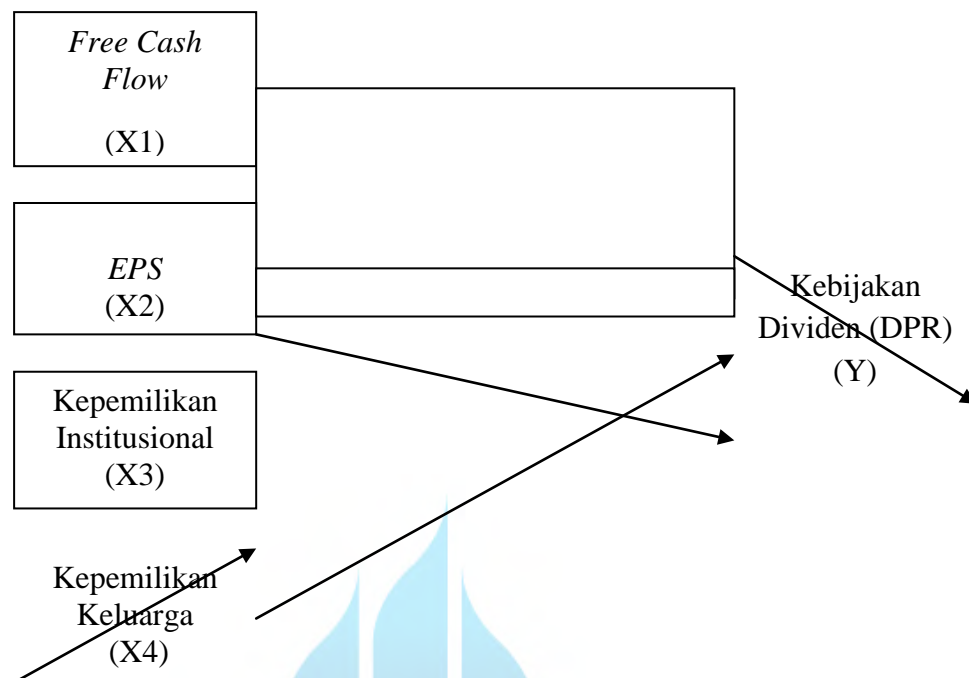
6	Lucyanda, J. dan Lilyana (2012)	<i>Dividend payout ratio</i>	<i>Free cash flow</i> dan struktur kepemilikan	1) <i>Free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap DPR 2) Kepemilikan keluarga tidak berpengaruh terhadap DPR
7	Amyas, Muhammad Arfan dan Hasan Basri (2014)	Dividen kas	<i>Quick Ratio, EPS, ROI</i>	<i>Quick ratio, earning per share</i> dan <i>return on investment</i> secara bersama-sama berpengaruh terhadap dividen kas

## B. Rerangka Pemikiran

Rerangka pemikiran merupakan hasil abstraksi dan sintesis teori dari kajian pustaka yang dikaitkan dengan masalah penelitian, yaitu pengaruh *free cash flow*, laba (*earning per share*) dan struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen pada perusahaan-perusahaan di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan tabel 2.1 mengenai kajian dan beberapa hasil penelitian sebelumnya yang berkaitan dengan pengaruh *free cash flow*, laba dan struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen, maka rerangka berpikir yang mendasari penelitian ini adalah sebagai berikut :





**Gambar 2.1 Rerangka Pemikiran**

Pada gambar 2.1 tersebut menunjukkan bahwa penelitian ini dilakukan untuk menguji hubungan antara *free cash flow*, laba, struktur kepemilikan institusional dan kepemilikan keluarga terhadap kebijakan dividen dengan menempatkan kebijakan dividen sebagai variabel dependen dan *free cash flow*, laba, kepemilikan institusional dan kepemilikan keluarga sebagai variabel independen, serta menguji bagaimana pola hubungan antara variabel-variabel tersebut.

### 1. Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Kebijakan Dividen

*Free cash flow* menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi menyiasati pasar dengan maksud

meningkatkan nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, *free cash flow* akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan dan yang tidak (Uyara & Tuasikal, 2003).

Keputusan pembayaran dividen ataupun menahan dana untuk membiayai kegiatan operasional atau pertumbuhan perusahaan adalah bertujuan untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham baik jangka pendek maupun jangka panjang. Namun demikian terdapat pandangan bahwa tingkat kepastian dividen lebih tinggi dibandingkan dengan *capital gain*. Hal ini dikemukakan oleh Gordon (1963) dan Lintner (1962) yang terkenal dengan teori *The Bird In The Hand Theory* yaitu satu burung di tangan (dividen saat ini) lebih berharga daripada seribu burung di udara (*capital gain* di masa yang akan datang).

Hasil pengujian yang dilakukan Rosdini (2009) menemukan bahwa *free cash flow* mempunyai pengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*, artinya semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi *dividend payout ratio* atau semakin rendah *free cash flow* maka semakin rendah *dividend payout ratio*. Hal yang sama ditemukan pada penelitian Thanatawee (2011).

## **2. Pengaruh EPS Terhadap Kebijakan Dividen**

Laba per lembar saham (earning per share) merupakan kemampuan per lembar saham untuk menghasilkan laba (Harahap, 2010:311). Total keuntungan tersebut diukur dari rasio antara laba bersih setelah pajak (*earnings after tax*)

terhadap jumlah lembar saham yang beredar (*outstanding share*), laba bersih yang diperhitungkan tersebut setelah dikurangi dengan dividen untuk para pemegang saham prioritas/minoritas (*preferred stock*). Semakin besar *earning after tax* maka dividen kas per lembar saham (*cash dividend per share*) yang akan diterima oleh para pemegang saham biasa (*common stock*) juga semakin besar. Hal tersebut dengan asumsi jika dividen bagi para pemegang saham minoritas dan jumlah saham yang beredar (saham biasa) relatif tetap (Amyas *et al.*, 2014). Teori ini juga di dukung oleh Sunarto dan Kartika (2003), dan Nugrahono (2010) yang menunjukkan bahwa *earning per share* berpengaruh signifikan positif terhadap dividen. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian Amyas *et al.* (2014) yang menunjukkan *Earning per share* secara parsial berpengaruh secara positif terhadap dividen. Dengan demikian berdasarkan teori dan uraian tersebut ada pengaruh *earning per share* terhadap dividen.

Menurut Hery (2009:10), perusahaan hanya akan menaikkan dividen apabila laba perusahaan akan naik. Laba dan arus kas operasi selalu dikaitkan sebagai salah satu indikator kemampuan perusahaan dalam membayar dividen sehingga perusahaan cenderung memelihara kebijakan deviden secara teratur. Suatu perusahaan yang menaikkan pembayaran deviden akan dipandang mempunyai harapan baik di masa yang akan datang karena arus kas yang semakin meningkat dapat digunakan dalam pembayaran deviden, sehingga deviden dapat memberikan informasi mengenai arus kas di masa yang akan datang.

### 3. Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Kebijakan Dividen

*Agency theory* mengatakan bahwa tingkat kepemilikan yang tinggi oleh institusi dalam suatu perusahaan akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh investor institusional sehingga akan dapat mengontrol manajer untuk tidak melakukan perbuatan yang tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham yang akhirnya dapat mengurangi *agency cost*. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan dan mengurangi biaya keagenan.

Menurut penelitian Megginson (1997) dan Kumar (2003), struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Dari hasil penelitian Widaningsih (2005) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional (*Institusional ownership*) secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Namun pada penelitian Dewi (2008) dalam Taufan (2013) menyebutkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen karena semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin kuat kontrol eksternal terhadap perusahaan sehingga mengurangi biaya keagenan dan perusahaan akan cenderung memberikan dividen yang rendah, senada dengan hasil penelitian Arvitricia (2010) yang mengemukakan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif terhadap besaran dividen yang dibayarkan.

#### 4. Pengaruh Kepemilikan Keluarga Terhadap Kebijakan Dividen

Dalam teori agensi, manajer didefinisikan sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal. Dalam hal ini, para pemegang saham sebagai pemilik perusahaan atau prinsipal mendelegasikan wewenang pembuatan keputusan dalam perusahaan kepada direktur yang merupakan agen para pemegang saham. Pendelegasian wewenang pengelolaan perusahaan dipandang perlu untuk mencapai sistem pengelolaan perusahaan yang independen dan profesional.

Dalam suatu perusahaan keluarga anggota keluarga yang berpartisipasi dalam kegiatan manajerial, baik sebagai direktur maupun komisaris, maka kinerja perusahaan akan meningkat. Selain itu pula ada yang berpendapat perusahaan yang memiliki satu direktur independen diluar dari anggota keluarga dapat meningkatkan kinerja perusahaan pula.

Berdasarkan teori yang dibangun oleh Jensen dan Meckling (1976), perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga dapat meminimalkan atau menghilangkan adanya masalah dan biaya keagenan antara pemegang saham mayoritas dan manajemen, namun akan menimbulkan masalah keagenan dengan pemegang saham minoritas. Manajemen cenderung melakukan peningkatan dividen untuk mengurangi masalah keagenan tersebut (Arifin, 2003).

Pada penelitian Sugiarto (2008) menemukan bahwa kepemilikan keluarga memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang diukur dengan *dividend payout ratio*. Berbeda dengan hasil penelitian Lucyanda dan Lilyana (2012) yang menemukan bahwa kepemilikan keluarga tidak berpengaruh terhadap

kebijakan dividen, hal ini disebabkan karena menggunakan variabel *dummy*. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian Prasetyo (2009).

### C. Hipotesis

Hipotesis ini dibuat untuk menetapkan kesimpulan sementara terhadap proses penelitian yang akan dilakukan berdasarkan kajian teori dan penelitian terdahulu, serta rerangka pemikiran. Mengacu pada rerangka pemikiran variabel yang telah diuraikan sebelumnya maka dapat dibentuk rumusan hipotesis-hipotesis :

H1 : Terdapat pengaruh positif antara *free cash flow* dengan *dividend payout ratio*.

H2 : Terdapat pengaruh yang signifikan positif antara laba (*earning per share*) dengan *dividend payout ratio*.

H3 : Terdapat pengaruh negatif signifikan antara kepemilikan institusional dengan kebijakan dividen (*dividend payout ratio*).

H4 : Terdapat pengaruh positif antara kepemilikan keluarga dengan *dividend payout ratio*.