

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGAJUAN HIPOTESIS

2.1 Landasan Teori

2.1.1 *Signaling Theory* (Teori Sinyal)

Teori sinyal menurut Ghozali (2018) merupakan salah satu landasan dalam memahami bagaimana perusahaan menyampaikan informasi keuangan kepada pihak eksternal. Sinyal adalah bentuk komunikasi yang dilakukan oleh manajemen perusahaan kepada pihak eksternal, seperti investor, dalam berbagai bentuk baik yang mudah diamati maupun yang memerlukan interpretasi lebih lanjut. Tujuan dari sinyal ini adalah untuk memberikan petunjuk yang dapat mempengaruhi persepsi pasar terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, setiap sinyal harus mengandung informasi yang bermakna agar dapat mengubah penilaian dari pihak luar.

Sementara itu, menurut Brigham & Houston (2010), teori sinyal menyoroti pentingnya perusahaan dalam menyampaikan informasi kepada para pengguna laporan keuangan, guna memberikan gambaran yang akurat mengenai kondisi dan prospek perusahaan.. Menurut *signalling theory*, perusahaan memberikan sinyal kepada pihak eksternal sebagai bentuk komunikasi atas keberhasilan maupun kegagalan manajemen dalam menjalankan operasional. Sinyal ini berisi informasi mengenai langkah-langkah yang telah dilakukan untuk mewujudkan harapan pemegang saham. Brigham & Houston (2010) mengemukakan bahwa fluktuasi dalam pembagian dividen menjadi indikator penting yang merefleksikan kondisi internal perusahaan kepada pihak eksternal. Peningkatan dividen dianggap sebagai tanda optimisme manajemen terhadap kinerja perusahaan ke depan. Sebaliknya,

penurunan dividen memberikan sinyal negatif kepada investor mengenai potensi penurunan keuntungan di masa mendatang.

Ghozali (2018) menegaskan bahwa model sinyal dividen mengasumsikan bahwa kebijakan pembagian dividen digunakan sebagai instrumen untuk menyampaikan informasi positif dari manajemen kepada pemegang saham. Hal ini terjadi karena manajemen memiliki informasi lebih lengkap yang tidak sepenuhnya diketahui oleh pasar akibat ketidakseimbangan informasi.

2.1.2 Kebijakan Dividen

Menurut Brigham & Houston (2010) Kebijakan dividen ialah langkah penting strategis yang dilakukan oleh perusahaan mengenai bagaimana mereka akan menggunakan keuntungan, ini termasuk menentukan seberapa besar bagian dari laba bersih yang akan diberikan kepada pemilik saham sebagai dividen, serta besaran laba yang ditahan guna mendukung kebutuhan pembiayaan internal perusahaan. Kebijakan dividen, yaitu kebijakan dalam membagi keuntungan (laba) kepada pemilik saham sebagai kompensasi telah menanamkan atau menginvestasikan dananya di perusahaan (Kufepaksi & Hasnawati, 2021). Pada dasarnya kebijakan dividen merupakan strategi distribusi laba yang dijalankan perusahaan, yang melibatkan penentuan persentase laba yang disalurkan kepada pemegang saham sebagai dividen serta persentase laba yang ditahan untuk mendanai ekspansi usaha atau investasi jangka panjang (Abd'rachim, 2021).

Secara umum, kebijakan dividen dapat dipahami sebagai pilihan perusahaan dalam menentukan distribusi laba, baik untuk dibagikan kepada pemegang saham maupun ditahan sebagai modal kerja. Keputusan ini bertujuan untuk menjaga

keseimbangan antara pemenuhan hak investor atas imbal hasil dan kebutuhan pendanaan perusahaan dalam jangka panjang.

Menurut Handini (2020) terdapat beberapa teori-teori Kebijakan Dividen antara lain :

1. Teori ketidakrelevanan dividen

Beberapa ahli percaya bahwa kebijakan dividen tidak memberikan pengaruh besar terhadap harga saham maupun biaya modal perusahaan. Jika demikian, kebijakan tersebut dianggap tidak relevan. Modigliani dan Miller (MM) merupakan tokoh utama pendukung pandangan ini. Mereka menyatakan bahwa harga saham serta kesejahteraan pemegang saham tidak ditentukan oleh apakah perusahaan membagikan dividen atau tidak. Sebaliknya, nilai perusahaan lebih dipengaruhi oleh kemampuan menghasilkan laba dan aset yang dimiliki, sehingga keputusan investasi menjadi faktor yang paling menentukan.

2. *Bird in The Hand Theory*

Dikemukakan oleh Gordon dan Lintner yang berpandangan bahwa investor lebih menghargai dividen yang diterima saat ini daripada harapan akan *capital gain* di masa depan. Mereka berpendapat bahwa kenaikan rasio pembayaran dividen justru meningkatkan nilai perusahaan, karena dividen memberikan kepastian pendapatan. Investor cenderung menghindari ketidakpastian yang melekat pada keuntungan dari laba yang ditahan, sehingga mereka lebih memilih dividen yang langsung dibagikan.

3. Teori Preferensi Pajak

Tiga pertimbangan pajak yang membuat investor lebih menyukai dividen rendah antara lain:

1. Tarif pajak atas keuntungan modal umumnya lebih rendah dibanding pajak atas dividen. Oleh karena itu, investor dengan kekayaan besar yang memiliki banyak saham cenderung menghendaki perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali labanya. Kenaikan laba bisa mendorong peningkatan harga saham, dan keuntungan modal berisiko pajak lebih rendah dapat menggantikan dividen.
2. Pajak atas capital gain hanya dibayarkan ketika saham dijual, sehingga investor dapat memperoleh keuntungan nilai waktu.
3. Jika saham dimiliki hingga investor meninggal, tidak ada kewajiban membayar pajak atas capital gain.

Karena manfaat pajak tersebut, investor cenderung lebih memilih perusahaan yang menahan laba dan memberikan dividen lebih rendah, serta bersedia membayar harga saham lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang membagikan dividennya dalam jumlah besar.

Menurut Murifal et al. (2020) Dividen ialah imbal hasil atas kepemilikan saham, yang dibayarkan dari laba perusahaan sesuai dengan proporsi saham yang dikuasai dalam kurun waktu tertentu. Pembayaran dividen memiliki fungsi utama sebagai instrumen untuk mendistribusikan sebagian laba perusahaan kepada para pemegang saham sebagai bentuk pengakuan atas status mereka sebagai pemilik perusahaan. Melalui pembagian dividen, perusahaan tidak hanya merealisasikan hak ekonomis pemegang saham, tetapi juga membentuk citra korporat yang

akomodatif terhadap kepentingan investor. Dividen yang diberikan secara berkala dan konsisten dapat memperkuat keyakinan investor terhadap prospek perusahaan serta meningkatkan loyalitas pemegang saham dalam jangka Panjang (Mahmudi & Khaerunnisa, 2015).

Dividen bisa diberikan dalam bentuk uang tunai, saham, maupun properti. Berdasarkan pendapat Fahmi (2018), ada sejumlah bentuk dividen yang mencerminkan pelaksanaan nyata dari pemberian dividen yang dilakukan oleh perusahaan kepada pemilik saham, yaitu :

1. Dividen Tunai

Dividen tunai merujuk pada bentuk pembagian laba yang dinyatakan secara eksplisit dan dibayarkan dalam periode tertentu menggunakan dana perusahaan yang sah secara hukum. Besaran dividen tunai dapat mengalami fluktuasi, tergantung pada tingkat profitabilitas yang dicapai oleh perusahaan selama periode akuntansi tertentu.

2. Dividen Properti

Dividen properti merupakan bentuk distribusi laba perusahaan yang tidak disalurkan dalam bentuk uang tunai, melainkan berupa aset non-kas seperti barang, perlengkapan, atau bahkan sekuritas lain yang dimiliki perusahaan. Jenis dividen ini lazim digunakan apabila perusahaan ingin menghindari pengeluaran kas langsung.

3. Dividen Likuidasi

Dividen likuidasi merupakan alokasi nilai aset perusahaan kepada para pemilik saham yang terjadi dalam konteks pembubaran entitas usaha. Berbeda dari

dividen reguler, dividen ini berasal dari pengembalian modal karena perusahaan menghentikan seluruh operasional bisnisnya.

Ada beberapa aspek kebijakan dividen yang dapat ditetapkan oleh perusahaan, Sudana (2019) menyatakan bahwa kebijakan dividen mencakup tiga aspek utama:

1. Dividen Stabil

Dividen yang dibayar secara konsisten mencerminkan Kesehatan finansial suatu perusahaan, sementara dividen yang tidak stabil mencerminkan ketidakpastian dalam keuangan perusahaan.

2. Target Pembayaran Dividen

Beberapa perusahaan memiliki target rasio pembagian dividen untuk jangka panjang, namun realisasinya tetap menyesuaikan dengan pendapatan. Kenaikan rasio biasanya hanya dilakukan saat pendapatan perusahaan meningkat dan berpotensi bertahan.

3. Dividen Reguler dan Tambahan

Selain dividen reguler, perusahaan bisa membagikan dividen tambahan ketika laba naik secara signifikan namun bersifat sementara. Jika pendapatan tidak mengalami peningkatan, hanya dividen reguler yang dibayarkan.

Kebijakan pemberian dividen suatu perusahaan bisa dilihat dari *dividend payout ratio*. Murifal et, al (2020) menyatakan DPR ialah perbandingan kuantitatif antara laba bersih yang tersedia dengan total yang diberikan kepada pemilik saham sebagai dividen tunai, yang mencerminkan cara Perusahaan membagikan keuntungannya. Beberapa pihak menggunakan rasio ini untuk menilai apakah akan memilih berinvestasi pada perusahaan yang rutin membagikan dividen dari

labanya, atau pada perusahaan yang menahan laba untuk pertumbuhan masa depan. Dengan demikian, rumus ini mengakomodasi pendekatan jangka panjang di mana laba bersih yang tidak dibagikan diposisikan sebagai modal pertumbuhan demi optimalisasi pendapatan di masa mendatang.

Murifal et al. (2020), beranggapan bahwa ada beberapa pendekatan yang dapat digunakan dalam menghitung *Dividend Payout Ratio*. Salah satunya adalah dengan membagi total dividen tunai yang diberikan oleh perusahaan dengan laba bersih yang diperoleh, sehingga:

$$\text{DPR} = \text{Dividen} : \text{Laba Bersih}$$

Metode lain menghitung DPR adalah melalui pendekatan per lembar saham. Jika data Dividen per saham (DPS) dan Laba per saham (EPS) tersedia, maka rasio pembayaran dividen dapat ditentukan dengan cara :

$$\text{DPR} = \text{DPS} : \text{EPS}$$

Selain itu, *Dividend Payout Ratio* juga bisa diperoleh dengan terlebih dahulu menghitung *Retention Ratio* (RR), yaitu perbandingan antara laba ditahan dan laba bersih perusahaan:

$$\text{RR} = \text{Saldo Laba Ditahan} : \text{Laba Bersih}$$

$$\text{DPR} = 1 - \text{RR}$$

Dari perhitungan ini, terlihat bahwa kombinasi antara RR dan DPR selalu berjumlah 1 atau 100% dari laba bersih. Ini menunjukkan bahwa laba yang tidak didistribusikan akan digunakan kembali sebagai modal untuk mendukung pertumbuhan perusahaan.

2.1.3 *Investment Opportunity Set*

Penjelasan dari Yunita & Subardjo (2023) *Investment Opportunity Set* menandakan peluang strategis bagi perusahaan dalam memperluas kegiatan usahanya. Tingginya IOS mencerminkan kemampuan perusahaan untuk meraih pertumbuhan melalui proyek-proyek investasi yang menjanjikan. Set Kesempatan Investasi ialah nilai sebuah perusahaan ditentukan oleh investasi yang berkaitan dengan pengeluaran di masa depan. Kesempatan investasi menggambarkan pilihan pertumbuhan yang tersedia bagi Perusahaan, yang dapat berupa investasi konvensional atau pengeluaran yang sifatnya tidak wajib, tetapi penting untuk mencapai kesuksesan perusahaan, seperti dalam melakukan riset dan pengembangan teknologi yang baru (Maryana, 2018). *Investment opportunity set* merupakan pilihan untuk berinvestasi di masa yang akan datang dengan potensi pengembalian yang cukup tinggi sebagai akibatnya bisa membentuk prospek perusahaan yang lebih baik. IOS akan menjadi pertimbangan perusahaan terhadap siklus pendanaan (Apriada & Wulandari, 2021).

Menurut beberapa pemikiran diatas dapat diambil Kesimpulan, *Investment Opportunity Set* merupakan konsep krusial dalam manajemen keuangan yang menggambarkan peluang investasi yang ada bagi perusahaan dalam rangka memperluas bisnisnya. Perusahaan yang memiliki IOS besar memiliki potensi yang lebih besar untuk pertumbuhan dan pengembangan, karena mereka dapat melakukan investasi strategis yang diharapkan memberikan pengembalian yang tinggi di masa depan.

Investment opportunity set berperan sebagai indikator untuk memprediksi perkembangan perusahaan. Selain itu, *investment opportunity set* juga dimanfaatkan sebagai pengganti dalam pengambilan keputusan berinvestasi, karena aktivitas investasi tidak dapat dilihat secara langsung dan perlu dikaitkan dengan variabel-variabel yang dapat diukur. Oleh karena itu, *investment opportunity set* bisa dijadikan landasan dalam mengklasifikasikan potensi pertumbuhan perusahaan di masa depan. Ketika perusahaan tidak memiliki cukup kelonggaran keuangan untuk mendanai peluang investasi yang potensial, manajer cenderung memilih untuk meningkatkan pembiayaan melalui utang daripada menerbitkan ekuitas. Pemberi pinjaman mendapatkan imbal hasil tetap, sehingga saat investasi baru mulai memberikan keuntungan besar bagi perusahaan, Sebagian besar aliran kas tersebut akan mengalir ke pemilik saham yang sudah ada. Ketika manajer berusaha untuk mendanai proyek baru Langkah pertamayang biasanya mereka ambil adalah memanfaatkan laba yang ditahan. Dengan kata lain, para manajer perusahaan percaya bahwa dengan menunda pembayaran dividen tunai, mereka dapat meningkatkan kekayaan pemilik saham secara riil (Kufepaksi & Hasnawati, 2021).

Menurut Maryana (2018) proksi *investment opportunity set* berbagai macam bentuknya dan diklasifikasikan menjadi 3 jenis, yaitu :

1. Proksi Harga

Proksi berbasis harga menunjukkan bahwa sebagian informasi mengenai potensi pertumbuhan perusahaan tercermin dalam harga sahamnya. Perusahaan dengan pertumbuhan tinggi biasanya memiliki nilai pasar yang lebih besar dibandingkan nilai aset tetap yang dimiliki. Sejumlah rasio telah digunakan

dalam berbagai studi sebagai representasi dari proksi pasar ini, yaitu : *market to book value of asset, market to book value of equity, tobin's q, ratio of property, plant and equipment to firm value, earnings to price ratios, ratio of depreciation to firm value dan firm value to book value property, plant and equipment.*

2. Proksi Investasi

Proksi investasi menggambarkan bahwa tingginya tingkat investasi perusahaan berkorelasi positif dengan besarnya *investment opportunity set*. Perusahaan yang memiliki prospek pertumbuhan yang baik biasanya menunjukkan tingkat investasi tinggi yang diubah menjadi kepemilikan aset. Proksi ini sering kali dinyatakan dalam bentuk rasio yang mengukur perbandingan antara nilai investasi terhadap aset tetap atau output dari aset yang telah diinvestasikan. Proksi *investment opportunity set* berbasis investasi yang sering dipakai meliputi : pengeluaran modal dibandingkan dengan nilai buku asset, pengeluaran modal dibandingkan dengan nilai pasar asset, investasi dibandingkan dengan penjualan bersih, serta investasi dibandingkan dengan keuntungan.

3. Proksi Varian

Dalam proksi ini, peningkatan nilai opsi dikaitkan dengan fluktuasi ukuran tertentu, seperti variasi return, yang digunakan untuk memperkirakan tingkat pertumbuhan aset di masa mendatang. Ukuran yang dipakai dalam berbagai penelitian, termasuk: variasi hasil, variasi penjualan asset yang sudah disesuaikan, dan beta asset.

2.1.4 Free Cash Flow

Brigham & Houston (2010) memaparkan *free cash flow* ialah sisa arus kas operasional yang dapat digunakan secara diskresioner. Aliran kas diskresioner adalah aliran kas yang tersedia setelah semua proyek pendanaan dengan nilai bersih positif selesai, dan dapat dimanfaatkan untuk membayar dividen, melunasi hutang, atau untuk melakukan akuisisi. Menurut Lukman (2022) Arus kas bebas (*free cash flow*) adalah sisa kas perusahaan setelah dikurangi depresiasi, pembayaran pajak, dan investasi (e.g. pembelian mesin dan bangunan). *Free cash flow* mengacu pada kelebihan dana tunai yang dihasilkan entitas bisnis setelah semua pengeluaran operasional, kewajiban fiskal, dan capital expenditure terpenuhi. Dana ini menggambarkan cadangan kas aktual yang siap dialokasikan sebagai pengembalian atas modal kepada investor maupun kreditur, setelah perusahaan memenuhi seluruh komitmen investasional terhadap aset tetap, pengembangan lini produk, dan pemenuhan kebutuhan modal kerja untuk menjaga kesinambungan operasional. (Sumiati & Indrawati, 2019).

Berdasarkan beberapa pendapat diatas dapat disimpulkan bahwa *Free cash flow* (FCF) adalah sisa kas yang tersedia bagi perusahaan setelah memenuhi semua biaya operasional, kewajiban, dan belanja modal. FCF mencerminkan jumlah kas yang dapat digunakan secara diskresioner untuk berbagai tujuan, seperti membayar dividen, melunasi utang, atau melakukan investasi tambahan.

Menurut Lukman (2022) *free cash flow* pada dasarnya dapat diklasifikasikan ke dalam dua bentuk pemanfaatan: sebagai laba ditahan dan sebagai payout kepada pemegang saham. Distribusi dalam bentuk laba ditahan mengacu pada akumulasi

keuntungan yang belum dialokasikan, yang lazimnya digunakan untuk kebutuhan strategis perusahaan seperti pengembangan usaha atau penguatan posisi likuiditas melalui cadangan kas. Apabila jumlah *free cash flow* yang tersedia menurun, maka kemampuan manajemen untuk bertindak secara disfungsional, seperti mencari keuntungan pribadi, menjadi berkurang. Pengurangan arus kas bebas ini dapat dicapai dengan membagikan dividen dalam jumlah besar atau menanggung utang dalam porsi signifikan, yang pada gilirannya menciptakan kewajiban pembayaran tetap berupa pokok dan bunga pinjaman (Wiyono & Kusuma, 2017).

Menurut aris Sumiati & Indrawati (2019), arus kas bebas (*free cash flow*) memiliki urgensi strategis karena menjadi indikator utama bagi investor dalam mengevaluasi ketahanan finansial perusahaan untuk menopang ekspansi usahanya. Ross et al. (2015) menjelaskan bahwa *free cash flow* tersusun atas tiga komponen utama, yakni arus kas dari aktivitas operasional, pengeluaran modal (*capital expenditure*), serta perubahan modal kerja bersih. Arus kas operasional dihitung dari selisih antara kas yang masuk dan kas yang keluar kas yang bersifat rutin, sedangkan belanja modal mencerminkan investasi perusahaan dalam aktiva tetap yang dapat menambah nilai ekonomis perusahaan. Adapun, modal kerja bersih adalah selisih antara aset jangka pendek dan utang jangka pendek, jika nilainya lebih besar dari nol, itu menandakan bahwa Perusahaan memiliki keadaan keuangan yang baik.

Perhitungan arus kas bebas dapat dilakukan dengan menggunakan rumus sebagaimana dijabarkan oleh Kieso et al., (2019) sebagai berikut:

$$\text{Free Cash Flow} = \text{Cash Flow Operating (Operating Cash)} - \text{Capital Expenditure}$$

2.1.5 Leverage

Menurut Kasmir (2017), *leverage* merepresentasikan indikator rasional yang mengukur proporsi pembiayaan aset perusahaan yang bersumber dari kewajiban eksternal. Rasio ini berfungsi untuk menaksir kapabilitas entitas usaha dalam melunasi seluruh liabilitasnya, baik yang bersifat jangka pendek maupun jangka panjang. Sujarweni (2019) menyatakan bahwa efektivitas pengelolaan sumber daya seperti piutang, ekuitas, dan aktiva menjadi tolak ukur dalam menilai *leverage*. Anwar (2019) menambahkan bahwa *leverage* mencerminkan komposisi pembiayaan utang yang berperan sebagai instrumen pengungkit untuk mengakselerasi potensi perusahaan dalam menciptakan laba.

Dapat disimpulkan bahwa *leverage* merepresentasikan indikator keuangan yang berfungsi untuk menilai kapabilitas entitas usaha dalam memenuhi seluruh kewajiban finansialnya, khususnya dalam kondisi likuidasi..

Dalam disiplin keuangan, *leverage* tidak semata-mata tampil sebagai satu dimensi tunggal, melainkan mewujud dalam beragam bentuk manifestasi. Dalam kerangka teoritis yang dikemukakan oleh (Mahmudi & Khaerunnisa, 2015), *leverage* dibedakan menjadi dua jenis utama berdasarkan sumber pengaruhnya terhadap laba per saham, yakni *leverage* operasional dan *leverage* keuangan.

1. *Leverage* Operasional

Merupakan tingkat ketergantungan perusahaan terhadap biaya tetap operasional dalam aktivitas produksinya. Semakin tinggi *leverage* operasional,

semakin besar fluktuasi laba terhadap perubahan volume penjualan. Hal ini karena perusahaan harus menutupi biaya tetap terlebih dahulu sebelum menghasilkan keuntungan, sehingga perubahan kecil pada penjualan dapat menghasilkan perubahan besar pada laba.

2. *Leverage* Keuangan

Adalah penggunaan instrumen hutang dalam struktur modal untuk mendongkrak laba per lembar saham. Dengan membiayai aktivitas perusahaan melalui utang, manajemen berharap memperoleh laba yang lebih tinggi dibandingkan dengan biaya bunga yang dikeluarkan. Strategi ini efektif dalam meningkatkan *return on equity* apabila keuntungan yang dihasilkan dari investasi melebihi beban finansialnya.

Menurut Siswanto (2021) terdapat beberapa ukuran *leverage* diantaranya :

a. *Debt Ratio*

Mengindikasikan proporsi aktiva perusahaan yang dibiayai melalui kewajiban eksternal (utang). Semakin besar angka rasio ini, semakin tinggi tingkat eksposur risiko finansial yang ditanggung perusahaan..

$$DAR = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aset}}$$

b. *Debt to Equity Ratio*

Mencerminkan perimbangan antara total utang dan ekuitas sebagai penopang pembiayaan. DER tinggi menunjukkan perusahaan memiliki struktur modal yang lebih condong ke pembiayaan berbasis utang, yang mengimplikasikan risiko kebangkrutan yang lebih besar..

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

c. *Long-term Debt to Equity Ratio*

Indikator proporsi utang jangka panjang terhadap ekuitas, memberikan informasi tentang keberlanjutan struktur pembiayaan jangka panjang perusahaan.

$$TIER = \frac{\text{Laba Sebelum Bunga dan Pajak}}{\text{Biaya Bunga}}$$

d. *Time interest earned ratio*

Merupakan indikator proporsi utang jangka panjang dibandingkan ekuitas, menginformasikan tentang keberlanjutan struktur pembiayaan jangka panjang perusahaan.

$$LTDR = \frac{\text{Total Hutang Jangka Panjang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

e. *Cash Coverage Ratio*

Merupakan rasio yang menghitung seberapa jauh kas operasional (EBIT ditambah depresiasi) dapat digunakan untuk menutupi beban bunga. Rasio ini menambahkan komponen non-kas untuk mengukur kapasitas likuiditas jangka pendek.

$$\text{Cash Coverage Ratio} = \frac{\text{EBIT} + \text{Depresiasi}}{\text{Biaya Bunga}}$$

Rasio-rasio ini membantu dalam menganalisis kesehatan finansial dan risiko perusahaan terkait utang.

Investor seringkali menilai perusahaan menggunakan rasio *leverage*, rasio *leverage* mempunyai beberapa manfaat bagi investor, Berdasarkan pendapat

Kasmir (2017), manfaat dari rasio leverage mencakup berbagai aspek penting dalam analisis keuangan, seperti: (1) Memahami sejauh mana perusahaan mampu menunaikan kewajiban kepada kreditur. (2) Menilai kemampuan perusahaan membayar kewajiban rutin seperti angsuran dan bunga pinjaman. (3) Melihat keseimbangan antara aset tetap dengan modal perusahaan. (4) Mengetahui seberapa besar bagian aset yang berasal dari pembiayaan utang. (5) Menganalisis pengaruh pembiayaan utang terhadap kinerja pengelolaan aset. (6) Mengukur bagian modal yang dijadikan jaminan atas utang jangka panjang. (7) Menghitung seberapa besar pinjaman yang jatuh tempo dibandingkan dengan modal yang dimiliki. Secara keseluruhan, rasio leverage memberikan gambaran tentang stabilitas finansial dan kemampuan

2.2 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian sebelumnya yang berhubungan dengan *Investment Opportunity Set*, *Free Cash Flow*, dan *Leverage* terhadap kebijakan dividen telah dilakukan sebagian peneliti. Meski demikian, kajian-kajian tersebut menunjukkan perbedaan baik dari segi pemilihan variabel maupun unit analisis yang digunakan. Oleh karena itu, penelitian ini merujuk pada sejumlah literatur terdahulu sebagai landasan konseptual dan pembanding. Penjabaran secara rinci mengenai studi-studi tersebut dapat ditemukan pada tabel berikut:

Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul	Variabel	Hasil
1.	(Fitri et al., 2024)	Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> , <i>Investment Opportunity Set</i> ,	X= <i>Free Cash Flow</i> , <i>Investment Opportunity Set</i> , Struktur Modal	<i>Free cash flow</i> , <i>Investment opportunity set</i> , dan

No	Peneliti	Judul	Variabel	Hasil
		Dan Struktur Modal Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan <i>Food and Beverage</i>	Y= Kebijakan Dividen	Struktur modal memeengaruhi secara positif
2.	(Wulandari & Warsini, 2023)	Pengaruh <i>Investment Opportunity Set</i> , <i>Free Cash Flow</i> , Dan Risiko Bisnis Terhadap Kebijakan Dividen	X= <i>Investment Opportunity Set</i> , <i>Free Cash Flow</i> , Risiko Bisnis Y= Kebijakan Dividen	<i>Investment opportunity set</i> , <i>Free cash flow</i> berpengaruh signifikan Risiko bisnis tidak berpengaruh.
3.	(Yunita & Subardjo, 2023)	Pengaruh Profitabilitas, <i>Free Cash Flow</i> , Likuiditas, Dan <i>Investment Opportunity Set</i> Terhadap Kebijakan Dividen	X= Profitabilitas, <i>Free Cash Flow</i> , Likuiditas, <i>Investment Opportunity Set</i> Y= Kebijakan Dividen	<i>Free Cash Flow</i> , Likuiditas, <i>Investment Opportunity Set</i> tidak berpengaruh Profitabilitas berpengaruh positif.
4.	(Syahirah al., 2023)	Pengaruh Likuiditas dan <i>Leverage</i> terhadap Kebijakan Dividen dengan Ukuran Perusahaan sebagai Variabel Kontrol (Studi Kasus pada Perusahaan Sektor Infrastruktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2015-2020)	X= Likuiditas, <i>Leverage</i> Y= Kebijakan Dividen	Likuiditas tidak mempengaruhi <i>Leverage</i> berpengaruh signifikan.
5.	(Nurmalasari & Prayoga, 2022)	Pengaruh <i>Investment Opportunity Set</i> , Likuiditas, Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan	X= <i>Investment Opportunity Set</i> , Likuiditas, Profitabilitas Y= Kebijakan Dividen	<i>Investment Opportunity Set</i> tidak berpengaruh Likuiditas dan Profitabilitas berpengaruh signifikan

No	Peneliti	Judul	Variabel	Hasil
		Manufaktur Di Masa Pandemi Covid-19		
6.	(Alfiyana & Istikhoroh, 2022)	Pengaruh <i>Leverage</i> , <i>Free Cash Flow</i> , dan Ukuran Perusahaan Terhadap Kebijakan Dividen.	X= <i>Leverage</i> , <i>Free Cash Flow</i> , Ukuran Perusahaan Y= Kebijakan Dividen	<i>Leverage</i> tidak berpengaruh <i>Free cash flow</i> dan ukuran perusahaan berpengaruh
7.	(Citta et al., 2022)	Pengaruh Solvabilitas, <i>Investment Opportunity Set</i> , Pertumbuhan Perusahaan, <i>Cash Ratio</i> , Dan Laba Bersih Terhadap Kebijakan Dividen	X= Solvabilitas, <i>Investment Opportunity Set</i> , Pertumbuhan Perusahaan, <i>Cash Ratio</i> , Laba Bersih Y= Kebijakan Dividen	Solvabilitas, pertumbuhan Perusahaan tidak berpengaruh <i>Investment opportunity set</i> , <i>Cash ratio</i> , dan Laba bersih berpengaruh.
8.	(Hapsari & Fidiana, 2021)	Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> , Kepemilikan Manajerial Dan <i>Leverage</i> Terhadap Kebijakan Dividen	X= <i>Free Cash Flow</i> , Kepemilikan Manajerial, <i>Leverage</i> Y = Kebijakan Dividen	<i>Free Cash Flow</i> dan kepemilikan manajerial berpengaruh positif <i>Leverage</i> berpengaruh negatif
9.	(Widiantari & Candradewi, 2021)	Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> , <i>Ownership Structure</i> , <i>Growth Opportunity</i> Terhadap Kebijakan Dividen	X= <i>Free Cash Flow</i> , <i>Ownership Structure</i> , <i>Growth Opportunity</i> Y= Kebijakan Dividen	<i>Free cash flow</i> dan Kepemilikan manajerial berpengaruh positif. <i>Growth opportunity</i> berpengaruh positif dan signifikan
10.	(Fatimah et al., 2021)	Analisis <i>Current Ratio</i> , <i>Debt to Equity Ratio</i> , dan <i>Return On Asset</i> Pengaruhnya Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i> (Studi Empiris pada Perusahaan	X= <i>Current Ratio</i> , <i>Debt to Equity Ratio</i> , <i>Return On Asset</i> Y= <i>Dividend Payout Ratio</i>	<i>Current Ratio</i> berpengaruh signifikan sedangkan <i>Debt to Equity Ratio</i> dan <i>Return On Asset</i> tidak berpengaruh.

No	Peneliti	Judul	Variabel	Hasil
		Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2017-2019)		
11.	(Kumalasari et al., 2020)	Pengaruh Laba Bersih, Hutang Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei Periode 2016-2018	X= Laba Bersih, Hutang, Likuiditas Y= Kebijakan Dividen	laba bersih (EPS) dan likuiditas tidak berpengaruh hutang (DER) berpengaruh.
12.	(Putri et al., 2020)	Pengaruh Investment Opportunity Set (IOS), Laba Bersih, Likuiditas Dan Leverage Terhadap Kebijakan Dividen	X= <i>Investment Opportunity Set</i> , Laba Bersih, Likuiditas, <i>Leverage</i> Y= Kebijakan Dividen	<i>Investment Opportunity Set</i> dan Laba Bersih berpengaruh positif Likuiditas dan <i>leverage</i> tidak berpengaruh.
13.	(Desmizar, 2021)	Pengaruh Profitabilitas Dan Investment Opportunity Set Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Sektor Infrastruktur, Utilitas, Dan Transportasi Yang Terdaftar Di Bei Tahun 2017-2019	X= Profitabilitas, <i>Investment Opportunity Set</i> Y ₁ = Kebijakan Dividen	Profitabilitas dan <i>Investment Opportunity Set</i> berpengaruh positif
14.	(Bawamenewi & Afriyeni, 2019)	Pengaruh Profitabilitas, <i>Leverage</i> , Dan Likuiditas Terhadap Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang	X= Profitabilitas, <i>Leverage</i> , Likuiditas Y= Kebijakan Dividen	Profitabilitas (ROE) berpengaruh tidak signifikan <i>Leverage</i> (DER) berpengaruh signifikan Likuiditas (CR) berpengaruh positif tidak signifikan

No	Peneliti	Judul	Variabel	Hasil
		Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia		

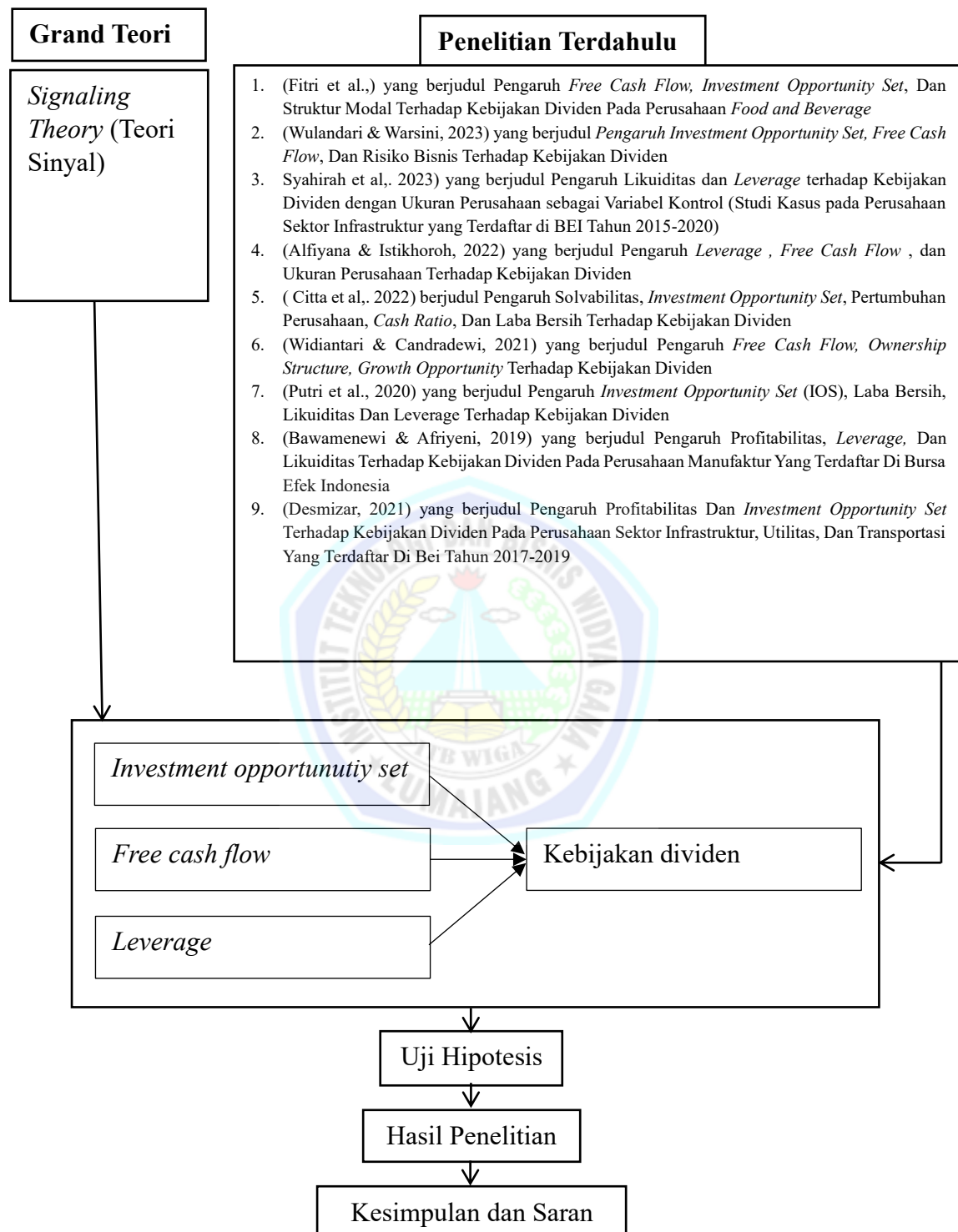
Sumber : Penelitian Terdahulu 2019 -2024

2.3 Kerangka Penelitian

2.3.1 kerangka pemikiran

Sugiyono (2015) menyatakan bahwa kerangka berpikir yang tepat harus mampu secara teoritis menggambarkan hubungan antarvariabel dalam penelitian. Oleh karena itu, penting untuk menguraikan keterkaitan antara variabel independen dan dependen secara teoritis. Hubungan tersebut kemudian diformulasikan dalam paradigma penelitian yang disusun berdasarkan kerangka pemikiran yang sistematis.

Penelitian ini menggunakan kerangka berpikir yang meneliti pengaruh *Investment Opportunity Set*, *Free Cash Flow*, dan *Leverage* sebagai variabel bebas terhadap kebijakan dividen sebagai variabel terikat. Dari kerangka ini kemudian dirumuskan hipotesis yang akan diuji, dan hasilnya dituangkan dalam bagian kesimpulan dan rekomendasi. Berdasarkan teori dan kajian sebelumnya, maka kerangka pemikiran berikut dijadikan dasar dalam penyusunan hipotesis.:

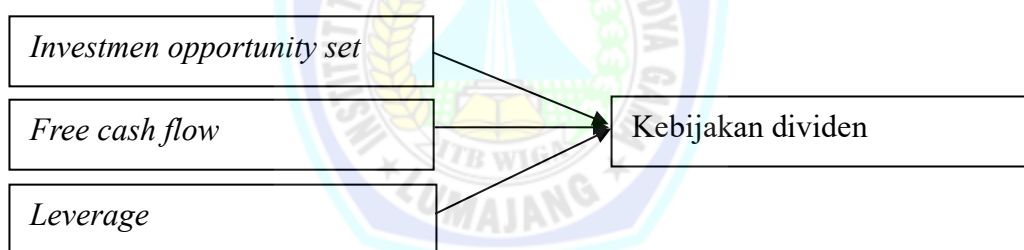


Gambar 2. 1 Kerangka Pemikiran

Sumber : Grand Theory dan Penelitian Terdaulu

2.3.2 Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual berfungsi untuk menjelaskan keterkaitan antara berbagai variabel yang diperlukan untuk menyelesaikan masalah dalam penelitian. Dalam proses pengembangan model, variabel-variabel ini dapat dikelompokkan sebagai variabel dependen, independen, moderasi, dan intervensi. Kerangka konseptual ini digunakan oleh peneliti untuk menggambarkan ide penelitian yang akan dikembangkan serta menunjukkan hubungan antara variabel guna memnuhi tujuan penelitian tersebut. (Paramita et al., 2021). Tujuan kerangka konsep ini untuk mengetahui pengaruh variabel dependen terhadap variabel independen. Sehingga kerangka konseptual ditentukan :



Gambar 2. 2 Kerangka Konseptual
Sumber : Olah Data Peneliti 2024

2.4 Hipotesis

Hipotesis ialah sebuah penjelasan yang masuk akal yang mengaitkan variabel dua atau lebih , yang didasarkan pada suatu teori, dan perlu diuji untuk memverifikasi kebenarannya (Paramita et al., 2021). Rangkaian fakta yang berkaitan dengan isu penelitian menjadi dasar dalam merumuskan hipotesis. Hipotesis yang digunakan adalah :

2.4.1 Pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap Kebijakan Dividen

Investment opportunity set (IOS) adalah pilihan investasi di masa depan yang mempunyai return relatif tinggi sebagai akibatnya bisa membentuk prospek perusahaan yang lebih baik, IOS akan menjadi pertimbangan perusahaan terhadap siklus pendanaan (Apriada & Wulandari, 2021). Dalam perspektif teori sinyal IOS menggambarkan bahwa perusahaan dengan banyak peluang investasi memiliki prospek pertumbuhan yang besar. Pertumbuhan yang tinggi biasanya mencerminkan peningkatan pendapatan dan kecenderungan untuk membayar dividen yang lebih tinggi. Bagi investor, hal ini memberikan nilai tambah karena mereka mengharapkan imbal hasil tinggi dari investasi yang ditanamkan. Perusahaan yang menunjukkan tingkat pertumbuhan dan profitabilitas tinggi cenderung lebih stabil dalam pembagian dividen dibandingkan dengan perusahaan yang kurang berkembang. Oleh sebab itu, kebijakan yang tepat sangat diperlukan untuk menyeimbangkan kebutuhan saat ini dengan peluang ekspansi di masa depan. Dalam teori sinyal, dijelaskan bahwa manajemen perusahaan memiliki akses ke informasi yang tidak tersedia bagi investor eksternal, terutama mengenai prospek masa depan perusahaan. Oleh karena itu, manajemen mengirimkan sinyal kepada pasar melalui kebijakan dividen untuk menyampaikan informasi tentang Perusahaan.

Ketika perusahaan memiliki kesempatan investasi yang tinggi, mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan dan profitabilitas yang baik di masa depan. Dalam situasi tersebut, jika perusahaan tetap

atau bahkan meningkatkan pembayaran dividennya, maka dividen tersebut menjadi sinyal positif bagi investor.

Hasil studi dari (Wulandari & Warsini, 2023) (Citta et al., 2022), (Desmizar, 2021) dan (Fitri et al., 2024) mendukung adanya pengaruh *Investment Opportunity Set* terhadap kebijakan dividen. Oleh karena itu, hipotesis yang diajukan adalah:

H_1 : *Investment Opportunity Set* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

2.4.2 Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Kebijakan Dividen

Free cash flow adalah sisa arus kas operasional yang dapat digunakan secara diskresioner, yakni aliran kas yang tersedia setelah semua proyek pendanaan dengan nilai bersih positif selesai, dan dapat dimanfaatkan untuk membayar dividen, melunasi hutang, atau untuk melakukan akuisisi (Brigham & Houston, 2010). Dalam teori sinyal, Pembayaran dividen yang tinggi dari *free cash flow* yang besar dipandang sebagai sinyal positif bagi investor, menunjukkan bahwa perusahaan memiliki arus kas yang sehat dan prospek yang baik di masa depan. Manajemen menggunakan kebijakan dividen untuk mengurangi asimetri informasi antara pihak internal perusahaan dan investor eksternal. Dengan membagikan dividen dari *free cash flow* yang tinggi, manajemen ingin menunjukkan bahwa mereka tidak menahan kas untuk kepentingan pribadi atau investasi yang tidak produktif, sehingga mengurangi potensi masalah keagenan (*agency problem*), terutama dalam hal konflik kepentingan antara pemilik saham dan manajer. *Free cash flow* yang tinggi tanpa pengawasan dapat menyebabkan pengeluaran tidak efisien dan *overinvestment*, sementara mekanisme seperti kebijakan dividen dan utang dapat digunakan untuk membatasi tindakan oportunistik manajer dan

memastikan bahwa kas digunakan untuk meningkatkan nilai pemegang saham. Artinya perusahaan dengan *Free Cash Flow* yang lebih tinggi cenderung memiliki peluang lebih besar untuk mendistribusikan dividen kepada pemilik sahamnya. Investor akan menafsirkan peningkatan dividen sebagai sinyal bahwa perusahaan mampu menghasilkan arus kas yang stabil dan berkelanjutan, sehingga meningkatkan kepercayaan dan minat untuk berinvestasi.

Berdasarkan hasil penelitian oleh (Hapsari & Fidiana, 2021) serta (Widiantari & Candradewi, 2021), disimpulkan bahwa *Free Cash Flow* mempengaruhi kebijakan dividen. Maka hipotesis berikut dapat ditetapkan :

H₂ : *Free Cash Flow* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

2.4.3 Pengaruh *Leverage* terhadap Kebijakan Dividen

Leverage merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aktiva dibiayai dengan utang (Kasmir, 2017). Dalam teori sinyal, apabila *leverage* tinggi mungkin akan menggunakan kebijakan dividen yang lebih rendah sebagai sinyal kepada investor bahwa perusahaan sedang menghadapi risiko keuangan yang lebih tinggi. Namun, perusahaan juga dapat menggunakan kebijakan dividen yang stabil atau meningkat sebagai sinyal bahwa perusahaan mampu mengelola utang dan memiliki potensi besar dimasa mendatang, di mana perusahaan memanfaatkan kebijakan dividen untuk memberikan sinyal tentang prospeknya kepada investor di masa depan, dengan mempertimbangkan faktor-faktor seperti biaya bunga, risiko keuangan, dan kewajiban kontraktual. *Leverage* dapat berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Utang bisa menjadi alat yang meningkatkan laba perusahaan jika dialokasikan untuk investasi yang memberikan keuntungan, sehingga dapat

mendukung peningkatan dividen bagi pemilik saham. Akan tetapi, *leverage* juga dapat membawa pengaruh buruk terhadap kebijakan dividen. Dalam kondisi utang yang tinggi, manajemen mungkin memilih menahan laba untuk memenuhi kewajiban keuangan perusahaan, yang menyebabkan berkurangnya jumlah dividen yang bisa didistribusikan kepada pemilik saham.

Berdasarkan (Syahirah et al., 2023), (Hapsari & Fidiana, 2021) dan (Bawamenewi & Afriyeni, 2019) yang menemukan adanya pengaruh *leverage* terhadap kebijakan dividen, maka hipotesis disusun sebagai berikut :

H₃ : *Leverage* berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

