

## BAB II

### LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Di bagian landasan teori ini akan dibahas mengenai pengertian dividen dan jenis-jenis dividen yang dibagikan perusahaan. Kemudian setelah itu akan dipaparkan teori keagenan yang melandasi dasar pembagian arus kas bebas sebagai dividen dalam penelitian ini. Setelah itu akan dibahas beberapa teori-teori kebijakan dividen yang umumnya dikaji dalam literatur dan penelitian empiris selama ini.

#### 2.1 Dividen

Dividen merupakan bagian laba perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham berdasarkan jumlah saham yang dimiliki. Pendistribusian dividen akan mengurangi jumlah laba ditahan dan saldo kas yang dimiliki perusahaan. Menurut Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)), Dividen diberikan setelah mendapat persetujuan dari pemegang saham dalam RUPS. Jika seorang pemodal ingin mendapatkan dividen, maka pemodal tersebut harus memegang saham tersebut dalam kurun waktu yang relatif lama yaitu hingga kepemilikan saham tersebut berada dalam periode dimana diakui sebagai pemegang saham yang berhak mendapatkan dividen. Terdapat beberapa jenis dividen yang dapat dibagikan oleh perusahaan. Jenis-jenis dividen yang dikenal yaitu dividen tunai, dividen saham, *script dividend*, *property dividend*, dan *liquidating dividend*.

### **2.1.1 Dividen Tunai**

Dividen tunai merupakan salah satu jenis dari pembagian dividen oleh perusahaan. Metode ini merupakan metode pembagian dividen yang paling umum dilakukan perusahaan. Dividen dibayarkan dalam bentuk tunai dan akan dikenai pajak. Pemegang saham akan diberikan dividen berupa uang tunai dalam jumlah rupiah tertentu untuk setiap saham yang dimiliki.

### **2.1.2 Dividen Saham**

Dividen saham merupakan salah satu metode pembagian dividen. Dividen saham akan dibayarkan dalam bentuk tambahan dividen kepada investor. Dividen akan dihitung berdasarkan proporsi terhadap jumlah saham yang dimiliki. Sehingga pada akhirnya jumlah saham yang dimiliki seorang pemodal/investor akan bertambah dengan adanya pembagian dividen saham tersebut.

### **2.1.3 *Script Dividend***

Dividen ini merupakan surat tanda kesediaan membayar sejumlah uang tertentu yang diberikan perusahaan kepada para pemegang saham sebagai dividen. Surat ini berbunga sampai dengan dibayarkannya uang tersebut kepada yang berhak. Script dividen seperti ini biasanya dibuat apabila pada waktu para pemegang saham mengambil keputusan tentang pembagian laba, dimana perusahaan belum mempunyai persediaan uang cash yang cukup untuk membayar dividen cash (Suadi, 1994: 231).

#### **2.1.4 *Property Dividend***

Dividen ini adalah yang diberikan kepada para pemegang saham dalam bentuk barang-barang (tidak berupa uang tunai ataupun saham perusahaan). Contoh dividen barang adalah dividen berupa persediaan atau saham yang merupakan investasi perusahaan pada perusahaan lain. Pembagian dividen berupa barang sudah barang tentu lebih sulit dibanding pembagian dividen uang. Perusahaan melakukannya karena uang tunai perusahaan tertanam dalam investasi saham perusahaan lain atau persediaan dan penjualan investasi atau persediaan terutama bila jumlahnya cukup banyak akan menyebabkan harga jual investasi ataupun persediaan turun, sehingga merugikan perusahaan dan pemegang saham sendiri (Suadi, 1994 : 233).

#### **2.1.5 *Liquidating Dividend***

Dividen ini dibayarkan kepada para pemegang saham, dimana sebagian dari jumlah tersebut dimaksudkan sebagai pembayaran bagian laba sedangkan sebagian lagi dimaksudkan sebagai pengembalian modal yang ditanamkan (diinvestasikan) oleh para pemegang saham ke dalam perusahaan tersebut (Munandar, 1983: 314).

Dari berbagai jenis dividen yang telah dipaparkan di atas sebelumnya, jenis dividen yang akan dipakai dalam penelitian ini yaitu dividen tunai. Hal ini karena dalam prakteknya dividen tunai merupakan jenis dividen yang paling

sering dan umumnya dibagikan dibanding jenis dividen lainnyayang dibagikan kepada pemegang sahamnya.

## **2.2 Teori Keagenan (*Agency Theory*)**

Teori keagenan atau *agency theory* menggambarkan model hubungan antara *principal* (pemilik) dan *agent* (manajemen) atau yang disebut dengan hubungan keagenan. Jensen and Meckling (1976) menjelaskan bahwa hubungan agensi terjadi ketika satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada *agent*.

Masalah keagenan timbul karena adanya perbedaan informasi yang dimiliki oleh manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai *principal*. Manajer sering kali memiliki lebih banyak informasi tentang kondisi dan kinerja perusahaan dari pada manajer. Ketidakseimbangan informasi antara manajer dan pemegang saham ini disebut sebagai asimetri informasi. Asimetri informasi ini dapat membuat manajer mungkin tidak selalu bertindak demi kepentingan investor. Salah satu tindakan yang dimaksud adalah ketika manajer menggunakan *free cash flow* yang ada untuk menguntungkan dirinya sendiri. Pengertian *free cash flow* akan dibahas setelah bagian ini.

### **2.2.1 *Free Cash Flow***

Dalam prakteknya terdapat perbedaan atau variasi dalam perhitungan *free cash flow*. Pengguna laporan keuangan yang berbeda mungkin akan memiliki

perbedaan perhitungan satu dengan yang lain. Menurut Weygandt et al. (2011:616), *free cash flow* merupakan kas yang tersisa dari operasi perusahaan setelah disesuaikan dengan *capital expenditures* dan juga dividen. Sedangkan menurut Ross et.al. (2000:32), *free cash flow* merupakan total arus kas kepada kreditor dan kepada pemegang saham yang terdiri dari: arus kas operasi, *capital spending*, dan juga perubahan pada *net working capital*. Free cash flow merupakan kas bebas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor dan pemegang saham karena tidak dibutuhkan untuk *working capital* atau untuk investasi pada aset tetap. Dalam penelitian ini pengertian free cash flow yang dipakai yaitu pengertian menurut Ross et al. (2000:32). Hal ini karena dalam perhitungannya dividen kas tidak dimasukkan dalam elemen free cash flow. Sedangkan menurut Weygandt et al (2011:616), pembayaran dividen dimasukkan ke dalam elemen *free cash flow* sehingga menjadi tidak relevan jika dipakai dalam penelitian ini.

FCF menggambarkan kas yang bebas yaitu kas yang dapat didistribusikan kepada investor setelah dilakukannya beberapa *reinvestment* yang diperlukan (Keen,2011). *Free Cash Flow* dipakai oleh manajer untuk menentukan seberapa banyak kas yang dapat dihasilkan oleh perusahaan setelah mempertahankan kapasitas produktif saat ini. Manajemen dapat menggunakan FCF untuk menentukan jumlah kas yang akan dipakai untuk pelebaran perusahaan, pembayaran utang, pengumuman dividen, pembelian kembali saham, dan tujuan lainnya. (Bruwer dan Hamman,2012).

*Free cash flow* dapat menjadi salah satu penyebab konflik keagenan ketika manajer tidak menggunakan kas tersebut semestinya. Salah satu contohnya adalah ketika manajer menggunakan *free cash flow* untuk investasi pada proyek-proyek yang menghasilkan NPV sebesar nol ataupun negatif. Hal ini yang disebut dengan *free cash flow agency problem*. *Free cash flow agency problem* akan dibahas setelah bagian ini.

### **2.2.2 Free Cash Flow Agency Problem**

FCF dapat menyebabkan konflik potensial di antara manajer dan pemegang saham. Pemegang saham cenderung menginginkan FCF dibayar sebagai dividen sedangkan manajer cenderung menginginkan untuk menginvestasikan uang kas tersebut untuk meningkatkan kekuatan dan kekuasaan. Jensen (1986) mengatakan manajer menginvestasikan FCF pada proyek karena memiliki insentif untuk membuat perusahaan bertumbuh. Dengan perusahaan bertumbuh maka sumber daya yang berada di bawah kekuasaan manajer semakin meningkat. Akan tetapi ketika FCF dibarengi dengan peluang pertumbuhan yang rendah maka muncullah *FCF agency problem*. Investasi yang dilakukan oleh manajer dalam pertumbuhan yang rendah akan memberikan hasil return yang minimal ataupun negatif.

Seharusnya ketika tidak terdapat berbagai peluang pertumbuhan yang ada, manajer perlu menggunakan *free cash flow* yang ada untuk dibagikan sebagai dividen. Hal ini karena manajer memiliki tanggung jawab untuk meningkatkan nilai para pemegang saham yaitu salah satunya lewat pembagian dividen. Dalam

pembagian dividen itu sendiri terdapat beberapa teori yang melandasi kebijakan dividen di dalam sebuah perusahaan. Teori kebijakan dividen akan dibahas setelah bagian ini.

### **2.3 Teori Kebijakan Dividen**

Teori Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan di bagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Terdapat beberapa teori yang sering diungkap dalam dunia keuangan modern saat ini. Pada kenyataannya sampai saat ini sudah masih muncul teori-teori baru, walaupun masih dalam tahap awal pengembangan model (Gumanti, 2013:41).

#### **2.3.1 Teori Burung di Tangan**

Menurut Gordon (1959) aliran dividen di masa mendatang akan didiskonto pada tingkat yang lebih rendah daripada keuntungan modal yang diharapkan. Di dalam modelnya, saham perusahaan akan dihargai lebih tinggi jika dividen yang diharapkan lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang dividennya lebih rendah. Teori ini mendukung adanya kepercayaan bahwa investor lebih menyukai dividen daripada *capital gain*. Oleh sebab itu perusahaan dapat menaikkan atau mendukung nilai perusahaan lewat harga sahamnya dengan memilih kebijakan dividen yang menarik.

Dukungan empiris terhadap hipotesis burung di tangan sebagai penjelas atas mengapa perusahaan membayar dividen secara umum sangat terbatas. Argumentasi teori juga ditantang oleh Miller dan Modigliani (1961) yang berpendapat investor tidak membedakan secara tegas antara dividen dan capital gain. Hipotesis Litzenberger dan Ramaswamy (1979) bahkan mengembangkan suatu temuan berlawanan. Dalam hal ini dinyatakan bahwa investor berada dalam posisi tidak menguntungkan jika menerima dividen yang disebabkan oleh adanya pengenaan pajak.

### **2.3.2 Teori Sinyal Dividen**

Suatu perusahaan umumnya berbeda satu dengan yang lain dari segi kualitas. Contohnya suatu perusahaan memiliki peluang investasi yang lebih baik dibanding perusahaan lain. Contoh lainnya yaitu adanya suatu perusahaan yang sedang melakukan penelitian dan pengembangan akan suatu paten yang sangat menguntungkan. Informasi tentang penelitian dan pengembangan yang dilakukan oleh perusahaan tersebut tentu sangat penting dan berguna bagi investor. Namun pengungkapan (disclosure) akan detail tersebut mungkin saja dapat membuat rahasia penting perusahaan terbongkar. Ataupun ketika diungkapkan, manajer mungkin saja tidak dipercaya oleh pasar yang bersikap skeptis. Oleh sebab itu manajer perlu mencari cara yang tepat dalam memberikan informasi / sinyal tanpa menimbulkan biaya yang berlebihan. Sinyal adalah tindakan yang dilakukan oleh manajer tingkat atas yang mana hal ini tidak akan rasional ketika manajer tersebut adalah manajer tingkat bawah.

(Scott,1997:423). Sangat penting bahwa sebuah informasi/sinyal diberikan oleh manajer tingkat atas agar informasi menjadi tampak kredibel.

Teori sinyal secara umum dikembangkan dengan anggapan bahwa orang di dalam perusahaan lebih terinformasi tentang kinerja perusahaan saat ini dan prospek masa depannya daripada pihak luar. Teori ini mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik. Teori sinyal menjelaskan bahwa pemberian sinyal dilakukan oleh manajer untuk mengurangi asimetri informasi. Beberapa contoh dari sinyal perusahaan yaitu seperti struktur modal, kebijakan dividen, kebijakan akuntansi perusahaan, dan bentuk pengungkapan sukarela.

Salah satu contoh dari teori sinyal adalah teori sinyal dividen. Teori ini menyatakan bahwa di dalam pembagian dividen, manajer berusaha memberikan adanya suatu sinyal informasi. Oleh sebab itu pasar menganggap dividen sebagai sinyal tentang pandangan manajemen berkenaan dengan prospek masa depan perusahaan dan karenanya harga saham akan bereaksi mengikuti arah sinyal yang ada. (Gumanti, 2013:129). Contohnya ketika manajer mengumumkan adanya peningkatan dividen maka pasar akan menganggap bahwa manajer berusaha memberikan informasi akan adanya ramalan perubahan profitabilitas yang meningkat pula ke depannya sehingga harga saham perusahaan akan ikut naik. Sebaliknya penurunan dividen akan diikuti dengan penurunan harga saham karena diyakini perusahaan akan menghadapi keadaan yang sulit ke depannya.

Namun dari berbagai penelitian, teori ini ternyata tidak dapat dibuktikan secara empiris. Benartzi et al. (1997) menggunakan sampel perusahaan di NYSE dan AMEX untuk meneliti hubungan antara laba masa depan perusahaan dan perubahan dividen. Mereka tidak menemukan dukungan terhadap prediksi perubahan laba mendatang. Perubahan dividen tersebut ternyata berhubungan dengan perubahan laba tahun sebelumnya. Begitu juga dengan DeAngelo et al (1996) juga tidak menemukan bukti bahwa dividen mengandung informasi atas laba mendatang. Kemudian dari survey yang dilakukan oleh Brav et al. (2005) terhadap CFO, ditemukan bahwa hanya sedikit manajer yang menggunakan motivasi *signaling* sebagai dasar pertimbangan yang penting yang mempengaruhi keputusan dividen yang dilakukan.

### **2.3.3 Teori Aliran Kas Bebas**

Di dalam teori ini, isu hipotesis biaya keagenan dipakai sebagai dasar kebijakan dividen yang digunakan perusahaan. Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan membagikan dividen untuk mengurangi benturan kepentingan antara *agent* dan *principal*. Hal ini karena dividen mengurangi kas yang ada di dalam kendali manajemen, dan karenanya dapat mengurangi peluang kemungkinan bahwa manajemen akan menggunakan dana tersebut untuk kepentingan pribadinya.

Grullon et al. (2002) melakukan penelitian mengenai dividen sebagai tanda dari maturitas sebuah perusahaan. Dalam penelitian tersebut ditemukan dukungan akan hipotesis *free cash flow*. Perusahaan dengan dividen yang

meningkat cenderung merupakan perusahaan dengan kesempatan investasi yang rendah sehingga perusahaan tersebut memiliki *free cash flow* yang tinggi untuk dibagikan sebagai dividen. Hal ini karena peningkatan dividen merupakan bagian dari *life cycle* sebuah perusahaan. Perusahaan yang menuju pada tahap dewasa akan menghadapi fase pertumbuhan yang semakin rendah. Semakin dewasa sebuah perusahaan maka *investment opportunity set* semakin kecil sehingga tingkat reinvestasi perusahaan juga akan semakin menurun. Pada akhirnya tingkat reinvestasi yang rendah akan menyisakan kelebihan kas yang tinggi di dalam perusahaan sehingga hal ini perlu dibayarkan sebagai dividen.

DeAngelo et al. (2006) juga menemukan hal yang sama. Penelitiannya mengungkapkan bahwa perusahaan dengan laba ditahan yang tinggi secara proporsional terhadap total ekuitas ( $RE/TE$ ) cenderung membayar dividen yang tinggi. Hal ini konsisten dengan teori *life cycle*, perusahaan dengan  $RE/TE$  yang tinggi menunjukkan perusahaan yang telah dewasa sehingga pada akhirnya mempengaruhi kecukupan kas untuk membayar dividen.

Denis dan Osobov (2008) melakukan penelitian mengenai pembayaran dividen di 6 negara maju. Pada penelitiannya dikatakan bahwa pendistribusian *free cash flow* merupakan determinan utama dari kebijakan dividen perusahaan.

DeAngelo et al. (2009) menemukan bahwa sebuah kerangka asimetri informasi yang sederhana memiliki peran yang sangat penting dalam menjelaskan kebijakan dividen perusahaan (waktu dan jumlah pembagian

dividen) dalam membagikan *freecashflow* sebagai dividen untuk memaksimalkan kesejahteraan investor.

Teori *life cycle* memiliki hubungan yang dekat dengan *free cash flow*. Hal ini karena perusahaan yang berada pada tahap maturitas cenderung memiliki peluang pertumbuhan yang rendah dan memiliki *free cash flow* yang tinggi. Ketika terdapat *free cash flow* yang tinggi, perusahaan perlu untuk membagikannya sebagai dividen karena adanya *agency cost* yang tinggi yang melekat ketika *free cash flow* tidak dibagikan sebagai dividen.

Dari beberapa teori sebelumnya yang telah dijelaskan di atas, Penulis menggunakan landasan teori aliran kas bebas untuk menjelaskan kebijakan perusahaan dalam membagikan dividen kepada pemegang saham di dalam penelitian ini. Hal ini karena teori aliran kas bebas lebih banyak ditunjang oleh berbagai bukti-bukti empiris lainnya yang membuat teori ini lebih kokoh.

#### 2.4 Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul Penelitian	Variabel	Hasil
1.	Talat Afzadan Hammad Hassan Mirza (2010)	<i>Ownership Structure and Cash Flow . Determinants of Corporate Dividend Policy in Pakistan</i>	<p>Variabel independen: struktur kepemilikan, <i>operating cash flow</i>, <i>cash flow sensitivity</i></p> <p>Variabel dependen: <i>dividend payout ratio</i>, <i>dividend intensity</i></p> <p>Variabel</p>	<p>1.) Struktur kepemilikan, <i>cash flow sensitivity</i>, <i>size</i>, dan <i>leverage</i> berpengaruh negatif terhadap <i>dividend payout ratio</i></p> <p>2.) <i>operating cash flow</i> dan <i>profitability</i></p>

No	Peneliti	Judul Penelitian	Variabel	Hasil
			kontrol: <i>size, leverage, profitability</i>	berpengaruh positif terhadap <i>dividend payout ratio</i> , .
2.	Dini Rosdini (2009)	Pengaruh <i>Free Cash Flow</i> Terhadap <i>Dividend Policy</i>	Variabel independen: <i>Free cash flow per total asset</i>  Variable dependen: <i>Dividend payout ratio</i>	1.) <i>Free cash flow</i> berpengaruh positif terhadap <i>dividend payout ratio</i>
3.	Made Pratiwi I Dewi (2011)	Pengaruh Struktur Modal Dan Struktur Kepemilikan Terhadap <i>Free Cash Flow</i> Dan Kebijakan Dividen Pada Perusahaan-Perusahaan Yang Go Public Di Bursa Efek Indonesia	Variabel independen: Struktur Modal, Struktur Kepemilikan, <i>Free Cash Flow</i>  Variable dependen: <i>Free Cash Flow, Dividend payout ratio</i>	1) Struktur Modal berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap <i>Free Cash Flow</i> ;  2) Struktur Kepemilikan berpengaruh negatif signifikan terhadap <i>Free Cash Flow</i> ;  3) Struktur Modal berpengaruh negatif signifikan terhadap Kebijakan Dividen;  4) Struktur Kepemilikan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap Kebijakan Dividen;  5) <i>Free Cash Flow</i> berpengaruh positif signifikan terhadap Kebijakan Dividen.
4.	Salvatore	Pengaruh	Variabel	1.) ROA memiliki

No	Peneliti	Judul Penelitian	Variabel	Hasil
	Wika Lingga Pradana dan I Putu Sugiarta Sanjaya (2014)	Profitabilitas, Free Cash Flow, Dan Investment Opportunity Set Terhadap Dividend Payout Ratio (Studi Empiris Pada Perusahaan Perbankan Yang Terdaftar Di BEI)	Independen: <i>Free Cash Flow, Return On Asset, Investment Opportunity Set</i>  Variabel dependen: <i>Dividend payout ratio</i>  Variable kontrol: <i>Size</i>	pengaruh positif terhadap DPR.  2.) <i>FCF, IOS, dan Size</i> memiliki pengaruh negatif terhadap DPR.

## 2.5 Pengembangan Hipotesis

### 2.5.1 Pengaruh Free Cash Flow Terhadap Dividend Payout Ratio

Manajer sebagai *agent* perusahaan memiliki tanggung jawab untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham sebagai *principal*. Namun sayangnya manajer tidak selalu bertindak demi kepentingan pemegang saham. Hal ini karena manajer memiliki informasi yang lebih dalam mengenai perusahaan dibanding pemegang saham sehingga terciptalah asimetri informasi. Asimetri informasi merupakan kondisi dimana terdapat ketidakseimbangan perolehan informasi antara pihak manajemen sebagai penyedia informasi dengan pihak pemegang saham dan *stakeholders* pada umumnya sebagai pengguna informasi (Ujiyantho, 2006). Informasi ini memicu tindakan-tindakan manajer untuk menguntungkan dirinya sendiri sehingga memunculkan *agency problem*.

Jensen and Meckling (1976) menjelaskan bahwa hubungan agensi terjadi ketika satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada *agent*. Kemudian *agency problem* timbul karena adanya perbedaan informasi dan kepentingan yang dimiliki oleh manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai *principal*. Jensen (1986) mengatakan bahwa manajer cenderung menginvestasikan *free cash flow* yang ada pada proyek-proyek baru karena mereka memiliki insentif untuk meningkatkan ukuran perusahaan bahkan ketika sebuah proyek menghasilkan net present value yang negatif. Hal ini karena dengan meningkatnya jumlah sumber daya yang berada di bawah kontrol semakin tinggi pula kekuatan manajer. Chung et al (2005) mengatakan bahwa tindakan semacam ini merupakan bentuk dari gratifikasi diri oleh manajer untuk mendapatkan keuntungan bagi dirinya sendiri. Situasi seperti ini akan meningkatkan *agency problem*.

Oleh sebab itu untuk mengurangi benturan kepentingan akibat dari *agency problem* dibutuhkan sebuah alat. Menurut penelitian-penelitian sebelumnya (Sartono,2001; La Porta et al, 2000; Easterbrook,1984), dividen tunai dapat dipakai untuk mengurangi masalah keagenan antara manajer dan pemegang saham. Hal ini karena dengan pembagian dividen maka jumlah *free cash flow* yang berada di bawah kontrol manajer akan berkurang. Akibatnya manajer tidak bisa lagi menggunakannya untuk melakukan investasi berlebih ataupun kegiatan gratifikasi diri lainnya yang akan merugikan pemegang saham. Sehingga dapat diasumsikan bahwa ketika *free cash flow* sebuah perusahaan

tinggi maka dividen yang dibagikan akan tinggi pula demi mengurangi *agency problem* yang ada di dalam sebuah perusahaan.

Hal ini juga dibuktikan dalam beberapa penelitian sebelumnya. Rosdini (2009) mengatakan bahwa FCF berpengaruh positif terhadap dividend payout ratio. Kemudian pada penelitian Dewi (2011) yang meneliti tentang struktur modal, struktur kepemilikan, dan *free cash flow* juga membuktikan bahwa FCF berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Denis dan Osobov (2008) melakukan penelitian mengenai pembayaran dividen di 6 negara maju. Pada penelitiannya dikatakan bahwa pendistribusian *free cash flow* merupakan determinan utama dari kebijakan dividen perusahaan.

Selain itu Grullon et al. (2002) melakukan penelitian mengenai dividen sebagai tanda dari maturitas sebuah perusahaan. Perusahaan dengan dividen yang meningkat cenderung merupakan perusahaan dengan kesempatan investasi yang rendah sehingga perusahaan tersebut memiliki *free cash flow* yang tinggi untuk dibagikan sebagai dividen. Perusahaan yang menuju pada tahap dewasa akan menghadapi fase pertumbuhan yang semakin rendah. Semakin dewasa sebuah perusahaan maka *investment opportunity set* semakin kecil sehingga tingkat reinvestasi perusahaan juga akan semakin menurun. Pada akhirnya tingkat reinvestasi yang rendah akan menyisakan kelebihan kas yang tinggi di dalam perusahaan sehingga hal ini perlu dibayarkan sebagai dividen. DeAngelo et al. (2006) juga menemukan bahwa salah satu tanda dari maturitas sebuah perusahaan adalah perusahaan dengan laba ditahan dibandingkan dengan total ekuitas (RE/TE) yang tinggi sehingga mempengaruhi kecukupan kas untuk

membayar dividen. Dengan demikian, pengaruh *free cash flow* terhadap *dividend payout ratio* dapat dijabarkan dalam hipotesis sebagai berikut:

**H<sub>a</sub>** = *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap *dividend payout ratio*.

