

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. *Agency Theory*

Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak antara investor dengan agen. Hubungan keagenan dapat menimbulkan masalah yang pada saat pihak-pihak yang bersangkutan mempunyai tujuan yang berbeda, pemilik modal menghendaki bertambahnya kekayaan dan kemakmuran para pemilik modal, sedangkan manajer juga menginginkan bertambahnya kesejahteraan bagi para manajer. Dengan demikian muncullah konflik kepentingan antara pemilik (investor) dengan manajer (agen). Pemilik lebih tertarik untuk memaksimumkan kompensasinya (Indahningrum dan handayani, 2009).

Dalam penelitian (Mulyono dalam Pradana dan Sanjaya, 2014) mengungkapkan bahwa tingkat asimetri informasi akan cenderung relatif tinggi pada perusahaan dengan tingkat kesempatan investasi yang baik. Dalam kondisi ini, manajer memiliki informasi tentang nilai proyek di masa depan dan tindakan mereka tidak dapat diawasi secara detail oleh pemegang saham. Untuk menghalangi perilaku manajer yang buruk (*opportunistic behaviour*) maka pemegang saham harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan (*monitoring cost*) yang disebut *agency cost* atau biaya keagenan (Dewi, 2008).

Menurut Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa *agency problem* akan terjadi bila proporsi kepemilikan manajer atas saham

perusahaan kurang dari 100% sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan sudah tidak berdasarkan maksimalisasi nilai pengambilan keputusan pendanaan. Kondisi tersebut merupakan konsekuensi dari pemisahan fungsi pengelolaan fungsi kepemilikan, manajemen tidak menanggung risiko kesalahan dalam pengambilan keputusan, resiko sepenuhnya ditanggung oleh pemegang saham (prinsipal). Manajemen cenderung untuk melakukan pengeluaran yang bersifat konsumtif dan tidak produktif untuk kepentingan pribadinya, seperti peningkatan gaji dan status.

Agency cost yang muncul tersebut dapat diminimalkan dengan membagi dividen kas yang menyebabkan perusahaan tidak mempunyai dana berlebih sehingga tidak bisa disalahgunakan oleh manajer. Dengan kata lain, kebijakan pembagian dividen kas dapat menjadi salah satu bentuk mekanisme pengawasan pemegang saham terhadap pihak manajemen (Pradana dan Sanjaya, 2014). *Agency cost* juga dapat diminimalisir dengan cara meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen.

Rosdini (2009) mengungkapkan kebijakan dividen sebagai suatu keputusan perusahaan apakah akan membagikan *earnings* yang dihasilkan kepada para pemegang saham atau akan menahan *earnings* untuk kegiatan reinvestasi dalam perusahaan. Kebijakan dividen perusahaan tergambar pada DPRnya yaitu persentase laba yang dibagikan dalam bentuk dividen tunai, artinya besar kecilnya DPR akan mempengaruhi keputusan investasi para pemegang saham dan disisi lain berpengaruh pada kondisi keuangan perusahaan. Pertimbangan mengenai DPR ini diduga sangat berkaitan dengan

kinerja keuangan perusahaan. Bila kinerja keuangan perusahaan bagus maka perusahaan tersebut akan mampu menetapkan besarnya DPR sesuai dengan harapan pemegang saham dan tentu saja tanpa mengabaikan kepentingan perusahaan untuk tetap sehat dan tumbuh (Marlina dan Danica, 2009).

2. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (Suharli, 2007). Analisis profitabilitas memberikan bukti pendukung mengenai kemampuan perusahaan memperoleh laba dan sejauhmana keefektifan pengelolaan perusahaan. Profitabilitas yang diukur dengan *Return on Asset* (ROA) menunjukkan kemampuan modal yang diinvestasikan dalam total aktiva untuk menghasilkan laba perusahaan. Semakin tinggi ROA maka kemungkinan pembagian dividen juga semakin banyak.

3. Free Cash Flow

Free cash flow (aliran kas bebas) menggambarkan tingkat fleksibilitas keuangan perusahaan. Jensen (1986) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai kas yang tersisa setelah seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* positif dilakukan. Perusahaan dengan aliran kas bebas berlebih akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya karena mereka dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak dapat diperoleh perusahaan lain. Perusahaan dengan aliran kas bebas tinggi bisa diduga lebih *survive* dalam situasi yang buruk. Sedangkan aliran kas bebas negatif berarti sumber dana internal tidak mencukupi untuk memenuhi kebutuhan investasi perusahaan sehingga memerlukan tambahan dana

eksternal baik dalam bentuk hutang maupun penerbitan saham baru (Rosdini, 2009).

Sedangkan menurut Ross *et al.* dalam Rosdini (2009), aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap. Aliran kas bebas menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan.

4. *Investment Opportunity Set*

Investment opportunity set (IOS) merupakan pertumbuhan investasi perusahaan di masa mendatang. Menurut Pradana dan Sanjaya (2014) IOS yang tinggi di masa depan membuat perusahaan dikatakan mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi, tingkat pertumbuhan yang tinggi sering dikaitkan dengan penurunan dividen. Untuk semakin meningkatkan pertumbuhan tersebut, perusahaan cenderung menggunakan dana yang berasal dari sumber internal dibandingkan dengan sumber eksternal (penerbitan saham atau obligasi). Sumber dana internal lebih disukai untuk membiayai kegiatan reinvestasi karena dana tersebut memiliki risiko dan biaya yang lebih rendah. Hal ini dapat menyebabkan penurunan dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham (Myers dan Majluf, 1984).

5. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan jumlah kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen. Kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (manajer, direktur dan komisaris). Demsetz dan Lehn dalam Andriyani (2008) menyajikan beberapa argumen untuk hipotesa bahwa kepemilikan manajerial (*insider ownership*) dapat bervariasi di antara perusahaan-perusahaan. Umumnya, manfaat-manfaat dari *insider ownership* dihubungkan dengan tambahan dalam potensi kontrol dari para manajer yang mengambil andil besar dalam perusahaan. Biaya dari *insider ownership* ditanggung oleh para insider yang harus mengalokasikan sebagian besar dari kekayaan mereka untuk perusahaan, dan harus memegang suatu portofolio yang tak terdifersifikasi (*undiversified*). Di sisi lain, manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan atas dasar maksimalisasi nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik mereka. Hal ini akan meningkatkan beban bunga pinjaman karena resiko kebangkrutan perusahaan meningkat, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi (Ismiyanti dan Hanafi, 2003).

B. Hasil Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai pengaruh profitabilitas, *free cash flow*, *investment opportunity set* dan kepemilikan manajerial terhadap *dividend payout ratio* telah banyak dilakukan. Di Indonesia, Pradana dan Sanjaya (2014) melakukan penelitian mengenai pengaruh profitabilitas, *free cash flow* dan *investment*

opportunity set terhadap *dividend payout ratio* pada perusahaan perbankan di Indonesia, peneliti menemukan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh secara positif dan signifikan terhadap DPR. Sementara aliran kas bebas dan set kesempatan investasi tidak mempengaruhi DPR.

Rosdini (2009) melakukan penelitian mengenai pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio*, hasilnya menunjukkan ada pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio* dan *free cash flow* dapat dijadikan salah satu indikator dalam penetapan kebijakan dividen dalam suatu perusahaan. Ramadhani (2013) melakukan penelitian mengenai pengaruh kepemilikan manajerial, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen, hasilnya menunjukkan bahwa hasil penelitian menunjukan bahwa variabel profitabilitas yang di proksikan dengan ROA berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan variabel kepemilikan manajerial yang di proksikan dengan *debt to equity ratio* (DER) serta ukuran perusahaan tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Penelitian Marlina dan Danica (2009) tentang analisis pengaruh *return on assets* terhadap *dividend payout ratio* menunjukkan bahwa *return on assets* (ROA) berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap variabel *dividend payout ratio* (DPR). Marpaung dan Hadianto (2009) melakukan penelitian tentang pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, namun kesempatan investasi diproksi dengan dua variabel yaitu pertumbuhan penjualan dan rasio harga

pasar terhadap nilai buku. Kedua variabel ini tidak sesuai dengan yang dihipotesiskan pertumbuhan penjualan (SG) tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen dan rasio harga pasar terhadap nilai buku (MTBV) berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Penelitian Andriyani (2008) mengenai analisis pengaruh *insider ownership*, *investment opportunity set* (IOS) dan *profitability* terhadap kebijakan dividen menemukan bahwa IOS dan ROA secara parsial signifikan terhadap DPR di BEI periode 2004-2006 pada *level of significance* kurang dari 5%, sedangkan kepemilikan saham manajemen tidak signifikan terhadap DPR dengan *level of significance* lebih besar dari 5%. Suharli (2007) melakukan penelitian tentang pengaruh *profitability* dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen tunai dengan likuiditas sebagai variabel penguat. Profitabilitas diukur dengan *return on investment* (ROI), kesempatan investasi diproksikan oleh *fixed assets*, dan likuiditas sebagai variabel moderat diproksikan oleh *current ratio* di Bursa Efek Jakarta. Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan di Indonesia yang *listing* di BEJ dan membagikan dividen pada tahun 2002-2003. Hasil penelitian ini adalah kebijakan jumlah pembagian dividen perusahaan dipengaruhi oleh profitabilitas dan diperkuat oleh likuiditas perusahaan.

Ahmad (2009) meneliti pengaruh profitabilitas dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen tunai. Hasil analisis menunjukkan bahwa profitabilitas dan IOS serempak mempengaruhi deviden. Variabel likuiditas merupakan variabel moderating. Penelitian Amah (2012) mengenai

faktor-faktor yang mempengaruhi *dividend policy* perusahaan *go public* di Indonesia. Hasil analisis menunjukkan bahwa profitabilitas, likuiditas dan kesempatan investasi berpengaruh secara simultan terhadap kebijakan dividen perusahaan dan masing-masing variabel independen tersebut berpengaruh secara parsial terhadap kebijakan dividen perusahaan.

Devi dan Suardhika (2014) meneliti pengaruh profitabilitas pada kebijakan dividen dengan likuiditas dan kepemilikan manajerial sebagai variabel pemoderasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin tinggi profitabilitas maka semakin tinggi *dividend payout ratio* (kebijakan dividen), sedangkan likuiditas dan kepemilikan manajerial bukan merupakan variabel pemoderasi pengaruh profitabilitas pada kebijakan dividen. Penelitian Herwidodo (2013) analisis pengaruh *free cash flow*, profitabilitas dan likuiditas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur tahun 2008-2011. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa variabel *free cash flow*, profitabilitas dan likuiditas masing-masing tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen.

Mariah dkk. (2012) meneliti pengaruh profitabilitas dan kesempatan investasi terhadap kebijakan dividen tunai dengan likuiditas sebagai variabel moderating pada Emiten Pembentuk Indeks LQ45 (Periode 2008-2010). Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan (DPR), kesempatan investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan (DPR), profitabilitas tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan (DPR) dengan

likuiditas sebagai variabel moderasi dan kesempatan investasi tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen tunai perusahaan (DPR) dengan likuiditas sebagai variabel moderasi.

Penelitian Nurjanah (2012) mengenai pengaruh profitabilitas dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen tunai dengan likuiditas sebagai variabel moderasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap DPR, IOS tidak berpengaruh terhadap DPR, sedangkan likuiditas sebagai variabel moderasi, CR mampu memoderasi hubungan profitabilitas terhadap DPR dan CR tidak mampu memoderasi hubungan IOS terhadap DPR.

Di luar negeri, penelitian mengenai DPR juga telah banyak dilakukan. Amidu dan Abor dalam Andriyani (2008) mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi *dividend payout ratio* di *Ghana Stock Exchange* tahun 1998-2003. Variabel-variabel yang digunakan adalah *insider ownership* dan *market to book value* menemukan bahwa *insider ownership* dan *market to book value* berpengaruh signifikan negatif terhadap DPR.

C. Penurunan Hipotesis

Hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian, rumusan masalah penelitian biasanya disusun dalam bentuk kalimat pertanyaan. Dikatakan sementara, karena jawaban yang diberikan baru didasarkan pada teori yang relevan, belum didasarkan pada fakta-fakta empiris yang diperoleh melalui pengumpulan data (Sugiyono, 2010).

1. Pengaruh Profitabilitas terhadap *Dividend Payout Ratio*

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba (Suharli, 2007). Dividen merupakan sebagian dari laba perusahaan yang dapat dibagikan kepada pemegang saham (Horne dan Wachowicz dalam Pradana dan Sanjaya, 2014), sedangkan dividen menurut Stice *et al.* dalam Suharli (2007) diartikan sebagai pembagian laba kepada para pemegang saham perusahaan sebanding dengan jumlah saham yang dipegang oleh masing-masing pemilik. Dividen dapat berupa uang tunai maupun saham. Terkait dengan dividen terdapat 3 tanggal penting, yaitu pengumuman, pencatatan, dan pembayaran/pembagian. Dividen tunai (*cash dividend*) umumnya lebih menarik bagi pemegang saham dibandingkan dengan dividen saham (Suharli, 2007).

Perusahaan yang mampu mengelola asetnya secara efektif dan efisien cenderung menghasilkan kinerja keuangan yang baik. Hal ini direalisasikan dengan adanya laba yang tinggi (mengacu pada ROA yang tinggi). Dengan demikian, perusahaan tersebut dianggap mampu untuk membayar sebagian porsi labanya dalam bentuk dividen tunai. Semakin tinggi laba yang mampu dihasilkan, semakin besar pula probabilitas perusahaan untuk membagikan dividen.

Pradana dan Sanjaya (2014) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap *dividend payout ratio*, semakin tinggi profitabilitas maka semakin besar pula probabilitas perusahaan dalam membagikan dividen tunai. Suharli (2007), Ahmad (2009), Marlina dan

Danica (2009), Marpaung dan Hadianto (2009) dan Amah (2012) juga menemukan ada pengaruh positif signifikan profitabilitas terhadap *dividend payout ratio*. Penelitian yang dilakukan oleh Dewi (2008) menemukan pengaruh profitabilitas terhadap *dividend payout ratio* namun menunjukkan arah negatif. Andriyani (2008) dan Ramadhani (2013) menemukan terdapat pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen, namun tidak menunjukkan arah positif dan negatif. Penelitian Herwidodo (2013), Sulistiyowati (2010) dan Mariah dkk. (2012) menemukan tidak terdapat pengaruh profitabilitas terhadap *dividend payout ratio*.

Ketika dalam kondisi laba yang rendah atau rugi, perusahaan tidak memiliki porsi laba yang cukup untuk dibagikan dalam bentuk dividen. Perusahaan perbankan cenderung untuk menahan laba yang ada untuk mencukupi terlebih dahulu jumlah permodalan (*capital adequacy*) yang diharuskan oleh Bank Indonesia (Pradana dan Sanjaya, 2014). Dari uraian tersebut, hipotesis yang hendak dikembangkan peneliti adalah sebagai berikut:

H₁: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

2. Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Free cash flow merupakan kas yang berlebih yang dimiliki oleh perusahaan yang dapat dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Pembagian *free cash flow* tersebut bisa dilakukan setelah perusahaan melakukan pembelanjaan modal secara tunai. Menurut Ross *et al.* dalam Rosdini (2009) aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusi kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak digunakan untuk

modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aset tetap. Aliran kas bebas menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan.

Jensen (1986) mendefinisikan aliran kas bebas sebagai kas yang tersisa setelah seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* positif dilakukan. Perusahaan dengan aliran kas bebas berlebih akan memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan perusahaan lainnya karena mereka dapat memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang mungkin tidak dapat diperoleh perusahaan lain. Sedangkan aliran kas bebas negatif berarti sumber dana internal tidak mencukupi untuk memenuhi kebutuhan investasi perusahaan sehingga memerlukan tambahan dana eksternal baik dalam bentuk hutang maupun penerbitan saham baru (Rosdini, 2009).

Jensen (1986), Rosdini (2009), Candrasari (2009) dan Saputri (2014) menemukan ada pengaruh *free cash flow* terhadap DPR. Namun penelitian yang dilakukan oleh Herwidodo (2013), Prabaningrum (2013) dan Pradana dan Sanjaya (2014) menemukan bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Pengaruh *free cash flow* terhadap DPR bersifat positif artinya semakin tinggi *free cash flow* maka semakin tinggi dividen yang dibayarkan. Semakin besar *free cash flow* yang tersedia dalam suatu perusahaan, maka semakin sehat perusahaan tersebut karena memiliki kas tersedia untuk membayarkan utangnya serta membagikan dividennya. Jensen menghubungkan *free cash flow* tersebut dengan teori keagenan (*agency*

theory). Dari uraian tersebut, hipotesis yang hendak dikembangkan adalah sebagai berikut:

H₂: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

3. Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap *Dividend Payout Ratio*

Menurut Pradana dan Sanjaya (2014) diduga bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi di masa depan biasanya diikuti dengan adanya penurunan dividen tunai. Perusahaan dengan pertumbuhan yang tinggi sering dikatakan juga memiliki kesempatan investasi (IOS) tinggi. Hal ini memotivasi pihak manajerial untuk melakukan reinvestasi dalam jumlah besar. Apabila kondisi perusahaan sangat baik maka pihak manajemen akan cenderung lebih memilih investasi baru daripada membayar dividen yang tinggi. Sebaliknya, perusahaan yang mengalami pertumbuhan lambat cenderung membagikan dividen lebih tinggi untuk mengatasi masalah *overinvestment* (Mariah, 2012).

Untuk semakin meningkatkan pertumbuhan tersebut, perusahaan cenderung menggunakan dana yang berasal dari sumber internal dibandingkan dengan sumber eksternal (penerbitan saham atau obligasi). Sumber dana internal lebih disukai untuk membiayai kegiatan reinvestasi karena dana tersebut memiliki risiko dan biaya yang lebih rendah. Hal ini dapat menyebabkan penurunan dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham (Myers dan Majluf, 1984).

Marpaung dan Hadiano (2009), Ahmad (2009) dan Amah (2012) menemukan ada pengaruh negatif *investment opportunity set* (IOS) terhadap

kebijakan dividen, semakin besar IOS maka dividen yang dibagikan menjadi lebih sedikit karena lebih baik jika dana tersebut ditanamkan pada investasi perusahaan. Andriyani (2008) menemukan ada pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap *dividend payout ratio*. Namun dalam penelitian Mariah dkk. (2012), Nurjanah (2012) dan Pradana dan Sanjaya (2014) menemukan bahwa tidak ada pengaruh *investment opportunity set* (IOS) terhadap *dividend payout ratio*. Berdasarkan uraian ini, hipotesis yang hendak dikembangkan adalah sebagai berikut:

H₃: *Investment opportunity set* (IOS) berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

4. Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap *Dividend Payout Ratio*

Manajer mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan untuk mensetarakan dengan pemegang saham. Melalui kebijakan ini manajer diharapkan menghasilkan kinerja yang baik mengarahkan dividen pada tingkat dividen yang rendah. Dengan penetapan dividen rendah perusahaan memiliki laba ditahan yang tinggi sehingga memiliki dana internal relatif tinggi untuk membiayai investasi di masa mendatang (Nuringsih, 2005). Apabila sebagian pemegang saham menyukai dividen tinggi maka menimbulkan perbedaan kepentingan sehingga diperlukan peningkatan dividen. Sebaliknya, dalam konteks kepemilikan saham oleh manajerial tinggi akan terjadi kesamaan preferensi antara pemegang saham dan manajer maka tidak diperlukan peningkatan dividen (Dewi, 2008).

Perusahaan dengan menetapkan persentase kepemilikan manajerial yang besar, membayar dividen dalam jumlah kecil, sedangkan pada persentase kepemilikan manajerial kecil menetapkan dividen pada jumlah besar. Semakin besar *insider ownership*, perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan pengelola perusahaan semakin kecil dan dapat menghindari perilaku oportunistik manajer, karena mereka akan ikut menanggung konsekuensi yang dilakukan. Hal ini akan menurunkan masalah keagenan (Rahmawati, 2011).

Ismiyanti dan Hanafi (2003) menemukan ada pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen secara negatif. Ketika kepemilikan manajer tinggi, maka dividen yang dibayarkan akan rendah. Semakin banyak saham yang dimiliki oleh manajer akan semakin menurunkan masalah keagenan sehingga membuat dividen tidak perlu dibayarkan pada rasio yang tinggi. Putri dan Nasir (2006) dan Dewi (2008) juga menemukan ada pengaruh negatif kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen.

Penelitian yang dilakukan Andriyani (2008) dan Ramadhani (2013) menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen. Berdasarkan uraian tersebut, hipotesis yang hendak dikembangkan adalah sebagai berikut:

H₄: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap *dividend payout ratio*.

5. Pengaruh Profitabilitas dan *Investment Opportunity Set* terhadap *Dividend Payout Ratio* dengan Likuiditas sebagai Variabel Moderasi

Likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan mendanai operasional perusahaan dan melunasi kewajiban jangka pendeknya. Perusahaan investee yang memiliki likuiditas baik maka memungkinkan pembayaran dividen lebih baik pula (Suharli dan Oktorina, 2005).

Pada perusahaan yang membukukan keuntungan lebih tinggi (profitabilitas tinggi), ditambah likuiditas yang lebih baik, maka semakin besar jumlah dividen yang dibagikan. Pada perusahaan yang menginvestasikan dana lebih banyak akan menyebabkan jumlah dividen tunai yang dibayarkan berkurang, namun likuiditas yang baik mampu melemahkan (memperlemah) hipotesis tersebut karena saat itu perusahaan dapat menunda pembayaran hutang jangka pendeknya (Suharli, 2007).

Suharli (2007) menyatakan bahwa hanya perusahaan yang memiliki likuiditas baik yang akan membagikan labanya kepada pemegang saham dalam bentuk tunai. Sebaliknya, pihak manajemen perusahaan akan menggunakan potensi likuiditas yang ada untuk melunasi kewajiban jangka pendek ataupun mendanai operasinya.

Penelitian yang dilakukan Suharli (2007), Hastuti (2013) dan Nurjanah (2012) mengenai pengaruh *profitability* dan *investment opportunity set* terhadap kebijakan dividen tunai dengan likuiditas sebagai variabel penguat menunjukkan bahwa likuiditas dapat digunakan sebagai variabel penguat (variabel moderator) dalam mempengaruhi profitabilitas dan kesempatan

investasi, tetapi dari kedua variabel independen hanya profitabilitas yang dapat mempengaruhi kebijakan jumlah pembagian dividen perusahaan.

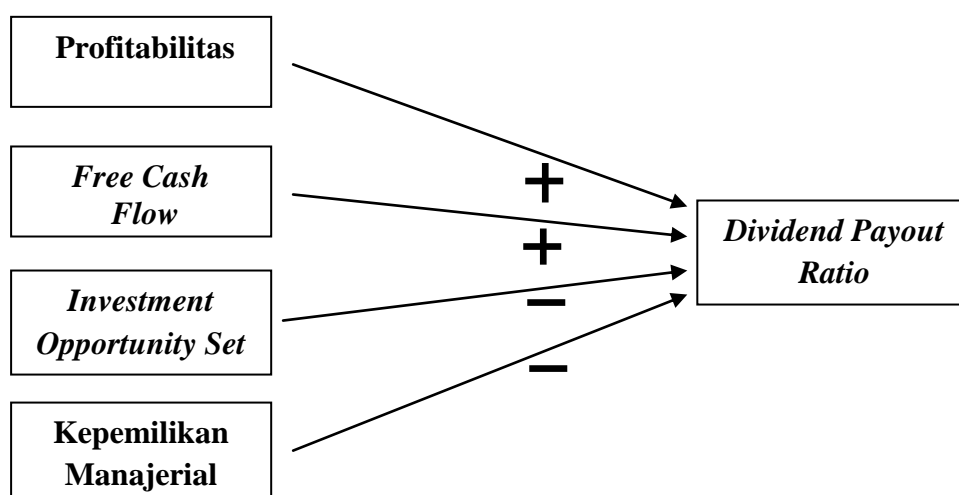
Penelitian Ahmad (2009) menemukan bahwa likuiditas merupakan moderasi, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Mariah dkk. (2012), Devi dan Suardhika (2014) dan Adawiyah (2015) menemukan bahwa likuiditas bukan merupakan variabel moderasi. Berdasarkan uraian ini, hipotesis yang hendak dikembangkan adalah sebagai berikut:

H_{5a} : Likuiditas yang dimiliki memperkuat hubungan antara profitabilitas dan *dividend payout ratio*.

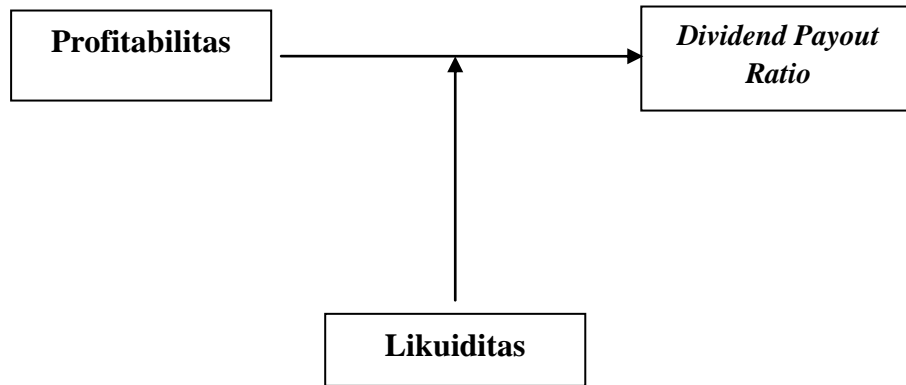
H_{5b} : Likuiditas yang dimiliki memperlemah hubungan antara *investment opportunity set* dan *dividend payout ratio*.

D. Model Penelitian

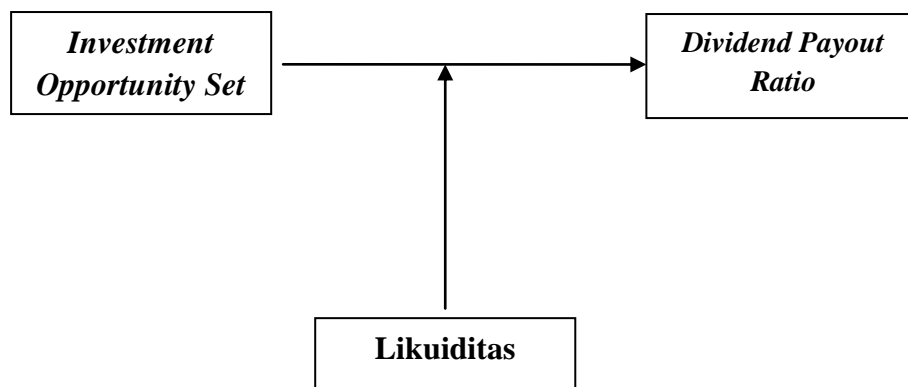
Dengan melihat dari dasar teori yang telah diuraikan sebelumnya dan penelitian-penelitian terdahulu, maka variabel yang dipakai dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: profitabilitas, *free cash flow*, *investment opportunity set* dan kepemilikan manajerial. Sehingga kerangka pemikiran teoritis dalam penelitian ini dapat digambarkan seperti pada gambar berikut ini.



GAMBAR 2.1
Bagan Pengaruh Profitabilitas, *Free Cash Flow*, *Investment Opportunity Set* dan Kepemilikan Manajerial Terhadap *Dividend Payout Ratio* Periode 2011-2014



GAMBAR 2.2
Bagan Pengaruh Profitabilitas Terhadap *Dividend Payout Ratio*
dengan Likuiditas Sebagai Variabel
Moderasi Periode 2011-2014



GAMBAR 2.3
Bagan Pengaruh *Investment Opportunity Set* Terhadap
***Dividend Payout Ratio* dengan Likuiditas Sebagai**
Variabel Moderasi Periode 2011-2014