

II. TINJAUAN PUSTAKA

A. *Free Cash Flow*

1. Pengertian *Free Cash Flow*

Free cash flow (aliran kas bebas) adalah kas operasi perusahaan dikurangi investasi ekuitas yang diwajibkan. Menurut Jensen *dalam* Rosdini (2007) mendefinisikan *free cash flow* adalah aliran kas yang merupakan sisa dari pendanaan seluruh proyek yang menghasilkan *net present value* (NPV) positif yang didiskontokan pada tingkat biaya modal yang relevan. *Free cash flow* inilah yang sering menjadi pemicu timbulnya perbedaan kepentingan antara pemegang saham dan manager.

Sedangkan menurut Ross *et al dalam* Rosdini (2007), aliran kas bebas merupakan kas perusahaan yang dapat didistribusikan 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.

a. *Cash Flow From Operation*

Cash flow from operation (aliran kas operasi) = nilai bersih kenaikan atau penurunan arus kas dari aktivitas operasi perusahaan. *Cash flow from operation* merupakan aktivitas penghasil utama perusahaan dan aktivitas lain selain investasi dan pendanaan (Rosdini, 2007). Jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah dari operasinya perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar dividen dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan pada sumber pendanaan dari luar (PSAK 2004 No. 2, paragraf 12). *Cash flow from operation* terutama deviden dari aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan. Oleh karena itu, arus kas tersebut pada umumnya berasal dari transaksi dan peristiwa lain yang mempengaruhi pendapatan laba atau rugi bersih.

b. *Net Capital Expenditures*

Net capital expenditures (pengeluaran modal bersih) = nilai perolehan aktiva tetap akhir-nilai perolehan aktiva tetap awal (Rosdini, 2007). Menurut Wijayanti & Supatmi (2008), pengeluaran modal merupakan penggolongan biaya berdasarkan pada periode akuntansi atau berhubungan dengan masa manfaat. Pengeluaran modal (*capital expenditure*) adalah biaya-biaya yang dikeluarkan yang manfaatnya dinikmati oleh lebih dari satu periode akuntansi (biaya satu tahun).

c. Changes in Working Capital

Changes in Working Capital (perubahan modal kerja) = modal kerja akhir tahun - modal kerja awal tahun.

2. Teori *Free Cash Flow*

Teori *free cash flow hypothesis* yang disampaikan oleh Jensen dalam Windiarti (2011) menyebutkan bahwa perusahaan dengan kesempatan pertumbuhan yang lebih tinggi memiliki *free cash flow* yang rendah karena sebagian besar dana yang ada digunakan untuk investasi pada proyek yang memiliki nilai NPV yang positif. Menurut Sasangko (2003) teori *free cash flow* pada *takeover* bahwa *merger* dan *takeover* adalah nilai perusahaan turun akan berpengaruh terhadap harga saham turun. Hal ini menunjukkan bagaimana *takeover* adalah kedua-duanya bukti konflik kepentingan antara pemegang saham dan para manajer untuk mencari suatu solusi pada masalah.

Teori ini tidak konsisten antara *free cash flow* dengan perusahaan. *Free cash flow* dapat mempengaruhi nilai perusahaan dan harga saham. Artinya *free cash flow* akan membayarkan dividen kepada pemegang saham. *Free cash flow* kecil untuk *takeover* dan *merger* yang dibiayai dengan harga saham naik akan menghasilkan *benefit* lebih besar melalui pertukaran saham (penjualan). *Agency cost* pada *free cash flow* adalah konsisten dengan suatu cakupan luas pada data untuk yang mana hal itu telah ada ketidak ada penjelasan yang konsisten.

B. Dividend Payout Ratio

Dividend Payout Ratio merupakan indikasi atas persentase jumlah pendapatan yang diperoleh yang didistribusikan kepada pemilik atau pemegang saham dalam bentuk kas (Gitman, 2003). *Dividend Payout Ratio* (DPR) ini ditentukan perusahaan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham setiap tahun, penentuan DPR berdasarkan besar kecilnya laba setelah pajak.

C. Asset Growth

Asset Growth menunjukkan pertumbuhan aset di mana aset merupakan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin cepat tingkat pertumbuhan suatu perusahaan (*growth*), maka semakin besar kebutuhan dana untuk waktu mendatang untuk membiayai pertumbuhannya. Peningkatan aset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan ke dalam perusahaan dijamin oleh besarnya aset yang dimiliki perusahaan (Windiarti, 2011).

D. Profitability

Menurut Sartono (2008), profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Dengan demikian bagi investor jangka panjang akan sangat berkepentingan dengan analisis profitabilitas ini misalnya bagi pemegang saham akan melihat keuntungan yang benar-benar akan diterima dalam bentuk dividen.

Menurut Brigham (2001) menyatakan bahwa investor lebih menghargai uang yang diharapkan dari dividen daripada uang yang diharapkan dari kenaikan nilai modal karena komponen hasil risikonya lebih kecil dibandingkan *capital gain*. Apabila perusahaan menerapkan konsep ini maka profitabilitas memiliki hubungan yang positif terhadap kebijakan dividen. Hal ini berarti semakin besar profitabilitas perusahaan maka akan semakin besar perusahaan membayar dividen, dampaknya perusahaan akan memiliki sumber dana internal yang rendah karena *profit* terserap untuk mensejahterakan pemegang saham. Selanjutnya maka akan membengkakkan rasio utang dan berpengaruh positif pula terhadap utang. Dalam penelitian ini rasio yang digunakan yaitu *return on asset (ROA)*.

E. Firm Size

Dalam keputusan pembagian dividen juga perlu dipertimbangkan masalah ukuran perusahaan (*firm size*). Perusahaan besar dengan akses pasar yang lebih besar seharusnya membayarkan dividen yang lebih besar kepada pemegang saham. Perusahaan besar mampu mempertahankan kelangsungan hidupnya dan dapat mengakses ke pasar modal dengan lebih mudah jika dibandingkan perusahaan kecil (Kusumaningrum, 2010). Oleh karena itu, perusahaan dengan ukuran lebih besar diperkirakan akan memiliki kemampuan menghasilkan *earning* yang lebih besar, sehingga akan mampu membayar dividen yang lebih tinggi kepada pemegang saham dibandingkan dengan perusahaan kecil, sehingga antara ukuran perusahaan dan pembayaran dividen memiliki hubungan positif (Oktavia, 2008).

F. Kebijakan Dividen

Menurut Brigham & Houston (2001) kebijakan dividen menentukan berapa banyak dari keuntungan harus dibayarkan kepada pemegang saham dan berapa banyak yang harus ditanamkan kembali di dalam perusahaan. Sedangkan menurut Sundjaja & Barlian (2003) kebijakan dividen adalah rencana tindakan yang harus diikuti dalam membuat keputusan dividen. Kebijakan dividen harus diformulasikan untuk dua dasar tujuan dengan memperhatikan maksimalisasi kekayaan dari pemilik perusahaan dan pembiayaan yang cukup.

Kebijakan deviden merupakan salah satu kebijakan dalam perusahaan yang harus diperhatikan dan dipertimbangkan secara seksama. Kebijakan dividen suatu perusahaan dipengaruhi *free cash flow* yang merupakan aliran kas bebas yang menggambarkan tentang keuangan perusahaan. Hal ini untuk menghindari penambahan pendanaan modal dari luar perusahaan.

1. Pengertian Dividen

Dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi laba ditahan sebagai cadangan bagi perusahaan (Ang, 1997). Dividen ini merupakan bagian keuntungan dari laba perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham. Dividen yang dibagikan kepada pemegang saham (*stockholder*) sangat bergantung pada kebijakan perusahaan.

Menurut Gitman (2003), dividen kas yang dibayarkan merupakan penilaian investor atas suatu saham. Dividen kas mencerminkan arus kas kepada pemegang saham dan menginformasikan kinerja perusahaan saat ini dan yang akan datang.

Sebab *retained earnings* (saldo laba) adalah salah satu bentuk pendanaan internal, maka keputusan mengenai dividen dapat mempengaruhi kebutuhan pendanaan eksternal perusahaan. Dengan demikian, semakin besar pula jumlah pendanaan eksternal yang dibutuhkan melalui pinjaman hutang atau penjualan saham.

Ross *et al dalam* Rosdini (2007) mendefinisikan dividen sebagai pembayaran kepada pemilik perusahaan yang diambil dari keuntungan perusahaan, baik dalam bentuk saham maupun tunai. Artinya hanya perusahaan yang membukukan keuntungan dapat membagikan dividen karena dividen diambil dari keuntungan perusahaan (Suharli *dalam* Rosdini, 2007).

2. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Menurut Brigham & Houston (2001) faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah:

1. Undang-undang

Peraturan pemerintah menekankan ada tiga hal:

- a. Peraturan laba bersih menyatakan bahwa dividen dapat dibayarkan dari laba saat ini atau tahun lalu.
- b. Larangan pengurangan modal (*capital impairment rule*) melindungi pemberi kredit karena adanya larangan untuk membayar dividen dengan mengurangi modal (membayar dividen laba).
- c. Peraturan kepailitan (*insolvency rule*) menyatakan bahwa perusahaan tidak dapat membayar dividen pada saat pailit. (Kepailitan disini adalah karena kewajiban lebih besar dari pada aktiva. Membayar dividen pada kondisi seperti

ini akan berarti member dana kepada pemegang saham yang sebenarnya milik pemberi kredit).

2. Posisi likuiditas

Laba ditahan biasanya diinvestasikan dalam bentuk aktiva yang dibutuhkan untuk menjalankan usaha. Laba ditahan tahun-tahun lalu sudah diinvestasikan dalam bentuk pabrik dan peralatan, persediaan, dan aktiva lainnya, laba tersebut tidak disimpan dalam bentuk kas. Jadi meskipun suatu perusahaan mempunyai catatan mengenai laba, perusahaan mungkin tidak dapat membayar tunai dividen karena posisi likuiditasnya. Memang, perusahaan yang sedang berkembang, walaupun dengan keuntungan yang sangat besar, biasanya mempunyai kebutuhan dana yang sangat mendesak. Dalam keadaan seperti ini perusahaan memutuskan untuk tidak membayar dividen.

3. Kebutuhan pelunasan hutang

Apabila perusahaan mengambil hutang untuk membiayai ekspansi atau untuk mengganti jenis pembiayaan yang lain, perusahaan menghadapi dua pilihan. Perusahaan dapat membayar hutang itu pada saat jatuh tempo dan menggantikannya dengan jenis surat berharga lain, atau perusahaan dapat memutuskan untuk melunaskan hutang tersebut. Jika keputusannya adalah membayar hutang tersebut, maka ini biasanya perlu penahanan laba.

4. Pembatasan dalam perjanjian hutang

Perjanjian hutang, khususnya apabila merupakan hutang jangka panjang seringkali membatasi kemampuan perusahaan untuk membayar dividen tunai. Larangan yang dibuat untuk melindungi kedudukan pemberi pinjaman,

biasanya menyatakan bahwa (a) dividen pada masa yang akan datang hanya dapat dibayarkan dari laba yang diperoleh sesudah penandatanganan perjanjian hutang (jadi, dividen tidak dapat dibayar dari laba ditahan tahun-tahun lalu), dan (b) dividen tidak dapat dibayarkan apabila modal kerja bersih (aktiva lancar dikurangi kewajiban lancar) berada di bawah suatu jumlah yang telah ditentukan. Demikian pula, perjanjian saham preferen biasanya mengatakan bahwa dividen tunai saham biasa tidak dapat dibayarkan kecuali semua dividen saham preferen sudah dibayar.

5. Tingkat ekspansi aktiva

Semakin cepat sebuah perusahaan berkembang, semakin besar kebutuhannya untuk membiayai ekspansi aktivanya. Kalau kebutuhan dana di masa depan semakin besar, perusahaan akan cenderung untuk menahan laba daripada membayarkannya. Apabila perusahaan mencari dana dari luar, maka sumber-sumbernya adalah pemegang saham saat itu yang telah mengetahui keadaan perusahaan. Tetapi jika laba dibayarkan sebagai dividen terkena pajak penghasilan pribadi yang tinggi, maka hanya sebageian saja yang tersisa untuk investasi.

6. Tingkat laba

Tingkat hasil pengembalian yang diharapkan akan menentukan pilihan relatif untuk membayar laba tersebut dalam bentuk dividen kepada pemegang saham (yang akan menggunakan dana itu di tempat lain) atau menggunakannya di perusahaan tersebut.

7. Stabilitas laba

Suatu perusahaan yang mempunyai laba stabil seringkali dapat memperkirakan berapa besar laba di masa yang akan datang. Perusahaan seperti ini biasanya cenderung membayarkan laba dengan presentase yang lebih tinggi daripada perusahaan yang labanya berfluktuasi. Perusahaan yang tidak stabil, tidak yakin apakah laba yang diharapkan pada tahu-tahun yang akan datang dapat tercapai, sehingga perusahaan cenderung untuk menahan sebagian besar laba saat ini. Dividen yang lebih rendah akan lebih mudah untuk dibayar apabila laba menurun pada masa yang akan datang.

8. Akses ke pasar modal

Suatu perusahaan yang besar dan telah berjalan baik, dan mempunyai catatan profitabilitas dan stabilitas, akan mempunyai akses yang mudah ke pasar modal dan mempunyai bentuk lain dari pendanaan. Sedangkan perusahaan yang baru, kecil dan bersifat coba-coba akan lebih banyak mengandung risiko bagi penanam modal potensial. Kemampuan perusahaan untuk menaikkan modalnya atau dana pinjaman dari pasar modal akan terbatas, dan perusahaan seperti ini harus menahan lebih banyak laba untuk membiayai operasinya. Jadi perusahaan yang sudah mapan cenderung untuk memberi tingkat pembayaran dividen yang lebih tinggi daripada perusahaan kecil atau baru.

9. Kendali Perusahaan

Variabel penting lainnya adalah pengaruh sumber pembiayaan alternatif terhadap situasi kendali perusahaan. Sebagai suatu kebijakan, beberapa perusahaan melakukan ekspansi hanya sampai pada tingkat penggunaan laba

internal saja. kebijakan ini didukung oleh pendapat bahwa menghimpun dana melalui penjualan tambahan saham biasa akan mengurangi kekuasaan kelompok dominan dalam perusahaan itu. Pada saat yang sama, mengambil hutang akan memperbesar risiko naik turunnya laba yang dihadapi pemilik perusahaan saat ini. Pentingnya pembiayaan internal dalam usaha untuk mempertahankan kendali perusahaan, akan memperkecil pembayaran dividen.

10. Posisi pemegang saham sebagai pembayar pajak

Posisi pemilik perusahaan sebagai pembayar pajak sangat mempengaruhi keinginannya untuk memperoleh dividen. Misalnya, suatu perusahaan yang dipegang hanya oleh beberapa pembayar pajak dalam golongan berpendapatan tinggi, cenderung untuk membayar dividen yang rendah. Pemilik memilih untuk menempatkan pendapatan mereka dalam bentuk peningkatan modal daripada dividen, karena akan terkena pajak penghasilan pribadi yang lebih tinggi. Akan tetapi, pemegang saham suatu perusahaan yang dimiliki oleh orang banyak akan memilih pembayaran dividen yang tinggi.

3. Jenis-Jenis Kebijakan Dividen

Menurut Sundjaja & Barlian (2003) jenis-jenis dividen adalah:

a. Kebijakan dividen rasio pembayaran konstan

Kebijakan dividen yang didasarkan dengan persentase tertentu dari pendapatan. Rasio pembayaran dividen adalah persentase dari setiap rupiah yang dihasilkan dan dibagikan kepada pemilik dalam bentuk tunai, dihitung dengan membagi dividen kas per saham (*dividend per share*) dengan laba per

saham (*earning per share*). Masalah dalam kebijakan ini adalah jika pendapatan perusahaan turun pada suatu periode tertentu maka dividen menjadi rendah atau tidak ada. Oleh karena itu, dividen merupakan indikator dari kondisi perusahaan yang akan datang maka mungkin akan berdampak buruk terhadap harga saham.

b. Kebijakan dividen teratur

Kebijakan dividen yang didasarkan atas pembayaran dividen dengan rupiah yang tetap dalam setiap periode. Kebijakan dividen teratur seringkali digunakan dengan memakai target rasio pembayaran dividen. Target rasio pembayaran dividen adalah kebijakan dimana perusahaan mencoba membayar dividen dalam persentase tertentu seperti dividen yang dinyatakan dalam rupiah serta disesuaikan terhadap target pembayaran yang membuktikan terjadinya peningkatan hasil.

c. Kebijakan dividen rendah dan ditambah ekstra.

Kebijakan dividen rendah teratur dan ditambah ekstra adalah kebijakan dividen yang didasarkan pembayaran rendah teratur, ditambah dengan dividen ekstra jika ada jaminan pendapatan. Jika pendapatannya lebih tinggi dari biasanya pada periode tertentu, perusahaan boleh membayar tambahan dividen, yang disebut dividen ekstra.

4. Kendala atas Pembayaran Dividen

Dalam menanamkan modalnya, pemodal mengharapkan keuntungan dari hasil investasinya berupa dividen atau *capital gain* dari peningkatan harga saham.

Dilain pihak, perusahaan juga mengharapkan adanya pertumbuhan secara terus-menerus untuk mempertahankan kelangsungan hidupnya (Baridwan *dalam* Windiarti, 2011).

5. Pengukuran Dividen

Menurut Walsh (2004) pengukuran dividen meliputi sebagai berikut:

$$Dividend Yield = \frac{\text{Total dividen yang dibayar perusahaan selama 1 tahun}}{\text{harga pasar saham}} \dots\dots\dots 2.1$$

$$\text{Rasio pembayaran dividen (DPR)} = \frac{Dividend Per Share}{Earning Per Share} \dots\dots\dots 2.2$$

$$Dividend Per Share = \frac{\text{Dividend Saham Biasa}}{\text{Jumlah Saham Biasa}} \dots\dots\dots 2.3$$

$$Earning Per Share = \frac{\text{Earning After Tax (EAT)}}{\text{Jumlah Saham Biasa}} \dots\dots\dots 2.4$$

$$Dividend Cover = \frac{Earning Per Share}{Dividend Per Share} \dots\dots\dots 2.5$$

6. Teori Kebijakan Dividen

a. Teori ketidakrelevanan dividen

Miller dan Modigliani menyusun teori ketidakrelevanan dividen, yang menyatakan bahwa kebijakan dividen perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap nilai sahamnya ataupun terhadap biaya modalnya (Brigham, 2001).

b. Teori *Bird in The Hand*

Menurut Brigham (2001) teori *bird in the hand* menyatakan bahwa nilai perusahaan akan dimaksimumkan oleh rasio pembayaran dividen yang tinggi karena investor menganggap bahwa dividen tunai lebih kecil risikonya dibandingkan keuntungan modal potensial. Sedangkan menurut Dhailami (2006) teori *bird in the hand* dikemukakan oleh Myron Gordon dan John Lintner yang berpendapat bahwa ekuitas atau nilai perusahaan akan turun apabila rasio pembayaran dividen dinaikkan, karena para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gain*) yang dihasilkan dari laba ditahan dibandingkan seandainya para investor menerima dividen. Mengutip perkataan John Lintner bahwa sesungguhnya investor lebih jauh menghargai pendapatan yang diharapkan dari dividen daripada pendapatan yang diharapkan dari keuntungan modal.

c. Teori preferensi pajak

Menurut Brigham (2001) teori preferensi pajak menyatakan bahwa, karena keuntungan modal jangka panjang terkena pajak yang lebih ringan daripada dividen, investor lebih suka perusahaan menahan laba daripada membayarkannya sebagai dividen. Sedangkan Dhailami dalam Windiarti (2007) teori *tax preference theory* pertama kali dikemukakan oleh Litzenberger & Ramaswami. Ada tiga alasan yang berkaitan dengan pajak untuk beranggapan bahwa investor mungkin lebih menyukai pembagian dividen yang rendah daripada tinggi yaitu:

1. Keuntungan modal dikenakan tarif pajak lebih rendah daripada pendapatan dividen. Untuk itu investor yang kaya (yang memiliki sebagian besar saham) mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanamkan kembali laba ke dalam perusahaan. Pertumbuhan laba mungkin dianggap menghasilkan kenaikan harga saham, dan keuntungan modal yang pajaknya rendah akan menggantikan dividen yang pajaknya tinggi.
2. Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai saham terjual, sehingga ada efek nilai waktu.
3. Jika lembar saham dimiliki oleh seseorang sampai meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang.

Bila perusahaan menerapkan konsep ini maka perusahaan akan menguntungkan karena memiliki sumber dana internal yang besar karena sebagian besar profit dapat dipergunakan sebagai laba ditahan, sehingga dapat menunda menggunakan utang atau emisi saham baru.

G. Penelitian Terdahulu

1. Penelitian yang dilakukan oleh Dini Rosdini (2007) dengan judul *Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Policy*. Penelitian ini menganalisis pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Dividend Payout Ratio*, dimana *Free Cash Flow* diukur dengan mengurangi *cash flow from operations* dengan *net capital expenditure* ditambah *changes in working capital*. Unit analisis penelitian ini adalah perusahaan manufaktur tertentu pada tahun 2000-2002 yang sesuai dengan kriteria penelitian. Analisis regresi linear sederhana dilakukan untuk meneliti pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout*

ratio. Berdasarkan uji t untuk meneliti signifikansi diperoleh hasil bahwa *free cash flow* berpengaruh terhadap *dividend payout ratio*. Dari hasil penelitian ini dapat ditarik kesimpulan bahwa *free cash flow* dapat dijadikan salah satu indikator dalam penetapan kebijakan dividen dalam suatu perusahaan.

2. Penelitian yang dilakukan Ina Sariwati (2011) dengan judul *Analisis Pengaruh Insider Ownership, Free Cash Flow, dan Profitabilitas Terhadap Dividend Payout Ratio Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Penelitian ini menganalisis *Pengaruh Insider Ownership, Free Cash Flow, dan Profitabilitas Terhadap Dividend Payout Ratio*. Populasi yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode tahun 2005-2008 dan telah melaporkan laporan keuangannya secara lengkap. Berdasarkan hasil regresi menunjukkan bahwa *insider ownership* berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Diperoleh hasil analisis regresi yang telah dilakukan bahwa *free cash flow* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Hasil analisis regresi dalam penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Prihantoro (2003), bahwa *earnings* dalam hal ini profitabilitas memiliki pengaruh yang kurang signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Berdasarkan hasil pengujian dengan menggunakan analisis regresi linier berganda, yaitu uji statistik F dan uji statistik t dapat disimpulkan bahwa uji statistik F menunjukkan *insider ownership, free cash flow*, dan profitabilitas secara bersama-sama memiliki pengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*.

3. Penelitian yang dilakukan Kartika Nuringsih (2005) dengan judul *Analisis Pengaruh Kepemilikan Managerial, Kebijakan Utang, ROA dan Ukuran Perusahaan terhadap Kebijakan Dividen*. Penelitian ini menguji pengaruh kepemilikan managerial, kebijakan utang, ROA dan ukuran perusahaan terhadap kebijakan dividen. Data diambil dari Bursa Efek Indonesia tahun 1995-1996. Tujuan penelitian ini untuk menguji regresi berganda dari keempat hipotesis. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan managerial positif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, kebijakan utang negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, ROA negatif dan signifikan terhadap kebijakan dividen, dan ukuran perusahaan positif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan dividen. Hasil menunjukkan bahwa tingkat kepemilikan managerial dan tingginya tingkat managerial kepemilikan positif pada kebijakan dividen. Hasil tidak membuktikan berbeda hubungan antara kepemilikan managerial dan kebijakan dividen.

4. Penelitian yang dilakukan Muhammad Asril Arilaha (2009) dengan judul *Corporate Governance & Karakteristik Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen*. Penelitian ini menganalisis *corporate governance, profitabilitas, ukuran perusahaan, ukuran pertumbuhan, dan kebijakan dividen*. Data diambil dari IICG tahun 2006-2008. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa *corporate governance* memiliki hubungan positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, profitabilitas memiliki hubungan positif signifikan terhadap kebijakan dividen, ukuran perusahaan memiliki hubungan positif terhadap kebijakan dividen, pertumbuhan perusahaan memiliki hubungan negatif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen.

Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu

No.	Peneliti	Variabel	Analisis	Hasil
1.	Dini Rosdini (2007)	<i>Free cash flow, dividend payout ratio</i>	Analisis regresi linear sederhana	<i>Free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap <i>dividend payout ratio</i>
2.	Ina Sariwati (2011)	<i>Insider Ownership, Free Cash Flow, & Profitabilitas</i>	Analisis regresi linear berganda	<i>Insider Ownership</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap <i>dividend payout ratio</i> , <i>free cash flow</i> berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>dividend payout ratio</i> , <i>profitabilitas</i> berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap <i>dividend payout ratio</i> .
3.	Kartika Nuringsih (2005)	<i>Managerial ownership, debt policy, ROA, & firm size</i>	Analisis regresi	<i>Managerial ownership</i> berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, <i>debt policy</i> berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, <i>ROA</i> berpengaruh negatif terhadap kebijakan utang, <i>firm size</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen
4.	Muhammad Asril Arilaha (2009)	<i>Corporate governance, profitability, firm size, firm growth, & dividend policy</i>	Analisis regresi	<i>Corporate governance</i> berpengaruh positif tidak signifikan terhadap kebijakan dividen, <i>profitability</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, <i>firm size</i> berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen, <i>firm growth</i>

				berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen, & <i>dividend policy</i> terhadap kebijakan dividen.
--	--	--	--	--

Sumber: Kumpulan skripsi dan jurnal yang telah diolah

Adapun perbedaan pada penelitian terdahulu dengan penelitian ini adalah:

1. Pengambilan populasi perusahaan yakni pada periode perusahaan yang mengeluarkan laporan tahunan di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2009 sampai dengan periode tahun 2011.
2. Sampel perusahaan yaitu menggunakan perusahaan LQ45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2009 - 2011.

H. Kerangka Pemikiran

Penelitian ini dimaksudkan menguji pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend policy*. *Free cash flow* menggambarkan fleksibilitas keuangan perusahaan. Fleksibilitas keuangan perusahaan untuk membayarkan dividen kepada pemegang saham. Artinya untuk menghindari penambahan pendanaan modal dari luar perusahaan. Sehingga keputusan ini yang dinamakan kebijakan dividen. Kebijakan dividen diukur dengan menggunakan rasio pembayaran dividen (DPR) yaitu perbandingan antara *dividend per share* dengan *earning per share* yang menggambarkan sejauh mana perusahaan dapat membayarkan dividen perusahaannya untuk dibayarkan kepada pemegang saham.

Agency cost adalah biaya-biaya yang ditanggung para pemegang saham untuk mencegah terjadinya masalah keagenan untuk memaksimalkan kekayaan

pemegang saham. *Agency cost* mempunyai hubungan dengan kebijakan dividen suatu perusahaan. Hal ini terjadi ketika tingkat *agency cost* meningkat maka menjadi pertanda buruk bagi pemegang saham, karena pemegang saham akan mendapatkan dividen yang rendah. Hal ini dikarenakan manajer akan menggunakan dana secara berlebih dan akan berdampak pada penurunan profit perusahaan.

Free cash flow yang tinggi maka memiliki kinerja yang lebih baik karena memperoleh keuntungan atas berbagai kesempatan yang tidak diperoleh dari perusahaan lain. *Free cash flow* dengan tingkat pertumbuhan tinggi maka *free cash flow* ditahan dan dapat dimanfaatkan untuk investasi mendatang. Sebaliknya, *free cash flow* dengan tingkat pertumbuhan rendah maka *free cash flow* didistribusikan kepada pemegang saham. Jadi *free cash flow* yang besar dalam perusahaan belum tentu menunjukkan bahwa perusahaan tersebut akan membagikan dividen dengan jumlah yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang kecil.

Adapun pengaruh variabel kontrol adalah: *asset growth*, *profitability*, dan *size*. Hubungan antara variabel kontrol terhadap kebijakan dividen adalah positif. *Asset growth* diukur dengan total aset tahun sebelumnya terhadap total aset sekarang, yaitu untuk menggambarkan pertumbuhan aset di mana aset merupakan aktiva yang digunakan untuk aktiva operasional perusahaan.

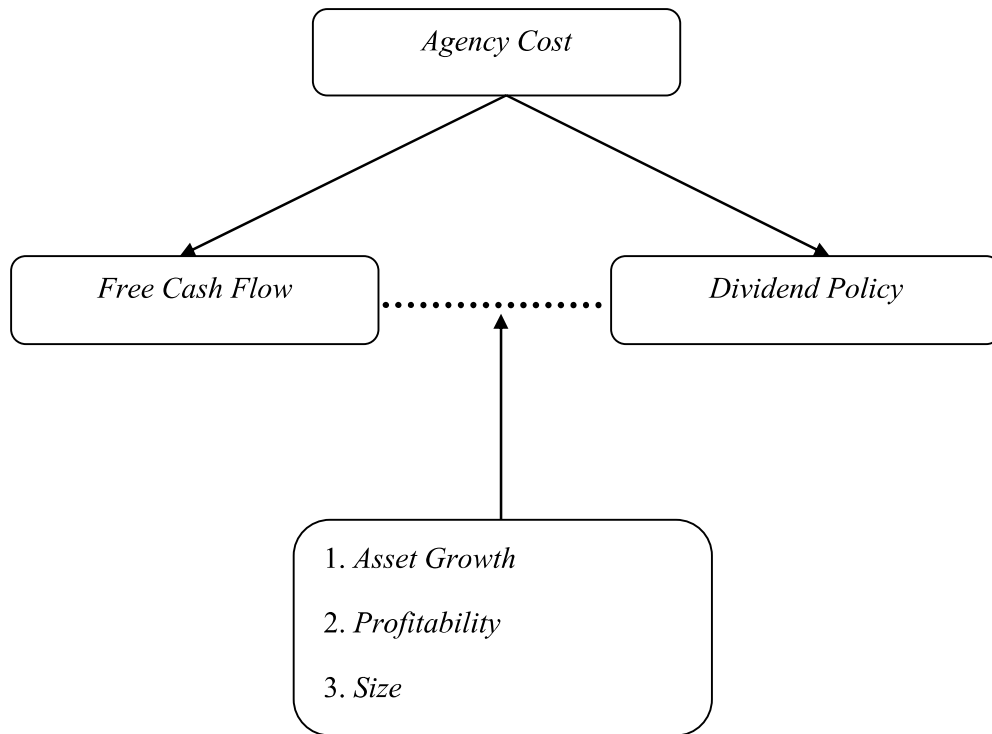
Peningkatan aset berhubungan dengan peningkatan hasil operasi akan menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Meningkatnya kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan, maka proporsi hutang semakin lebih besar daripada

modal sendiri. Hal ini didasari keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan ke dalam perusahaan dijamin oleh besarnya aset yang dimiliki perusahaan.

Profitabilitas perusahaan besar dengan akses pasar yang lebih besar seharusnya membayarkan dividen yang lebih besar kepada pemegang saham. Tujuan ini untuk menjaga reputasi perusahaan dimata investor. Sebaliknya perusahaan yang memiliki aset rendah akan membagikan dividen yang rendah. Berdasarkan logika ini dikarenakan profit yang dialokasikan pada laba ditahan yang digunakan untuk menambah aset.

Size diukur dengan *log natural* dari total aset, yang menunjukkan bahwa perusahaan besar akan mampu mempertahankan kelangsungan hidupnya dan dapat mengakses ke pasar modal dengan lebih mudah jika dibandingkan perusahaan yang kecil. Perusahaan yang dapat mengakses dengan mudah ke pasar modal akan mampu mendapatkan dana dalam waktu yang relatif cepat. Jadi, adanya pengaruh variabel kontrol ini terhadap kebijakan dividen berhubungan positif. Konsep teori *bird in hand* yang menyatakan bahwa nilai perusahaan akan dimaksimumkan oleh rasio pembayaran dividen yang tinggi karena investor menganggap bahwa dividen tunai lebih kecil risikonya dibandingkan keuntungan modal potensial.

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran



Keterangan: = variabel kontrol

I. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kerangka pemikiran di atas maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut:

1. Ho : *Free Cash Flow* berpengaruh tidak signifikan terhadap *Dividend Policy* pada perusahaan LQ45.
Ha : *Free Cash Flow* berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Policy* pada perusahaan LQ45.

2. Ho : *Asset Growth* berpengaruh tidak signifikan terhadap *Dividend Policy* pada perusahaan LQ45.

Ha : *Asset Growth* berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Policy* pada perusahaan LQ45.

3. Ho : *Profitability* berpengaruh tidak signifikan terhadap *Dividend Policy* pada perusahaan LQ45.

Ha : *Profitability* berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Policy* pada perusahaan LQ45.

4. Ho : *Size* berpengaruh tidak signifikan terhadap *Dividend Policy* pada perusahaan LQ45.

Ha : *Size* berpengaruh signifikan terhadap *Dividend Policy* pada perusahaan LQ45.

III. METODOLOGI PENELITIAN

A. Tipe Penelitian

Tipe penelitian ini adalah *explanatory research*. Menurut Bungin (2006), *explanatory research* adalah penelitian pengujian hipotesis. Penelitian ini ditujukan untuk menjelaskan hubungan kausal antara variabel-variabel. penelitian dan menguji hipotesis yang dirumuskan. Dengan pertimbangan data yang diperlukan telah tersedia, maka penelitian ini juga termasuk dalam studi empiris pada perusahaan *go public* yang terdaftar dalam LQ45 di Indonesia.

B. Populasi dan Sampel

1. Populasi

Menurut Sugiyono (2006) populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas objek atau subjek yang mempunyai kuantitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar dalam LQ45 pada tahun 2009-2011. Jumlah populasi dalam penelitian ini adalah 74 perusahaan.