

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Dalam pembahasan yang dilakukan penelitian ini menggunakan beberapa penelitian terdahulu yang sangat bermanfaat sebagai bahan acuan. Berikut ini akan diuraikan beberapa penelitian terdahulu yang mendukung penelitian ini:

1. Pernamasari & Wahyudi (2019)

Penelitian yang dilakukan bertujuan untuk menjelaskan pengaruh *good corporate governance* dan kebijakan hutang terhadap kebijakan dividen perusahaan dengan profitabilitas sebagai variabel intervening. Penelitian dilakukan terhadap 100 perusahaan yang terindeks Kompas dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2016 hingga 2017. Penentuan sampling dilakukan secara *purposive sampling* sehingga diketahui terdapat 22 perusahaan yang diteliti. Sumber data yang digunakan adalah sumber data sekunder yang diperoleh dari laporan keuangan perusahaan, yang kemudian dianalisis menggunakan *path analysis*.

Hasil penelitian menjelaskan bahwa kepemilikan institusional dan kebijakan hutang memiliki pengaruh yang negatif terhadap profitabilitas perusahaan, sedangkan jumlah pertemuan komisioner perusahaan yang mewakili variabel *good corporate governance* tidak berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan. Hasil penelitian juga menerangkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Pada variabel kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen baik secara langsung ataupun secara tidak langsung melalui profitabilitas. Pada pertemuan komisioner pengaruh secara langsung ataupun tidak langsung menunjukkan pengaruh yang positif terhadap kebijakan perusahaan. Pada kepemilikan institusional, melalui profitabilitas tidak menunjukkan pengaruh terhadap kebijakan perusahaan.

Persamaan penelitian sekarang dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Pernamasari & Wahyudi (2019) adalah sama menjelaskan pengaruh *debt equity ratio* terhadap kebijakan dividen perusahaan melalui profitabilitas sebagai variabel intervening. Persamaan juga ditunjukkan pada teknik analisis yang digunakan yaitu *path analysis*. Perbedaan penelitian sekarang dengan penelitian Pernamasari & Wahyudi (2019) adalah penelitian sekarang tidak menjelaskan pengaruh *good corporate governance* terhadap kebijakan dividen perusahaan. Perbedaan lain adalah populasi penelitian yang menggunakan perusahaan terindeks Kompas pada penelitian Pernamasari & Wahyudi (2019), sedangkan penelitian sekarang menggunakan perusahaan perbankan sebagai populasi penelitian.

2. Sianipar, Hapsari, & Boediono (2018)

Penelitian yang dilakukan bertujuan untuk menjelaskan pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, komisaris independent, dan komisaris independent terhadap *return on asset* (ROA) perusahaan. Penelitian dilakukan terhadap perusahaan sektor perkebunan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011 hingga 2015. Penentuan sampel

perusahaan dilakukan dengan purposive sampling dan teknik analisis data yang digunakan adalah regresi data panel.

Hasil penelitian menerangkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap ROA perusahaan. Hasil ini menerangkan bahwa semakin besar jumlah saham manajerial perusahaan dapat mendorong peningkatan kinerja perusahaan yang ditunjukkan melalui peningkatan ROA. Hasil penelitian juga menerangkan bahwa komisari independent berpengaruh terhadap ROA, namun kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap ROA pada perusahaan perkebunan.

Persamaan penelitian yang dilakukan sekarang dengan penelitian yang dilakukan oleh Sianipar, Hapsari, & Boediono (2018) adalah sama menjelaskan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap profitabilitas. Sedangkan perbedaan penelitian sekarang dengan penelitian Sianipar, Hapsari, & Boediono (2018) adalah penelitian sekarang tidak menjelaskan mengenai pengaruh kepemilikan institusional dan komisaris independen terhadap ROA dan menjelaskan peran intervening dari ROA, sedangkan penelitian Sianipar, Hapsari, & Boediono (2018) tidak menjelaskan mengenai peran intervening dari variabel ROA sebagai proksi profitabilitas perusahaan.

3. Sitepu, Purwanto, & Irwanto (2017)

Penelitian yang dilakukan bertujuan untuk menjelaskan pengaruh arus kas terhadap profitabilitas dan kinerja saham pada sebuah perusahaan. Perusahaan yang diteliti merupakan perusahaan yang termasuk dalam

perhitungan Indeks Saham Kompas 100 selama 2013 hingga 2016. Penentuan jumlah sampel dilakukan dengan *purposive sampling* dan teknik analisis yang digunakan adalah *Structured Equation Model* (SEM).

Hasil penelitian menjelaskan bahwa arus kas berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan. Hasil ini menjelaskan bahwa peningkatan jumlah arus kas menggambarkan terjadinya peningkatan likuiditas perusahaan dan berdampak pada kinerja perusahaan yang semakin baik. Hasil penelitian juga menerangkan bahwa arus kas dan profitabilitas juga berpengaruh positif terhadap kinerja saham.

Persamaan penelitian yang dilakukan sekarang dengan penelitian yang dilakukan oleh Sitepu, Purwanto, & Irwanto (2017) adalah sama menjelaskan mengenai pengaruh arus kas terhadap profitabilitas dengan proksi ROA. Kemudian perbedaan penelitian sekarang dengan penelitian yang dilakukan oleh Sitepu, Purwanto, & Irwanto (2017) adalah penelitian sekarang tidak menjelaskan mengenai pengaruh arus kas terhadap kinerja saham dan teknik analisis yang digunakan adalah *path analysis*, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Sitepu, Purwanto, & Irwanto (2017) menggunakan teknik analisis SEM.

4. Cahyani & Badjra (2017)

Penelitian yang dilakukan bertujuan untuk menjelaskan pengaruh *leverage* dan likuiditas terhadap kebijakan dividen dengan profitabilitas sebagai variabel moderasi. Penelitian dilakukan terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013 hingga

2015, yang kemudian ditentukan sebagai sampel penelitian dengan *purposive sampling*, sehingga diketahui jumlah sampel penelitian adalah sebesar 17 perusahaan manufaktur. Pengumpulan data secara dokumentasi terhadap setiap laporan keuangan perusahaan yang kemudian dianalisis menggunakan *path analysis*.

Hasil analisis menjelaskan bahwa *leverage* dan likuiditas berpengaruh signifikan terhadap profitabilitas, namun hanya *leverage* yang berpengaruh signifikan pula terhadap kebijakan dividen. Hasil pada pengaruh tidak langsung menunjukkan bahwa *leverage* dan likuiditas berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan melalui profitabilitas.

Persamaan penelitian sekarang dengan penelitian yang dilakukan oleh Cahyani & Badjra (2017) adalah menjelaskan pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen dengan profitabilitas sebagai variabel intervening. Persamaan yang lain juga terdapat pada teknik analisis data yang digunakan, yaitu sama menggunakan *path analysis*.

Perbedaan penelitian sekarang dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Cahyani & Badjra (2017) adalah penelitian yang dilakukan sekarang tidak menerangkan pengaruh likuiditas terhadap kebijakan dividen dengan profitabilitas sebagai variabel intervening. Kemudian perusahaan yang menjadi populasi juga berbeda, pada penelitian Cahyani & Badjra (2017) menggunakan perusahaan manufaktur, sedangkan penelitian sekarang menggunakan perusahaan perbankan.

5. Rais & Santoso (2017)

Penelitian yang dilakukan bertujuan untuk menjelaskan pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen. Populasi yang digunakan pada penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013 hingga 2015, yang kemudian ditentukan secara *purposive sampling* untuk mengetahui jumlah sampel penelitian sebesar 135 perusahaan. Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linier berganda.

Hasil penelitian menerangkan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Persamaan penelitian sekarang dengan penelitian yang dilakukan oleh Rais & Santoso (2017) adalah sama dalam menjelaskan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen perusahaan. Perbedaan penelitian terdapat pada penelitian sekarang yang tidak meneliti pengaruh kepemilikan institusional, profitabilitas dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen. Teknik analisis yang dilakukan juga berbeda, pada penelitian Rais & Santoso (2017) menggunakan regresi linier berganda, sedangkan penelitian sekarang menggunakan *path analysis*.

6. Diana & Hutasoit(2017)

Penelitian yang dilakukan bertujuan untuk menjelaskan pengaruh *free cash flow* dan kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen dengan profitabilitas sebagai variabel moderating. Penelitian ini menggunakan populasi berupa perusahaan manufaktur sektor industri dan kimia, sektor aneka industri, sektor industri barang dan konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2013 hingga 2015. Pengumpulan data dilakukan secara dokumentasi terhadap laporan keuangan perusahaan yang kemudian dianalisis dengan analisis regresi linier berganda menggunakan moderasi.

Hasil penelitian menerangkan bahwa secara parsial *free cash flow* dan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Profitabilitas dapat memoderasi secara signifikan pengaruh *free cash flow* terhadap kebijakan dividen, namun tidak dapat memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen.

Persamaan penelitian sekarang dengan penelitian Diana & Hutasoit (2017) adalah menjelaskan pengaruh kepemilikan manajerial dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen. Kemudian perbedaannya dapat dijelaskan bahwa penelitian yang dilakukan oleh Diana & Hutasoit(2017) menggunakan variabel moderasi yaitu profitabilitas, sedangkan penelitian sekarang menggunakan profitabilitas sebagai variabel intervening.

7. Dewi (2016)

Tujuan dari penelitian adalah untuk menjelaskan pengaruh likuiditas, *leverage*, ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen perusahaan dengan profitabilitas sebagai variabel intervening. Penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012 hingga 2014. Penentuan sampel dilakukan dengan *purposive sampling* sehingga diketahui terdapat 19 perusahaan yang menjadi sampel penelitian. Teknik analisis yang digunakan adalah *path analysis*.

Hasil penelitian menerangkan bahwa *leverage* dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap profitabilitas, sedangkan likuiditas tidak berpengaruh. Likuiditas, *leverage*, ukuran perusahaan, dan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan. Hasil penelitian juga mengungkapkan bahwa profitabilitas tidak dapat menjadi variabel intervening untuk menjembatani pengaruh likuiditas, *leverage*, ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Persamaan penelitian sekarang dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Dewi (2016) adalah sama menjelaskan pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen perusahaan melalui profitabilitas. Teknik analisis yang digunakan juga sama, yaitu menggunakan *path analysis*. Perbedaan penelitian sekarang dengan penelitian Dewi (2016) adalah tidak menjelaskan pengaruh ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap kebijakan dividen perusahaan. Perusahaan yang menjadi populasi dan

sampel penelitian juga berbeda, pada penelitian Dewi (2016) menggunakan perusahaan manufaktur, sedangkan penelitian sekarang menggunakan perusahaan perbankan.

8. Chandra & Fachrurrozie (2016)

Tujuan dari penelitian yang dilakukan adalah untuk menjelaskan pengaruh likuiditas, *leverage*, ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen dengan profitabilitas sebagai variabel intervening. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2011 hingga 2013 menjadi populasi penelitian, yang kemudian ditentukan dengan *purposive sampling*, sehingga diketahui terdapat 19 perusahaan manufaktur yang menjadi sampel penelitian. Teknik analisis yang dilakukan adalah *path analysis*.

Hasil analisis menerangkan bahwa *leverage* dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif signifikan terhadap profitabilitas perusahaan, sedangkan likuiditas tidak berpengaruh. *Leverage*, ukuran perusahaan, dan likuiditas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan, namun profitabilitas berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, dan profitabilitas tidak dapat menjadi variabel intervening untuk menjembatani pengaruh likuiditas, *leverage*, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Persamaan penelitian sekarang dengan penelitian yang dilakukan oleh Chandra & Fachrurrozie (2016) adalah pada variabel yang diteliti, yaitu menerangkan pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen.

Variabel intervening yang digunakan juga sama yaitu profitabilitas. Perbedaan penelitian sekarang dengan penelitian Chandra & Fachrurrozie (2016) adalah tidak adanya variabel likuiditas dan ukuran perusahaan yang diteliti dalam penelitian sekarang. Penelitian sekarang juga tidak melakukan penelitian terhadap perusahaan manufaktur, melainkan perusahaan perbankan.

9. Sakinc & Gungor (2015)

Penelitian yang dilakukan bertujuan untuk menjelaskan pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan asing, dan kepemilikan *shareholder* terhadap kebijakan dividen perusahaan. Populasi yang digunakan pada penelitian adalah perusahaan perbankan yang terdaftar di Istanbul Stock Exchange pada tahun 2004 hingga 2011. Teknik analisis yang digunakan adalah analisis regresi data panel.

Hasil penelitian menerangkan bahwa kepemilikan asing berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Pada kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan perusahaan.

Persamaan penelitian sekarang dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Sakinc & Gungor (2015) adalah sama menjelaskan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen perusahaan. Perbedaan penelitian sekarang dengan penelitian Sakinc & Gungor (2015) adalah tidak menjelaskan pengaruh kepemilikan asing terhadap kebijakan dividen perusahaan. Perbedaan lain adalah pada teknik analisis yang

digunakan, penelitian Sakinc & Gungor (2015) menggunakan analisis data panel, sedangkan penelitian sekarang menggunakan *path analysis*.

10. Indriani, Susilawati, & Purwanto (2014)

Penelitian yang dilakukan bertujuan untuk menjelaskan pengaruh kepemilikan manajerial dan kinerja keuangan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Populasi penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012 hingga 2014. Teknik penentuan sampel dilakukan secara *purposive sampling* sehingga diketahui jumlah sampel adalah sebesar 30 perusahaan. Pengumpulan data penelitian dilakukan secara dokumentasi yang kemudian dianalisis menggunakan analisis regresi linier berganda.

Hasil penelitian menerangkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kinerja keuangan tidak berpengaruh terhadap kebijakan perusahaan.

Persamaan penelitian sekarang dengan penelitian yang dilakukan oleh Indriani, Susilawati, & Purwanto (2014) adalah sama menjelaskan pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kemudian perbedaan penelitian sekarang dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Indriani, Susilawati, & Purwanto (2014) adalah penelitian sekarang tidak menjelaskan pengaruh kinerja keuangan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Teknik analisis yang dilakukan juga berbeda, pada penelitian Indriani, Susilawati, & Purwanto (2014) menggunakan analisis

regresi linier berganda, sedangkan penelitian sekarang menggunakan *path analysis*.

11. Adnan, Gunawan, & Candrasari (2014)

Penelitian yang dilakukan bertujuan untuk menganalisis pengaruh profitabilitas, *leverage*, *growth*, dan *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio* perusahaan dengan *good corporate governance* sebagai variabel intervening. Populasi yang digunakan adalah perusahaan yang diranking oleh *Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG)* tahun 2006-2011, yang kemudian dilakukan *purposive sampling* hingga diketahui jumlah sampel penelitian sebesar 81 perusahaan. Teknik analisis yang dilakukan adalah analisis jalur.

Hasil analisis untuk pengaruh langsung menjelaskan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*, sedangkan *leverage* dan *growth* berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*, serta *free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*. Kemudian hasil analisis juga menjelaskan bahwa profitabilitas, *growth*, dan *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap *corporate governance*, sedangkan *leverage* berpengaruh positif terhadap *corporate governance*, kemudian *corporate governance* juga tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Hasil analisis juga menerangkan bahwa *corporate governance* dapat diterima untuk dimasukkan dalam model sebagai variabel intervening.

Persamaan penelitian sekarang dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Adnan, Gunawan, & Candrasari (2014) adalah variabel yang diteliti, yaitu menjelaskan pengaruh *leverage* dan *free cash flow* terhadap kebijakan dividen perusahaan. Teknik analisis yang digunakan juga sama, yaitu menggunakan *path analysis*.

Perbedaan penelitian sekarang dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Adnan, Gunawan, & Candrasari (2014) adalah perusahaan yang menjadi sampel penelitian, dimana yang digunakan dalam penelitian Adnan, Gunawan, & Candrasari (2014) adalah perusahaan manufaktu, sedangkan penelitian sekarang menggunakan perusahaan perbankan. Variabel intervening yang digunakan juga berbeda, yang pada penelitian Adnan, Gunawan, & Candrasari (2014) menggunakan *corporate governance*, sedangkan pada penelitian sekarang menggunakan profitabilitas.

12. Parsian & Koloukhi (2014)

Penelitian yang dilakukan bertujuan untuk menjelaskan pengaruh *free cash flow* dan profitabilitas terhadap *dividend payout ratio* perusahaan. Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di *Tehran Stock Exchange* tahun 2005 hingga 2010. Penelitian dilakukan dengan pengumpulan data secara dokumentasi yang kemudian dianalisis menggunakan analisis regresi data panel.

Hasil penelitian menerangkan bahwa *free cash flow* dan profitabilitas berpengaruh negatif terhadap *dividend payout*

ratioperusahaan. Hasil penelitian juga menerangkan bahwa pada *leverage* menunjukkan pengaruh yang positif terhadap *dividend payout ratio* perusahaan, kemudian ukuran perusahaan, kesempatan tumbuh dan resiko sistematis tidak berpengaruh terhadap nilai *dividend payout ratio* perusahaan.

Persamaan penelitian sekarang dengan penelitian yang telah dilakukan oleh Parsian & Koloukhi (2014) adalah sama menjelaskan mengenai pengaruh *free cash flow* dan *leverage* terhadap nilai *dividend payout ratio* perusahaan. Perbedaan penelitian Parsian & Koloukhi (2014) adalah tidak menjelaskan pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, kesempatan tumbuh, dan resiko sistematis perusahaan terhadap nilai *dividend payout ratio* perusahaan. Teknik analisis yang digunakan juga berbeda, yaitu menggunakan regresi data panel pada penelitian Parsian & Koloukhi (2014) dan *path analysis* pada penelitian sekarang.

Secara ringkas uraian mengenai penelitian terdahulu dapat ditunjukkan melalui Tabel 2.1 berikut.

Tabel 2.1
Matriks Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Variabel Dependen: Kebijakan Dividen (Y)				Variabel Intervening: Profitabilitas (Z)		
		Variabel Independen						
		(X1)	(X2)	(X3)	(Z)	(X1)	(X2)	(X3)
1	Pernamasari & Wahyudi (2019)		B		B		B	
2	Sianipar, Hapsari, & Boediono (2018)					B		
3	Sitepu, Purwanto, & Irwanto (2017)							B

No	Peneliti	Variabel Dependen: Kebijakan Dividen (Y)				Variabel Intervening: Profitabilitas (Z)		
		Variabel Independen						
		(X1)	(X2)	(X3)	(Z)	(X1)	(X2)	(X3)
4	Cahyani & Badjra (2017)		B		B		B	
5	Rais & Santoso (2017)		TB		TB			
6	Diana & Hutasoit (2017)	TB		TB				
7	Dewi (2016)		TB		TB		B	
8	Chandra & Fachrurrozie (2016)		TB		B		B	
9	Sakinc & Gungor (2015)	TB						
10	Indriani, Susilawati, & Purwanto (2014)	B						
11	Adnan, Gunawan, & Candrasari (2014)		B	B	TB			
12	Parsian & Koloukhi (2014)		B	B	B			

Keterangan:

B = Berpengaruh

TB = Tidak Berpengaruh

X1 = Kepemilikan Manajerial

X2 = *Leverage*

X3 = *Free cash flow*

Ringkasan hasil penelitian yang ditunjukkan Tabel 2.1 menunjukkan bahwa pada pengaruh setiap variabel bebas yaitu, kepemilikan manajerial (X1), *leverage* (X2), dan *free cash flow* (X3), serta profitabilitas (Z) terhadap kebijakan dividen (Y), menunjukkan inkonsistensi hasil penelitian. Pada pengaruh kepemilikan manajerial (X1) terhadap kebijakan dividen (Y), penelitian yang menunjukkan adanya pengaruh dijelaskan dalam penelitian Indriani, Susilawati, & Purwanto (2014), sedangkan pada penelitian Sakinc & Gungor (2015) dan Diana

& Hutasoit(2017) tidak menunjukkan adanya pengaruh. Pada pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen (Y), penelitian yang menunjukkan adanya pengaruh dijelaskan dalam penelitian Parsian & Koloukhi (2014), Adnan, Gunawan, & Candrasari (2014), Cahyani & Badjra (2017), kemudian pada penelitian Chandra & Fachrurrozie (2016), Dewi (2016), dan Rais & Santoso (2017) tidak menunjukkan adanya pengaruh.

Berikutnya pada pengaruh *free cash flow* (X3) terhadap kebijakan dividen (Y), penelitian yang menunjukkan adanya pengaruh dijelaskan dalam penelitian Parsian & Koloukhi (2014), dan Adnan, Gunawan, & Candrasari (2014), sedangkan penelitian yang menunjukkan tidak adanya pengaruh dijelaskan dalam penelitian Diana & Hutasoit (2017). Pada pengaruh profitabilitas (Z) terhadap kebijakan dividen (Y), penelitian yang menunjukkan adanya pengaruh dijelaskan dalam penelitian Parsian & Koloukhi (2014), Chandra & Fachrurrozie (2016), Cahyani & Badjra (2017), dan Pernamasari & Wahyudi (2019), sedangkan penelitian yang menunjukkan tidak adanya pengaruh adalah Adnan, Gunawan, & Candrasari (2014), Dewi (2016), dan Rais & Santoso (2017).

Selanjutnya pada kolom berikutnya Tabel 2.1 menunjukkan pengaruh variabel bebas yang terdiri dari kepemilikan manajerial (X1), *leverage* (X2), dan *free cash flow* (X3) terhadap profitabilitas (Z). Hasil yang ditunjukkan menjelaskan bahwa setiap variabel bebas memiliki pengaruh terhadap profitabilitas (Z). Ringkasan hasil penelitian ini menjelaskan bahwa *research gap* yang ditunjukkan pada pengaruh variabel bebas terhadap kebijakan dividen (Y) dan profitabilitas (Z) menjadi alasan penelitian ini dilakukan.

2.2 Landasan Teori

Dalam sub bab ini, menjelaskan teori-teori yang berhubungan dengan kinerja keuangan terhadap *return* saham sebagai dasar penyusunan kerangka pemikiran maupun untuk menyusun hipotesis dalam penelitian.

2.2.1 *Agency Theory*

Jensen & Meckling yang dikutip oleh Hitten (2016), mengungkapkan bahwa teori keagenan berkaitan dengan permasalahan kepemilikan perusahaan melalui pembelian saham, yang menjelaskan hubungan antara dua pihak yang bersifat kontraktual. Adanya pemisahan antara pemilik suatu sumber daya (*principals*) khususnya modal dengan pengelola (*agency*) dari sumber daya tersebut juga menjadi salah satu alasan munculnya teori keagenan (Diana & Hutasoit, 2017).

Brigham & Houston yang dikutip oleh Diana & Hutasoit (2017) menjelaskan bahwa para manajer diberikan suatu kekuasaan oleh *owner* perusahaan yaitu berupa pemegang saham untuk membuat keputusan dimana hal tersebut akan menciptakan potensi adanya konflik kepentingan yang kemudian dikenal sebagai teori keagenan (*agency theory*). Widjaya & Darmawan (2018) menjelaskan bahwa hubungan keagenan merupakan suatu ikatan kontrak yang terjalin antara manajer (*agent*) dengan investor yang berperan sebagai *principal*.

Diana & Hutasoit (2017) menyatakan bahwa hubungan keagenan (*agency relationship*) terjadi ketika satu atau lebih individu yang kemudian disebut sebagai prinsipal menyewa individu atau organisasi lain yang disebut sebagai agen untuk

melakukan sejumlah jasa dan mendelegasikan kewenangan untuk membuat keputusan kepada agen tersebut. Teori keagenan yang dikembangkan oleh Hitten (2016) menjelaskan hubungan keagenan sebagai kontrak atau perjanjian yang dilakukan oleh satu atau lebih orang (*principals*) untuk mengikat orang lain (*agent*) agar mengelola pelayanan dalam aktivitas perusahaan di mana pihak *agent* memiliki otoritas atas pengelolaan tersebut. Teori ini muncul karena adanya pemisahan antara pemilik suatu sumber daya (*principals*) khususnya modal dengan pengelola (*agency*) dari sumber daya tersebut.

Chandra & Fachrurrozie (2016) menyatakan bahwa salah satu asumsi utama dari teori keagenan merupakan tujuan *principal* dan konflik agen. Dalam teori keuangan, asumsi dasar yang merupakan tujuan utama bagi perusahaan adalah maksimisasi kesejahteraan pemegang saham. Namun, tidak jarang dalam melakukan pencapaian tujuan tersebut seringkali ditemui berbagai hambatan yang dapat menimbulkan konflik. Konflik tersebut bisa timbul dari tindakan manajer dalam menggunakan *cash flow* dari *net presentvalue* yang positif memicu konflik keagenan. Konflik ini terjadi karena manajer dengan persentase kepemilikan saham kurang dari 100% menggunakan *cash flow* untuk kepentingan yang tidak menguntungkan bagi perusahaan. Tindakan tersebut mengakibatkan kas digunakan untuk kepentingan *outsiderstockholder* dan mengurangi kas yang digunakan untuk mengembangkan perusahaan.

Pengawasan terhadap kinerja manajer ini mengharuskan pemegang saham untuk mengeluarkan biaya yang sering disebut dengan biaya agensi (*agency cost*). Pengawasan ini pada kenyataannya tidak seimbang dengan manfaat yang akan

diperoleh pemegang saham. Pemegang saham yang ingin manajer (agen) perusahaan selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, harus selalu melakukan kontrol terhadap manajer yang mengakibatkan biaya yang harus dikeluarkanpun menjadi lebih besar. Untuk mengurangi masalah keagenan juga dapat dengan cara pendanaan eksternal atau utang yang dilakukan oleh perusahaan. Akan tetapi, perusahaan memiliki kewajiban untuk membayar utang dan juga membayar beban bunganya. Utang dapat mengurangi konflik antara pemegang saham dengan manajer perusahaan, tetapi dapat menimbulkan konflik utang antara *shareholders* dan *debtholders*. Pada masa yang akan datang penggunaan utang yang tinggi juga dapat mengakibatkan pembayaran dividen yang rendah karena keuntungan perusahaan digunakan untuk cadangan pelunasan utang.

Hal tersebut dapat disimpulkan sebagai *agency theory* yang dapat mempengaruhi tujuan para pemegang saham dalam pembagian dividen dan timbulnya biaya agensi (*agency cost*) untuk pengawasan kinerja manajemen. Jika manajemen perusahaan tidak dapat menjalankan tujuan dengan baik, maka besar kecilnya dividen akan berpengaruh terhadap kesejahteraan para pemegang saham (Indriani, Susilawati, & Purwanto, 2017).

2.2.2 Kebijakan Dividen

Dividen merupakan pembagian kepada pemegang saham dari sebuah perusahaan secara proporsional sesuai dengan jumlah saham yang dipegang oleh setiap pemilik. Sedangkan kebijakan dividen adalah keputusan penempatan laba,

yang akan dibagikan kepada investor sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan sebagai pembiayaan investasi perusahaan di masa yang akan datang (Fauziah,2017).

Secara teoritis kebijakan dividen dapat dijelaskan melalui dua pendekatan,yakni pendekatan *agency cost* dan *signalling model* yang merupakan model utama yang dikembangkan berdasarkan asumsi *asymetry information*. *Signalling model* yang dikembangkan pertama kali oleh Battacharya dalam Esana & Darmawan (2017) mengatakan bahwa dividen digunakan oleh manajer untuk memberikan sinyal tentang prospek kinerja perusahaan. Oleh karena itu kenaikan/penurunan dividen dianggap memiliki muatan informasi tentang prospek positif/negatif dari kinerja perusahaan. Atas dasar ini pasar akan mereaksi positif/negatif terhadap kenaikan/penurunan dividen.

Sedangkan *agency cost* model yang dikembangkan oleh Jensen & Meckling dalam Hitten (2016) menjelaskan bahwa dividen berfungsi sebagai salah satu sarana monitoring perilaku manajemen dan karenanya berperan meminimalkan *agency cost* yang timbul dari potensi conflict of interest antara pemegang saham (pemilik perusahaan) dan manajemen. Fokus kajian dari penelitian ini adalah salah satu bentuk dari kebijakan dividen, yaitu kebijakan dividen dari perspektif *agency cost* model. Dengan struktur kepemilikan yang menyebar, maka *owner* akan mengalami kesulitan untuk memonitor manajer (Diana&Hustasoit, 2017). Hal ini yang dinamakan dengan permasalahan agensi. Permasalahan agensi dapat menjadi lebih besar bila perusahaan memiliki jumlah *cash* yang lebih, namun pertumbuhan yang dialami rendah (*low growth*).

Oleh karena itu, untuk dapat melakukan monitoring terhadap manajer, owner dapat memaksa manajer perusahaan untuk memberikan dividen perusahaan secara periodik (Rais & Santoso, 2017).

Hal ini juga diungkapkan oleh Hitten (2016) bahwa dalam kebijakan dividen sebuah perusahaan, terdapat beberapa kepentingan, yaitu kepentingan pemegang saham, kepentingan manajer, dan kepentingan perusahaan yang bersangkutan. Pada pihak manajer perusahaan, konsistensi untuk dapat memenuhi tujuan pemegang saham menjadi sebuah pertanyaan, karena pihak manajer tidak mungkin memiliki tujuan sendiri yang dapat bertentangan dengan tujuan pemegang saham.

Kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan terdapat beberapa jenis atau bentuk (Wibowo & Arif, 2009: 61-65). Terdapat beberapa jenis dividen yang dikenal dalam pasar modal, yakni:

1. Dividen properti, merupakan distribusi laba kepada para pemegang saham berupa properti, yakni *real estate*, *investment*, dan *merchandise*.
2. *Scrip dividend*, merupakan distribusi laba kepada para pemegang saham oleh perusahaan dengan cara menerbitkan surat wesel khusus kepada para pemegang saham yang akan dibayarkan pada waktu yang akan datang ditambah dengan bunga tertentu.
3. Dividen likuiditas, merupakan distribusi laba kepada para pemegang saham yang didasarkan pada modal disetor bukan didasarkan kepada laba ditahan.

4. Dividen likuiditas, merupakan distribusi laba kepada para pemegang saham yang didasarkan pada modal disetor bukan didasarkan kepada laba ditahan.
5. Dividen saham, merupakan distribusi laba kepada para pemegang saham berupa saham bukan berupa aktiva.

Berdasarkan uraian yang telah dijelaskan, diketahui bahwa kebijakan dividen menjelaskan mengenai kemampuan perusahaan untuk dapat membagikan dividen. Hal ini dapat diketahui melalui rasio *dividend payout ratio*. Diana & Hutasoit (2017) mengungkapkan bahwa *dividend payout ratio* ditentukan perusahaan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham setiap tahun. *dividend payout ratio* dapat ditentukan melalui rumus berikut.

$$\text{dividend payout ratio} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earning per share}} \dots\dots\dots(1)$$

2.2.3 Profitabilitas

Utama (2014:200) menjelaskan bahwa profitabilitas merupakan ukuran tingkat kontribusi keuntungan tiap pelanggan terhadap total keuntungan perusahaan, dengan kata lain dinyatakan sebagai seberapa menguntungkan seorang pelanggan di mata perusahaan. Definisi lain menyebutkan bahwa profitabilitas merupakan kemampuan dalam menghasilkan laba selama periode tertentu dengan menggunakan aktiva atau modal, baik modal secara keseluruhan maupun modal sendiri (Barus & Leliani, 2013).

Profitabilitas juga dapat dijelaskan sebagai rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba melalui kegiatan penjualan, kas,

modal, jumlah karyawan, jumlah cabang, dan sumber daya perusahaan yang lain (Sofyan, 2013:304). Devi (2013) menjelaskan rasio profitabilitas menunjukkan pengaruh gabungan dari likuiditas, manajemen aktiva dan utang terhadap hasil operasi. Selain itu, margin laba bersih, perputaran total aktiva, pertumbuhan perusahaan serta ukuran perusahaan pun mampu memengaruhi profitabilitas. Semakin tinggi rasio profitabilitas yang ditunjukkan oleh sebuah perusahaan menjelaskan bahwa perusahaan memiliki kemampuan yang baik untuk menghasilkan laba (Satryo, Rokhmania, & Diptyana, 2016). Alat yang digunakan untuk menilai kondisi keuangan dan kinerja dari perusahaan adalah rasio keuangan. Jika digabungkan dan dengan berjalannya waktu, data ini menawarkan pandangan yang sangat berharga mengenai kesehatan perusahaan, kondisi keuangan dan profitabilitasnya. Rasio ini terdiri dari beberapa rasio berikut (Sugiono, 2009:78-81):

1. *Gross Profit Margin*

Rasio ini memberikan informasi mengenai laba kotor yang diperoleh dari penjualan produk. Berikut merupakan penghitungan dari *gross profit margin* (Sugiono, 2009:78):

$$\text{Gross Profit Margin} = \frac{\text{Laba Kotor}}{\text{Penjualan}} \dots\dots\dots(2)$$

2. *Net Profit Margin*

Rasio ini memberikan informasi mengenai besar keuntungan bersih yang diperoleh sebuah perusahaan. Berikut merupakan penghitungan dari net profit margin (Sugiono, 2009:79):

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Penjualan Bersih}} \dots\dots\dots(3)$$

3. *Cash Flow Margin*

Rasio ini memberikan informasi mengenai persentase dari aliran kas hasil operasi terhadap penjualannya. Berikut merupakan penghitungan dari cash flow margin (Sugiono, 2009:79):

$$\text{Cash Flow Margin} = \frac{\text{Arus Kas Hasil Operasi}}{\text{Penjualan Bersih}} \dots\dots\dots(4)$$

4. *Return On Asset*

Rasio ini memberikan informasi mengenai tingkat pengembalian dari bisnis atas seluruh aset yang ada. Rasio ini juga menggambarkan efisiensi dari dana yang digunakan oleh perusahaan. Berikut merupakan penghitungan dari return on asset (Sugiono, 2009:80):

$$\text{Return On Asset} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aset}} \dots\dots\dots(5)$$

5. *Return On Equity*

Rasio ini memberikan informasi mengenai tingkat pengembalian dari bisnis atas seluruh modal yang ada. Rasio ini digunakan oleh pemilik saham sebagai indikator untuk mengukur keberhasilan bisnis yang dijalani. Berikut merupakan penghitungan dari *return on equity* (Sugiono, 2009:81):

$$\text{Return On Equity} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Ekuitas}} \dots\dots\dots(6)$$

Berdasarkan uraian definisi mengenai profitabilitas, dapat dijelaskan bahwa profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba pada tingkat penjualan, asset, dan modal saham tertentu. Rasio ini memberikan informasi mengenai tingkat pengembalian dari bisnis atas seluruh aset yang ada (Diana & Hutasoit, 2017). Rasio ini juga menggambarkan efisiensi dari dana yang digunakan oleh perusahaan.

Pada penelitian, profitabilitas dijelaskan melalui rasio *return on assets* (ROA). ROA dapat menggambarkan besarnya laba bersih yang diterima oleh sebuah perusahaan dari setiap aktiva yang digunakan (Diana & Hutasoit, 2017).

2.2.4 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemilik, dewan eksekutif, dan manajemen dalam suatu perusahaan (Rais & Santoso, 2017). Kepemilikan manajerial juga dapat diartikan sebagai pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Sakinc & Gungor, 2015).

Kepemilikan manajerial juga diartikan sebagai proporsi pemegang saham oleh pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan, yaitu direksi dan komisaris (Indriani, Susilawati, & Purwanto, 2014). Sedangkan menurut Sianipar, Hapsari, & Boediono (2018), struktur kepemilikan merupakan berbagai macam pola dan bentuk kepemilikan suatu perusahaan atau persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemegang saham internal dan pemegang saham eksternal.

Lebih lanjut Dewi & Nugrahanti (2014) menjelaskan bahwa pemegang saham internal merupakan orang yang memiliki saham dan termasuk di dalam struktur organisasi perusahaan, yang artinya orang tersebut juga melaksanakan fungsinya sebagai pelaksanaan operasi (manajer atau direksi) atau sebagai pengawas kegiatan operasi perusahaan (dewan komisaris). Pemegang saham eksternal merupakan pemilik saham dari pihak luar perusahaan yang tidak termasuk di dalam struktur organisasi perusahaan atau hanya berfungsi sebagai pemilik.

Secara teoritis, pihak manajemen yang memiliki persentase yang tinggi dalam kepemilikan saham akan bertindak layaknya seseorang yang memegang kepentingan dalam perusahaan. Asumsi ini sejalan dengan teori berbasis kontrak (*contracting-based theory*) yang menunjukkan bahwa manajemen akan efisien dalam memilih metode akuntansi yang akan memberikan nilai tambah bagi perusahaan. Manajer yang memegang saham perusahaan akan ditinjau oleh pihak-pihak yang terkait dalam kontrak seperti pemilihan komite audit yang menciptakan permintaan untuk pelaporan keuangan berkualitas oleh pemegang saham, kreditur, dan pengguna laporan keuangan untuk memastikan efisiensi kontrak yang dibuat dibuat. Dengan demikian, manajemen akan termotivasi untuk mempersiapkan laporan keuangan yang berkualitas. Hal ini akan mencerminkan kondisi kontrak yang lebih baik. Oleh karena itu, kemungkinan bahwa tingkat kepemilikan manajerial akan berada di arah yang sama untuk melakukan penyesuaian terhadap laba perusahaan oleh pihak manajemen (Indriani, Susilawati, & Purwanto, 2014).

Menurut Jensen & Meckling dalam Widjaya & Darmawan (2018) kepemilikan saham oleh manajer dapat mensejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham karena dengan memiliki saham perusahaan, manajer akan merasakan langsung manfaat dari setiap keputusan yang diambilnya, begitu pula bila terjadi kesalahan maka manajer juga akan menanggung kerugian sebagai salah satu konsekuensi kepemilikan saham. Hal ini merupakan insentif bagi manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Mengacu pada teori keagenan yang telah dijelaskan, terdapat perbedaan kepentingan yang terjadi antara manajer dengan pemegang saham sebuah perusahaan, dimana hal ini kemudian berdampak pada timbulnya konflik yang dikenal dengan istilah *agency conflict*. Menurut Jensen dan Meckling dalam Widjaya & Darmawan (2018), *agency conflict* akan dapat menjadi semakin besar apabila kepemilikan manajer pada sebuah perusahaan mengalami penurunan. Namun sebaliknya, ketika kepemilikan manajer pada sebuah perusahaan semakin besar, akan berdampak pada peningkatan produktivitas atas tindakan yang dilakukan oleh manajer mengoptimalkan nilai perusahaan.

Berdasarkan beberapa uraian di atas, maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial adalah persentase atau proporsi kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola. Adanya tekanan dari pasar modal menyebabkan perusahaan dengan kepemilikan manajerial yang rendah akan memilih metode akuntansi yang meningkatkan laba yang dilaporkan, yang sebenarnya tidak mencerminkan keadaan ekonomi dari perusahaan yang bersangkutan. Rumus yang digunakan untuk menghitung

kepemilikan manajerial dapat dijelaskan sebagai berikut (Indriani, Susilawati, & Purwanto, 2014).

$$\text{kepemilikan manajerial} = \frac{\text{total saham milik manajer}}{\text{Total saham beredar}} \dots\dots\dots (7)$$

2.2.5 Leverage

Menurut Sudana (2015) *leverage* timbul karena perusahaan dalam operasinya menggunakan aktiva dan sumber dana yang menimbulkan beban tetap bagi perusahaan, penggunaan aktiva yang menimbulkan beban tetap disebut *operating leverage*, sedangkan penggunaan dana dengan beban tetap disebut *financial leverage*. *Financial leverage* merupakan sebuah pilihan perusahaan di mana tidak ada perusahaan yang harus memiliki kewajiban jangka panjang atau pendanaan dengan saham preferen.

Menurut Muslich (2003) rasio *leverage* digunakan untuk menjelaskan penggunaan utang untuk membiayai sebagian daripada aktiva perusahaan. Pembiayaan dengan utang mempunyai pengaruh bagi perusahaan karena utang mempunyai beban yang bersifat tetap. Kegagalan perusahaan dalam membayar bunga atas utang dapat menyebabkan kesulitan keuangan yang berakhir dengan kebangkrutan perusahaan. Tetapi penggunaan utang juga memberikan subsidi pajak atas bunga yang dapat menguntungkan pemegang saham. Karena penggunaan utang harus diseimbangkan antara keuntungan dan kerugiannya.

Rasio *leverage* ini mengukur proporsi dana yang bersumber dari utang untuk membiayai aktiva perusahaan. Semakin besar rasio ini menunjukkan porsi penggunaan utang dalam membiayai investasi pada aktiva semakin besar, yang

berarti pula risiko keuangan perusahaan meningkat dan sebaliknya (Sudana, 2009:27). *Leverage* timbul karena perusahaan dibelanjai dengan dana yang menimbulkan beban tetap, yaitu berupa utang dengan beban tetapnya berupa bunga. Dengan demikian, *leverage* adalah penggunaan sumber dana dari utang selain dana sendiri, yang juga menjelaskan mengenai pengukuran risiko yang dialami sebuah perusahaan dibandingkan dengan biaya bunga.

Menurut Chandra & Fachrurrozie (2016), semakin tinggi hutang yang dimiliki oleh perusahaan akan berdampak pada pendapatan perusahaan untuk membayar biaya bunga. Lebih lanjut dijelaskan oleh Satryo, Rokhmania, & Diptyana (2016) bahwa kondisi yang diinginkan oleh pemegang saham mengenai rasio *leverage* adalah ketika jumlah aset perusahaan cenderung lebih besar atau minimal sama dengan tingkat hutang perusahaan. Rasio *leverage* pada sebuah perusahaan dapat dijelaskan sebagai berikut.

$$\textit{leverage} = \frac{\textit{total hutang}}{\textit{Total aset}} \dots\dots\dots (8)$$

2.2.6 *Free cash flow*

Laporan arus kas merupakan sebuah informasi yang menerangkan mengenai penerimaan dan pengeluaran kas dari sebuah perusahaan pada suatu periode tertentu. Apabila memperhatikan pengertian laporan arus kas diatas, dapat dijelaskan bahwa arus kas merupakan perubahan jumlah kas yang masuk dan keluar dari sebuah perusahaan dalam satu periode (Mogi, *et.al*, 2016). Dalam arus kas tersebut terdapat dua komponen yang dikenal dengan istilah *free cash flow* dan *excess cash*.

Menurut Brigham & Houston dalam Diana & Hutasoit (2017), *free cash flow* merupakan arus kas yang dimiliki oleh sebuah perusahaan yang benar tersedia untuk dibayarkan kepada para pemegang saham dan pemilik hutang, setelah perusahaan melakukan investasi dalam aset tetap, produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan dalam mempertahankan operasional perusahaan. Sedangkan *excess cash* merupakan bentuk kebijakan yang dilakukan oleh pihak manajerial perusahaan untuk mengoptimalkan kas perusahaan dengan menjaga biaya dan penerimaan kas perusahaan (Sadeghi, et.al, 2014).

Dalam *agency theory*, dijelaskan bahwa adanya kelebihan kas yang dimiliki oleh sebuah perusahaan akan menyebabkan permasalahan agensi, dimana manajemen memiliki keinginan sendiri dalam menggunakan kelebihan kas yang dimiliki oleh perusahaan yang belum tentu sejalan dengan keinginan para pemegang saham. Hal ini juga diterangkan oleh Diana & Hutasoit (2017) bahwa *free cash flow* menjelaskan mengenai tingkat keuntungan yang diperoleh perusahaan yang dapat menentukan dividen yang dibagikan oleh perusahaan yang bersangkutan. Lebih lanjut dijelaskan bahwa *free cash flow* pada sebuah perusahaan dapat dijelaskan melalui rumus berikut.

$$\text{free cash flow} = \text{Aliran kas operasi} - \text{pengeluaran modal} \dots\dots\dots (9)$$

2.2.7 Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen

Kepemilikan manajerial menjelaskan mengenai besaran jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajerial perusahaan. Semakin besar jumlah saham yang dimiliki oleh manajerial menjelaskan bahwa pihak manajerial memiliki

posisi kepentingan yang sama dengan para pemegang saham. Kondisi demikian berdampak langsung pada manfaat dari setiap keputusan yang diambil oleh pihak manajerial. Apabila keputusan manajerial tepat maka akan berdampak pada kinerja perusahaan yang mengalami peningkatan, sehingga jumlah dana yang tersedia untuk menjadi dividen yang dibagikan menjadi lebih besar.

Dalam teori agensi juga diterangkan bahwa terdapat kepentingan yang berbeda antara pihak manajerial dengan pemegang saham, dimana pihak manajerial memiliki tujuan untuk memenuhi kepentingan pribadi dengan mengabaikan kepentingan perusahaan dan pihak pemegang saham berupaya untuk meningkatkan kinerja perusahaan sehingga memperoleh pembagian dividen yang besar. Oleh karena itu, pemegang saham akan mengeluarkan dana tambahan (*agency cost*) untuk dapat melakukan pengawasan terhadap kinerja manajerial perusahaan agar dapat berjalan sesuai dengan tujuan pemegang saham, melalui pendanaan hutang (Widjaya & Darmawan, 2018). Peningkatan pada jumlah hutang perusahaan akan berdampak pada beban perusahaan yang semakin besar dan dapat mengurangi jumlah kas yang dibagikan sebagai dividen.

Hal demikian juga diterangkan oleh Indriani, Susilawati, & Purwanto (2014), kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan. Hasil ini menerangkan bahwa semakin tinggi porsi kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajerial perusahaan, maka semakin besar keterlibatan manajer dalam menentukan kebijakan dividen perusahaan dan mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen yang semakin tinggi. Hasil penelitian yang sama juga diterangkan oleh Rais &

Santoso (2017), bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi akan cenderung mendorong perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen yang semakin besar.

2.2.8 Pengaruh *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen

Leverage merupakan sebuah rasio yang menunjukkan besar proporsi hutang yang dimiliki oleh perusahaan untuk mendukung pendanaan perusahaan. Semakin tinggi nilai *leverage* menjelaskan bahwa semakin tinggi pula porsi hutang untuk mendukung pendanaan perusahaan, yang artinya beban perusahaan juga semakin tinggi.

Dalam teori agensi diterangkan bahwa *leverage* sendiri atau pendanaan eksternal cenderung digunakan oleh pihak pemegang saham sebagai *agency cost* untuk dapat meminimalisir konflik kepentingan yang terjadi antara pihak manajerial perusahaan dengan pihak pemegang saham. Semakin besar jumlah *agency cost* maka semakin besar pula jumlah *leverage* perusahaan, yang berarti beban perusahaan juga semakin besar dan berdampak pada pengurangan porsi dividen yang dibagikan untuk membayar beban hutang tersebut (Rais & Santoso, 2017).

Menurut Pernamasari & Wahyudi (2019), peningkatan pada nilai *leverage* akan cenderung menurunkan nilai pembayaran dividen yang dilakukan perusahaan. Hal ini dikarenakan adanya resiko yang terdapat pada tingkat hutang yang semakin besar yang dapat mengganggu kondisi keuangan perusahaan. Pada hasil penelitian yang telah dilakukan oleh Adnan, Gunawan, & Candrasari (2016)

semakin tinggi nilai *leverage* justru mendorong keputusan pembayaran dividen perusahaan semakin besar. Hasil penelitian ini menerangkan bahwa perusahaan cenderung memanfaatkan hutang perusahaan untuk meningkatkan kas yang digunakan untuk pembayaran dividen perusahaan.

2.2.9 Pengaruh *Free cash flow* Terhadap Kebijakan Dividen

Free cash flow merupakan bagian dari arus kas yang dimiliki oleh perusahaan yang menggambarkan ketersediaan dana untuk dibagikan menjadi dividen dan kewajiban beban hutang perusahaan. *Free cash flow* sendiri muncul setelah perusahaan melakukan investasi terhadap aset dan modal yang dibutuhkan untuk mempertahankan kegiatan operasional perusahaan.

Peningkatan pada nilai *free cash flow* menggambarkan bahwa perusahaan memiliki jumlah ketersediaan dana yang semakin besar untuk menjadi dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham (Sadeghi, et.al, 2014). Hal ini juga diungkapkan dalam penelitian yang dilakukan oleh Adnan, Gunawan, & Candrasari (2014), bahwa semakin tinggi nilai *free cash flow* akan mendukung perusahaan untuk meningkatkan pembayaran dividen yang dilakukan.

Peningkatan *free cash flow* pada sebuah perusahaan juga menyebabkan *agency conflict*, dimana pihak manajerial memiliki keinginan sendiri untuk menggunakan *free cash flow* demi memenuhi kepentingan pribadi. Kondisi yang dimaksud adalah pihak manajerial tidak menggunakan *free cash flow* untuk dibagikan menjadi dividen, melainkan ditahan sebagai laba ditahan dengan tujuan meningkatkan kompensasi manajerial (Diana & Hutasoit, 2017). Hal yang sama juga diterangkan dalam penelitian yang dilakukan oleh Parsian & Koloukshi

(2014), pertumbuhan pada nilai *free cash flow* perusahaan justru akan menurunkan nilai pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan. Kondisi demikian dapat menjelaskan bahwa *free cash flow* dapat berpengaruh positif maupun negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan.

2.2.10 Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Kebijakan Dividen Melalui Profitabilitas

Dalam teori *agency* dijelaskan bahwa tujuan utama perusahaan adalah untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Salah satunya melalui kebijakan dividen perusahaan. Widjaya & Darmawan (2018) mengungkapkan bahwa manajerial perusahaan dapat memiliki tujuan yang sama dengan pemegang saham ketika memiliki jumlah kepemilikan saham yang besar atau memiliki kedudukan dalam menentukan kebijakan perusahaan yang cenderung sama. Ungkapan tersebut menerangkan bahwa manajerial akan memiliki upaya yang lebih untuk dapat meningkatkan kinerja perusahaan melalui peningkatan laba perusahaan tanpa meningkatkan jumlah hutang perusahaan untuk mencapai peningkatan jumlah dividen yang dibagikan.

Chandra & Fachrurrozie (2016) juga menjelaskan, manajerial perusahaan yang memiliki jumlah kepemilikan saham yang tinggi akan cenderung berupaya untuk mendukung peningkatan keuntungan perusahaan. Upaya peningkatan keuntungan yang dilakukan oleh pemegang saham manajerial adalah dengan mengoptimalkan penggunaan aset yang dimiliki perusahaan. Dalam hal ini, ketika perusahaan mengalami keuntungan, perusahaan akan cenderung untuk melakukan

pembayaran dividen, karena memiliki kondisi keuangan yang aman (Indriani, Susilawati, & Purwanto, 2017).

2.2.11 Pengaruh *Leverage* Terhadap Kebijakan Dividen Melalui Profitabilitas

Leverage menerangkan besaran beban hutang yang dimiliki oleh sebuah perusahaan dalam pendanaan operasional. *Leverage* sendiri memiliki sifat yang berbanding terbalik dengan profitabilitas perusahaan. *Leverage* merupakan sebuah beban bagi perusahaan yang menuntut perusahaan untuk melunasi kewajiban beban tersebut, sedangkan profitabilitas merupakan dampak dari kinerja perusahaan yang berjalan dengan baik.

Pada sebuah perusahaan tingginya tingkat *leverage* menerangkan bahwa perusahaan dominan menggunakan hutang untuk membiayai aset perusahaan yang menimbulkan beban perusahaan (Sudana, 2009:27). Dalam teori agensi dijelaskan bahwa penggunaan hutang untuk membiayai aset perusahaan dapat menimbulkan konflik antara pihak *shareholder* dengan *debtholders*. Kondisi demikian dalam jangka panjang akan mengakibatkan pembayaran dividen semakin rendah karena keuntungan perusahaan dialokasikan untuk pelunasan hutang (Indriani, Susilawati, & Purwanto, 2017)

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Chandra & Fachrurrozie (2016) menerangkan bahwa *leverage* memiliki pengaruh yang positif namun tidak signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kondisi demikian menerangkan bahwa tingginya tingkat hutang yang dimiliki perusahaan dapat

berdampak pada profitabilitas perusahaan yang menurun karena terjadi pengalokasian keuntungan untuk membayar hutang. Hasil yang sama juga dijelaskan oleh Dewi (2016) bahwa semakin tinggi tingkat hutang perusahaan akan berdampak pada penurunan nilai keuntungan perusahaan, namun secara tidak langsung tidak berdampak pada kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan. Cahyani & Badjra (2017) juga mengungkapkan bahwa profitabilitas tidak dapat memediasi pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen perusahaan.

2.2.12 Pengaruh *Free cash flow* Terhadap Kebijakan Dividen Melalui Profitabilitas

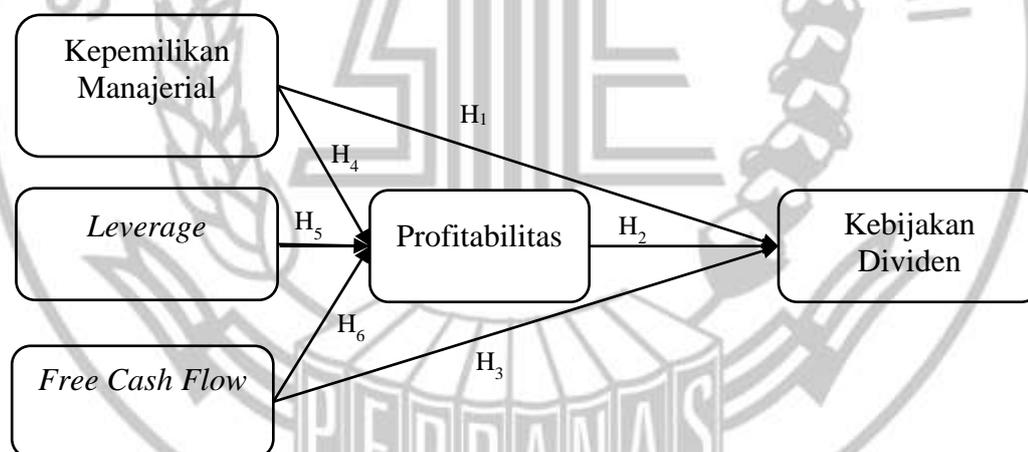
Tingginya nilai *free cash flow* pada sebuah perusahaan dapat dijelaskan bahwa perusahaan mampu untuk mencapai laba yang diharapkan pemegang saham tanpa perlu mengurangi biaya operasional perusahaan (Sadeghi, et.al, 2014). Peningkatan nilai *free cash flow* dijelaskan dalam *agency theory* sebagai salah satu pemicu terjadinya permasalahan *agency*, dimana pihak manajerial akan berusaha menggunakan *free cash flow* untuk meningkatkan profitabilitas perusahaan dengan mengurangi porsi pembagian dividen dan meningkatkan porsi laba untuk ditahan menjadi aset perusahaan (Hitten, 2016). Kondisi demikian dipicu karena manajerial cenderung untuk memenuhi kepentingan pribadi yang berorientasi pada peningkatan kompensasi, yang dapat dicapai dengan mengurangi dividen dan meningkatkan nilai laba ditahan perusahaan.

Hasil yang berbeda dijelaskan dalam penelitian Diana & Hutasoit (2017) bahwa tingginya *free cash flow* yang dimiliki oleh perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan mengalami keuntungan yang meningkat. Peningkatan pada

nilai *free cash flow* perusahaan yang diperoleh dari peningkatan keuntungan tersebut dapat menjadi pertimbangan bagi perusahaan untuk melakukan pembayaran dividen (Parsian & Koloukhi, 2014). Sehingga dapat diterangkan bahwa secara tidak langsung peningkatan pada nilai *free cash flow* akan berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan melalui peningkatan nilai profitabilitas perusahaan.

2.3 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan uraian penelitian terdahulu dan landasan teori pada bagian sebelumnya, maka kerangka pemikiran penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut.



Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran

2.4 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kerangka pemikiran yang telah digambarkan, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini dijelaskan sebagai berikut.

H1 = Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan.

H2 = *Leverage* berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan.

H3 = *Free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan.

H4 = Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan melalui profitabilitas.

H5 = *Leverage* berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan melalui profitabilitas.

H6 = *Free cash flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen perusahaan melalui profitabilitas.

