

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Banyaknya perusahaan yang *go public* dan telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia salah satu diantaranya adalah perusahaan yang bergerak dibidang Obat – obatan atau perusahaan Farmasi. Perusahaan tersebut merupakan salah satu perusahaan yang erat kaitannya dengan bidang pengadaan, penyediaan serta pengembangan yang membutuhkan dana yang tidak sedikit. Oleh karena itu, perusahaan ini erat kaitannya dengan masalah investasi dengan menjual belikan sahamnya di pasar modal. Hal inilah yang membuat perusahaan tersebut akan berupaya untuk meningkatkan nilai perusahaan demi kesejahteraan para pemegang saham serta meningkatkan kinerjanya demi mempertahankan eksistensi perusahaan yang dikelola. Mengacu pada pertumbuhan jumlah penduduk Indonesia dari tahun ke tahun yang semakin meningkat membuat sektor ini telah banyak mengalami perkembangan dan mulai menunjukkan kontribusinya. Pertumbuhan industri ini juga didorong oleh seiring dengan kemajuan ilmu pengetahuan dan teknologi mendorong masyarakat untuk semakin memperhatikan derajat kesehatan demi peningkatan kualitas hidup yang lebih baik. Tersedianya pelayanan kesehatan yang berkualitas bagi masyarakat menjadi hal yang harus mendapat perhatian dari pemerintah sebagai salah satu upaya dalam pembangunan di bidang

kesehatan. Pelayanan kesehatan kepada masyarakat bertujuan membentuk masyarakat yang sehat. Diperlukan upaya-upaya kesehatan yang menyeluruh dan terpadu untuk mencapai tujuan pembangunan kesehatan tersebut (Siregar dan Amalia).

Semakin pesatnya perkembangan perusahaan bisnis Obat – obatan atau farmasi menjadikannya daya tarik tersendiri bagi para pelaku pasar untuk menginvestasikan sebagian kekayaannya di sektor bisnis ini. Hal ini mengakibatkan banyak investor yang melirik sektor industri Farmasi sebagai lahan untuk mendapatkan keuntungan yang optimal. Selain itu bisnis farmasi dapat dijadikan sebagai salah satu tolak ukur untuk menilai pertumbuhan ekonomi suatu negara, sektor ini juga berpengaruh terhadap sektor ekonomi lainnya. Di pasar saham, perusahaan yang telah go publik dikelompokkan kedalam beberapa sektor industri. Dari pengelompokan tersebut, sektor industri manufaktur memiliki jumlah perusahaan yang paling besar, merupakan industri yang bergerak menghasilkan barang dan jasa yang bukan tergolong produk primer dan merupakan emiten terbesar dibanding industri lain yang salah satunya adalah perusahaan yang bergerak dibidang industri obat – obatan yaitu perusahaan Farmasi.

Permintaan masyarakat akan obat-obatan Sejalan dengan perkembangan perusahaan industri ini yang semakin pesat, perusahaan dituntut untuk bersaing mendapatkan laba yang optimal demi kelangsungan usahanya,

sehingga membuat perusahaan farmasi semakin gencar memanfaatkan peluang pasar yang belakangan ini makin terbuka lebar.

Informasi yang diperoleh dari perusahaan berdasarkan pada kinerja di sebuah perusahaan yang tercermin dalam laporan keuangan. Berdasarkan laporan keuangan yang ada di sebuah perusahaan, investor dapat mengetahui kinerja di perusahaan dalam kemampuannya untuk menghasilkan profitabilitas dan besarnya pendapatan dividen perlembar saham (Harianto, 2013).

Perusahaan farmasi atau perusahaan obat-obatan adalah perusahaan bisnis komersial yang fokus dalam meneliti, mengembangkan dan mendistribusikan obat, terutama dalam hal kesehatan. Menurut Sharabati et al (2010) perusahaan farmasi merupakan industri yang sangat memanfaatkan modal intelektual. Lebih lanjut Sharabati et al (2010) memandang bahwa industri farmasi merupakan industri yang intensif melakukan penelitian, industri yang inovatif dan seimbang dalam penggunaan sumber daya manusia serta teknologi. Pembaharuan produk dan inovasi sangat penting bagi keberlangsungan hidup perusahaan farmasi. Pembaharuan produk dan inovasi yang penting tersebut sangat bergantung pada modal intelektual yang dimiliki perusahaan (Sharabati et al, 2010).

Perusahaan farmasi merupakan perusahaan yang memiliki pangsa pasar yang besar di Indonesia. Rata-rata penjualan obat di tingkat nasional selalu

tumbuh 12% -13% setiap tahunnya dan lebih dari 70% total pasar obat di Indonesia dikuasai oleh perusahaan nasional. Pertumbuhan positif industri farmasi juga dialami oleh perusahaan farmasi di Bursa Efek Indonesia. Tahun 2012, sejumlah emiten menunjukkan kinerja cemerlang, seperti Kalbe Farma Tbk yang mencatat margin usaha 16 % dan Merck Tbk sebesar 15 %, hal ini menandakan perusahaan farmasi merupakan industri yang besar dan terus berkembang.

Januari 2014, terjadi perubahan besar-besaran pada sektor layanan kesehatan di Indonesia. Amanat Undang-undang tentang Sistem Jaminan Sosial Nasional dan UU tentang Badan Penyelenggara Jaminan Sosial (BPJS) mulai dijalankan. UU itu mengamanatkan diselenggarakannya program jaminan kesehatan nasional (JKN) bagi seluruh warga Negara Indonesia. PT Askes berganti nama menjadi Badan Penyelenggara Jaminan Sosial (BPJS) Kesehatan. Perusahaan asuransi pelat merah yang tadinya mengelola jaminan kesehatan para abdi negara berubah bentuk menjadi lembaga khusus yang mengelola jaminan kesehatan. Masyarakat berbondong-bondong mendaftar karena iuran yang dibayarkan ke BPJS Kesehatan tak sebesar premi asuransi kesehatan swasta. Jaminan yang diberikan tak ada limitnya. Pre-existing condition juga tidak berlaku. Jadi, mereka yang sudah sakit tetap bisa mendaftar dan menikmati asuransi kesehatan.

Tahun 2019, pemerintah menargetkan seluruh masyarakat Indonesia sudah terdaftar di BPJS. Mereka yang miskin dan tidak bisa membayar premi, dibayari pemerintah. Hingga September 2016, 65 persen penduduk Indonesia tercakup dalam JKN. Paling lambat 1 Januari 2019, semua warga ditargetkan jadi peserta program yang kini bernama JKN-Kartu Indonesia Sehat. Itu butuh kesiapan banyak pihak, termasuk rumah sakit (RS) sebagai pemberi layanan tingkat lanjut.

Direktur Utama BPJS Kesehatan Fachmi Idris, pada Pertemuan Nasional Manajemen RS, mengatakan di tahun pertama penerapan JKN, muncul banyak keluhan terkait aturan, termasuk dari RS. Berbagai strategi dilakukan agar kerja sama dengan fasilitas kesehatan optimal dan layanan bagi peserta membaik.

Dari sekitar 2.500 RS di Indonesia, 1.800 RS bekerja sama dengan BPJS Kesehatan. Dari jumlah itu, lebih dari 80 persennya ialah RS milik pemerintah yang wajib ikut JKN. Tantangan terbesar adalah menarik kian banyak RS swasta ikut JKN. "Pemanfaatan pelayanan di RS terus naik selama dua tahun JKN," kata Direktur Jenderal Pelayanan Kesehatan [Kementerian Kesehatan](#) Bambang Wibowo. Pada 2014-2015, kasus yang ditangani RS naik hampir 50 persen dari 31 juta menjadi 46 juta kasus. Adapun peserta JKN yang rawat jalan dan inap di RS naik dari 9,1 juta jiwa menjadi 13,5 juta jiwa. Tren itu diyakini akan naik seiring bertambahnya peserta dan fasilitas kesehatan di JKN. Padahal, tingkat kepuasan manajemen fasilitas kesehatan

rujukan pada JKN 2015 baru 67,14, lebih rendah dari kepuasan peserta JKN pada layanan fasilitas kesehatan rujukan senilai 79,85. Gaung besar program JKN awalnya memberi harapan bagi industri farmasi untuk meningkatkan penjualan. Program itu dipercaya bisa meningkatkan permintaan obat. Perusahaan farmasi pun menaruh harapan besar pada program ini.

Permintaan obat memang meningkat. Jenis obat yang dibutuhkan juga semakin beragam. Tahun 2015, ada 796 item obat yang masuk dalam daftar lelang e-katalog. Tahun lalu, jenis obat yang dilelang hampir dua kali lipatnya, yakni 1.240 item. Dua perusahaan farmasi pelat merah yang melantai di bursa, PT Indofarma Tbk dan PT Kimia Farma Tbk menjadi dua pemain besar yang memenuhi kebutuhan obat bagi program JKN. Penjualan obat kedua perusahaan ini meningkat, tetapi margin labanya terus tergerus. Jumlah perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia relatif sedikit dibandingkan dengan perusahaan di bidang lainnya, hal ini pulalah yang membuat Peneliti tertarik untuk menjadikan perusahaan farmasi sebagai objek yang akan diteliti, dengan demikian Peneliti mengambil objek penelitian yaitu perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang akan dipaparkan pada Tabel 1.1.

Tabel 1.1 Daftar Perusahaan Farmasi Tahun 2012-2016 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

No.	Kode Efek	Nama Emiten
1	DVLA	PT. Darya-Varia Laboratoria Tbk.
2	INAF	PT. Indofarma Tbk.
3	KAEF	PT. Kimia Farma (Persero) Tbk
4	KLBF	PT. Kalbe Farma Tbk.
5	MERK	PT. Merk Tbk.
6	PYFA	PT. Pyridam Farma Tbk.
7	SCPI	PT. Schering Plough Indonesia, Tbk
8	SQBB	PT. Taisho Pharmaceutical Indonesia, Tbk
9	TSPC	PT. Tempo Scan Pasific, Tbk

Tabel 1.1 di atas menggambarkan perusahaan-perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) namun perusahaan yang secara konsisten menerbitkan laporan keuangan setiap tahunnya dari Tahun 2012 sampai dengan 2016. Jumlah perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI adalah 6 perusahaan. Perusahaan yang akan menjadi objek penelitian di atas masing – masing adalah perusahaan yang secara konsisten menerbitkan laporan keuangan tahunannya, seperti yang tertera pada table 1.1. Dari 9 perusahaan

hanya 7 perusahaan yang diambil sebagai bahan penelitian tersebut terdapat 2 perusahaan BUMN yaitu PT. Indofarma Tbk dan PT. Kimia Farma Tbk, sedangkan 4 perusahaan yang lainnya seperti PT. Darya-Varia Laboratoria Tbk, PT. Kalbe Farma Tbk, PT. Merck Tbk, PT. Pyridam Farma Tbk, Tempo Scan Pacific Tbk adalah milik swasta.

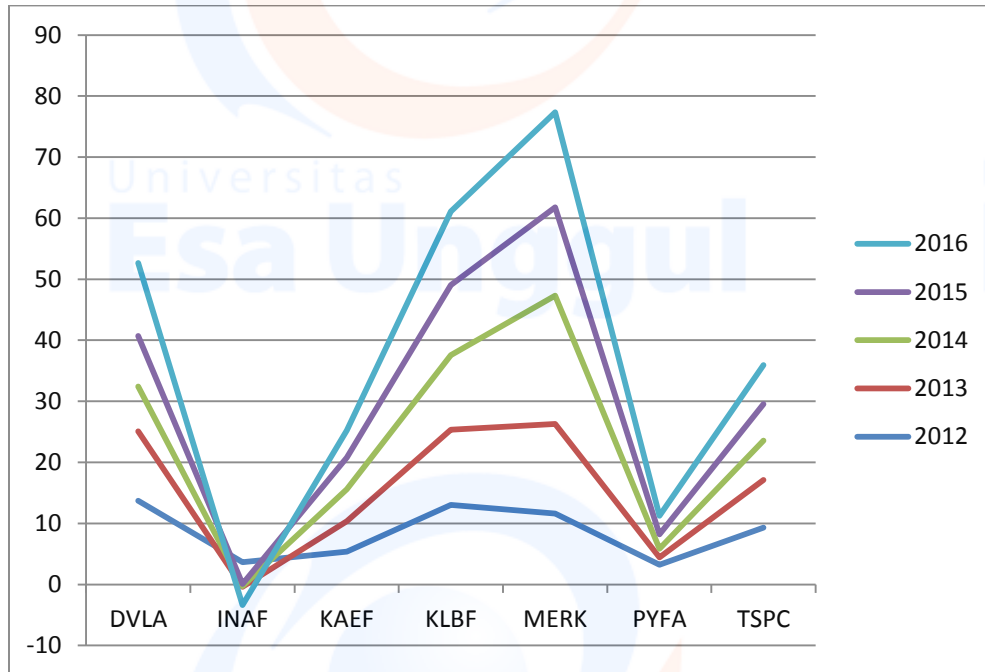
Perusahaan farmasi atau perusahaan obat-obatan adalah perusahaan bisnis komersial yang fokus dalam meneliti, mengembangkan dan mendistribusikan obat, terutama dalam hal kesehatan. Mereka dapat membuat obat generik atau obat bermerek. Ciri pokok perusahaan farmasi adalah perusahaan ini memiliki dana yang besar dalam mengelola jalannya bisnis perusahaan, karena bahan baku yang diperlukan oleh perusahaan farmasi relatif mahal.

Secara sifat, industri farmasi tidak berbeda dengan berbagai industri yang mengandalkan pada penemuan teknologi tinggi. Pola kerja untuk memproduksi obat pada industri farmasi dapat dibagi menjadi dua periode. Periode pertama adalah penelitian dasar dan pengembangan di laboratorium serta masyarakat. Periode kedua adalah setelah peluncuran obat di masyarakat. Periode pertama merupakan investasi yang mempunyai risiko tinggi berupa kegagalan secara ilmiah. Sementara itu, periode kedua mempunyai risiko pula dalam penjualan. Yang menarik pada periode kedua, undang-undang paten melindungi industri farmasi dari pesaing. Apabila masa paten selesai, maka pabrik obat lain boleh memproduksi dalam bentuk obat generik sehingga pendapatan akan turun. Mekanisme ini menimbulkan

peluang bagi industri farmasi untuk memperoleh untung banyak. Setelah menemukan obat baru dan mempunyai hak paten, maka perusahaan farmasi dapat membuat tarif untuk produk baru secara maksimal. Tarif dapat ditentukan setinggi-tingginya tanpa khawatir muncul persaingan. Sebagai hasilnya adalah keuntungan luar biasa dapat diperoleh. Clarkson (1996) menunjukkan bahwa industri farmasi merupakan salah satu industri yang paling menguntungkan. Keuntungan industri farmasi berada pada ranking ke-4 setelah industri software, perminyakan, dan makanan. Dibanding rata-rata industri, keuntungan perusahaan farmasi lebih besar yaitu 13.27% dibanding dengan rata-rata 10.19%.

Tabel 1.2 Daftar Net Profit Margin (NPM) Perusahaan Farmasi T ahun 2012-2016 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

NO	2012	2013	2014	2015	2016
DVLA	13.69	11.42	7.33	8.26	11.93
INAF	3.67	-4.05	0.08	0.40	-3.50
KAEF	5.39	4.96	5.23	5.20	4.47
KLBF	13.02	12.31	12.21	11.50	12.08
MERK	11.59	14.69	21.02	14.49	15.54
PYFA	3.22	1.20	1.42	2.37	3.04
TSPC	9.32	7.78	6.47	5.97	6.41



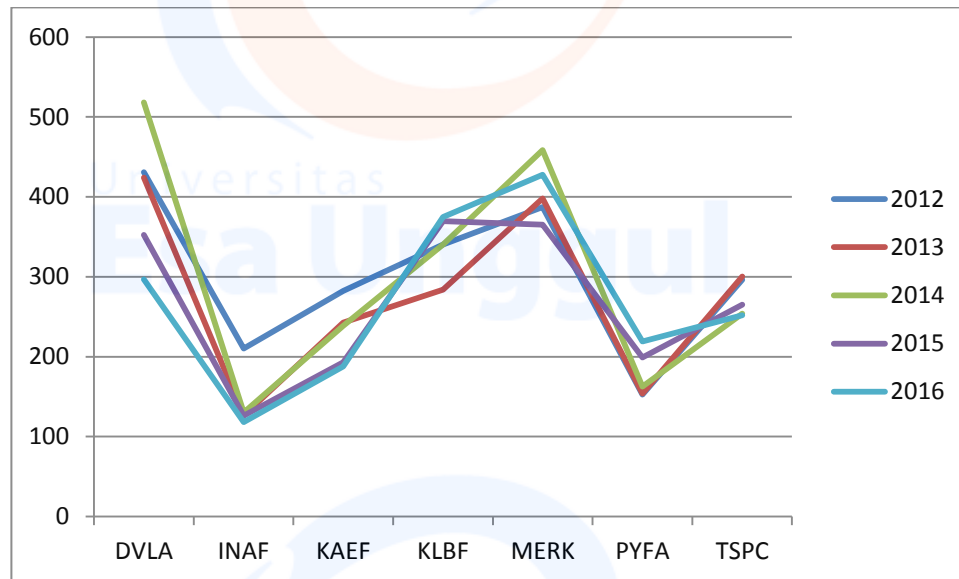
Gambar 1.1 : Grafik NPM Periode 2012-2016

Faktor kedua yang diperkirakan mempengaruhi Dividen adalah Likuiditas yang diartikan sebagai kemampuan perusahaan melunasi seluruh kewajiban jangka pendeknya dengan tepat waktu dan mendanai operational perusahaan (Suharli, 2006). Bagi perusahaan, dividen adalah arus kas keluar, dan hal tersebut mempengaruhi posisi dari kas perusahaan. Hal tersebut mengakibatkan kesempatan perusahaan melakukan investasi menggunakan kas berkurang, karena kas perusahaan dalam bentuk dividen dibagikan kepada para pemegang saham (Suharli, 2006). Semakin likuid sebuah perusahaan, kemungkinan pembayaran yang dilakukan perusahaan tersebut akan semakin besar. Menurut Riyanto (2001) rasio Likuiditas dari suatu perusahaan

merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk menetapkan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Rasio yang digunakan adalah *Current Ratio* (CR), semakin kuat tingkat likuiditas perusahaan semakin besar kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Perusahaan yang memiliki likuiditas baik maka kemampuan untuk membayar dividen juga baik.

Tabel 1.3 Daftar Current Ratio Perusahaan Farmasi Tahun 2012-2016 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

NO	2012	2013	2014	2015	2016
DVLA	431.02	424.18	518.13	352.29	296.90
INAF	210.25	126.52	130.36	126.15	118.36
KAEF	282.50	242.67	238.70	193.02	188.05
KLBF	340.54	283.93	340.36	369.78	374.73
MERK	387.12	397.95	458.59	365.22	427.59
PYFA	152.76	153.68	162.68	199.12	219.08
TSPC	296.19	300.22	253.76	265.21	251.79



Gambar 1.2 : Grafik CR Periode 2012-2016

Berdasarkan Tabel 1.3 menunjukkan bahwa besarnya nilai rata-rata Current Ratio (CR) dari tahun 2012 – 2016 pada perusahaan Farmasi yang listed di BEJ menunjukkan trend yang menurun pada perusahaan DVLA, INAF, KAEF , TSPC namun berbeda pada perusahaan KLBF, MERK dan PYFA mengalami kenaikan meskipun bersifat fluktuatif. Hal tersebut mengindikasikan bahwa kemampuan perusahaan dalam mengolah asset lancar dan hutang lancarnya berbeda – beda sehingga keadaan ini menggambarkan bahwa kemampuan perusahaan dalam mengolah assetnya tergantung dari kinerja para manajer dalam mengelolanya.

Tujuan utama investor menanamkan dananya adalah untuk memperoleh pendapatan (return), baik berupa pendapatan dividen (dividend yield) maupun

pendapatan dari selisih harga jual saham terhadap harga belinya (*capital gain*), dengan kata lain dapat dikatakan bahwa dividen yang diperoleh merupakan salah satu motivasi investor untuk menanamkan dana di pasar modal (Sutrisno, 2012:351). Dividen merupakan salah satu kebijakan penting dalam perusahaan, karena menyangkut pemegang saham yang notabene merupakan sumber modal dari perusahaan tersebut. Begitu pentingnya peranan dividen, maka perusahaan enggan melakukan pemotongan terhadap dividen. Hal ini karena adanya efek signaling (Bhattacharya, 1979). Perusahaan yang melakukan pemotongan dividen memberikan signal yang buruk bagi investor yang menandakan bahwa kondisi keuangan perusahaan kurang bagus sehingga permintaan pasar terhadap saham perusahaan tersebut akan turun yang artinya para investor enggan untuk menanamkan sahamnya di perusahaan tersebut. Dengan adanya efek signaling tersebut maka perusahaan harus menjamin dividen terhadap investor.

Investasi pada saham perusahaan yang dilakukan investor dilakukan atas dasar bagi hasil, dengan kata lain dapat dikatakan bahwa pembagian laba harus ditetapkan (Brigham dan Houston, 2010:85). Investor sebagai pemilik perusahaan berhak mendapatkan bagian dari laba perusahaan, tidak semua laba tersebut dibagikan kepada investor, sebagian laba akan ditanamkan kembali ke dalam perusahaan (Jogiyanto, 2007:74). Saham biasa memberikan arus kas yang diharapkan akan terjadi di masa yang akan datang salah satunya berupa dividen (Brigham dan Houston, 2010:386). Peningkatan jumlah

dividen yang akan dibagikan dipandang sebagai kabar baik bagi investor, sebaliknya apabila terjadi penurunan dividen yang dibagikan akan dipandang sebagai kabar yang tidak baik bagi investor (Grullon et al.2002).

Keputusan untuk menentukan berapa banyak dividen yang harus dibagikan kepada para investor disebut kebijakan dividen. Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan yang sulit bagi pihak manajemen perusahaan (Idawti, 2013). Kepentingan antara pemegang saham dan internal perusahaan seringkali berbeda dan menimbulkan konflik kepentingan. Untuk menentukan besarnya rasio pembayaran dividen (*Dividend Payout Ratio*) aktivitas manajemen keuangan dalam perusahaan meliputi tiga keputusan yaitu, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan keputusan dividen. Masing-masing keputusan tersebut memiliki tujuan yang sama untuk menentukan besarnya rasio pembayaran dividen, yaitu untuk memperoleh keuntungan dan meningkatkan nilai perusahaan. Kebijakan dividen harus mengakomodasikan kedua kepentingan antara pendanaan perusahaan berupa laba ditahan dan kepentingan investor berupa dividen yakni laba bersih perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham atas persetujuan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) baik dalam bentuk tunai (*cash dividend*) maupun dividen saham (*Stock Dividend*) (Darmadji, 2001).

Apabila perusahaan memutuskan untuk membayar dividen, maka jumlah yang ditahan akan berkurang, dan jika perusahaan memutuskan untuk tidak membayar dividen, maka akan meningkatkan pendanaan dari sumber dana

internal. Hal ini yang menyebabkan kebijakan dividen sampai saat ini terus menjadi perdebatan terutama pada saat kebijakan dividen dihubungkan dengan nilai perusahaan. Kebijakan dividen dengan membayar dividen kepada para pemegang saham menyebabkan nilai perusahaan meningkat, karena dengan meningkatnya pembayaran dividen maka kemakmuran pemegang saham juga akan meningkat. Pembayaran dividen kepada para pemegang saham tergantung pada kebijakan masing-masing manajemen perusahaan. Manajemen perusahaan harus memperhatikan kepentingan perusahaan dan kepentingan pemegang saham, sehingga pihak manajemen perusahaan dapat mengambil keputusan kebijakan dividen yang optimal yang dapat mengambil keputusan kebijakan dividen yang optimal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2001) bahwa kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang bisa menciptakan keseimbangan perusahaan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan perusahaan di masa mendatang yang bisa memaksimalkan harga saham perusahaan. Oleh karena itu, aspek penting dalam kebijakan dividen adalah menentukan alokasi laba yang proporsional antara kewajiban pembayaran laba berupa dividen (kepentingan investor) dan keharusan menahan laba.

Kebijakan pembayaran dividen adalah menentukan jumlah laba yang dibagi dalam bentuk dividen kas dan laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Apabila perusahaan memutuskan untuk menahan lebih banyak laba yang

diperolehnya sebagai salah satu sumber pendanaan investasi yang akan dilakukan maka persentasi laba yang akan dibagikan dalam bentuk dividen kas tentu akan berkurang. Pembagian dividen yang lebih besar menandakan pendapatan perusahaan semakin meningkat Kebijakan pembayaran dividen mempunyai pengaruh bagi pemegang saham dan perusahaan yang membayar dividen. Para pemegang saham umumnya menginginkan pembagian dividen yang relative stabil karena hal tersebut akan mengurangi ketidakpastian hasil yang diharapkan dari investasi yang dilakukan dan juga dapat meningkatkan kepercayaan pemegang saham terhadap perusahaan, sehingga nilai saham juga dapat meningkat. Bagi perusahaan pilihan untuk membagikan laba dalam bentuk dividen akan mengurangi sumber dana internalnya, sebaliknya jika perusahaan menahan labanya dalam bentuk laba ditahan maka kemampuan pembentukan dana internalnya akan semakin besar sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas perusahaan. Dengan demikian akan dapat mengurangi ketergantungan perusahaan terhadap dana eksternal dan sekaligus akan memperkecil resiko perusahaan.

Dividen merupakan bagian dari laba yang tersedia bagi para pemegang saham biasa dalam bentuk tunai. Kebijakan dividen adalah persentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen tunai, penjaminan stabilitas dividen dari waktu ke waktu, pembagian dividen saham dan pembelian kembali saham. Rasio pembayaran *dividend payout ratio*

(DPR), ikut menentukan besarnya jumlah laba yang ditahan perusahaan, harus dievaluasi dalam kerangka tujuan memaksimalkan kekayaan para pemegang saham.

Jika marginal return para investor tidak berada pada kondisi Indifferent antara dividen sekarang dengan *Capital Gains*, kondisi ini dapat digunakan untuk menentukan kebijakan Dividend Payout Ratio optimal yang dapat memaksimalkan kekayaan para pemegang saham. Nilai dividen para investor harus seimbang dengan *Opportunity Cost* atas hilangnya laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan perusahaan. Oleh karena itu kebijakan dividen harus dianalisis dengan menghubungkan kebijakan pendanaan (Harmono, 2009).

Setiap perusahaan akan menerapkan kebijakan dividen yang berbeda antara satu dengan yang lain, tergantung dengan kebutuhan investasi perusahaan.

Fama dan French (2001) menyatakan bahwa :

terdapat tiga kriteria perusahaan dalam memutuskan pembagian dividen, profitabilitas, kesempatan investasi, dan ukuran perusahaan. Perusahaan besar dengan profitabilitas yang tinggi dan tingkat pertumbuhan merupakan kriteria perusahaan yang akan membagikan dividen. Sebaliknya, perusahaan kecil dengan profitabilitas yang rendah dengan

tingkat pertumbuhan yang tinggi merupakan kriteria perusahaan yang cenderung tidak membagikan dividennya.

Kebijakan dividen yang dijalankan perusahaan terbuka (emiten) di berbagai Negara berbeda. Sugiharto (2008) meneliti kebijakan dividen dari emiten di Indonesia tidak menunjukkan adanya kesinambungan, sementara di AS, emiten sangat konsisten dalam membagikan dividen. Meskipun dalam membagikan dividen tidak selalu konsisten, tetapi sebisa mungkin emiten menghindari pembagian dividen yang stabil (*smooth*) dan tidak turun. Kondisi ini untuk menghindari persepsi negative dari investor yang akhirnya dapat berdampak negative terhadap pergerakan harga saham.

Banyak faktor yang mempengaruhi Dividen, seperti profitabilitas, likuiditas, *Leverage*. Pada penelitian ini, menggunakan profitabilitas, *Leverage*, likuiditas, dan *Free Cash Flow* sebagai variabel intervening karena faktor-faktor tersebut diduga berpengaruh terhadap dividen.

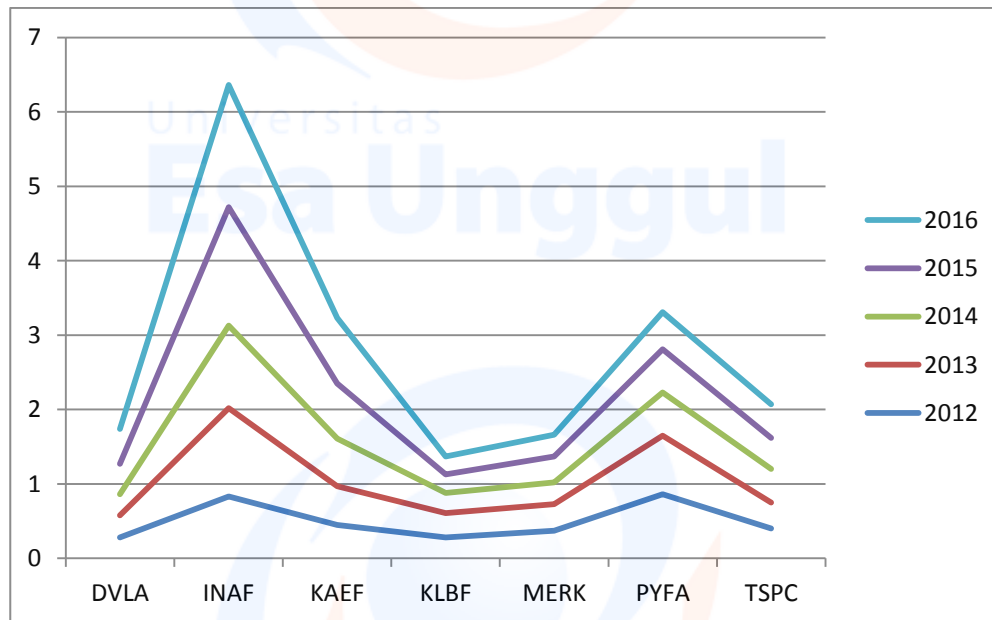
Faktor yang pertama mempengaruhi Dividen adalah profitabilitas. Profitabilitas merupakan kemampuan suatu perusahaan dalam memperoleh laba. Laba perusahaan tersebut akan menjadi acuan dalam pembayaran dividennya. Besarnya tingkat laba akan mempengaruhi besarnya tingkat pembayaran dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Penelitian mengenai profitabilitas sebelumnya telah dilakukan oleh Abdel Salam (2008), Zou et.al (2014), Al Kuwan (2009), Thanatawoe

(2011).Yudhanto dan Aisjah (2013).Lioew et al (2014) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Dividen*.

Faktor ketiga yang diperkirakan mempengaruhi Dividen adalah *Leverage*. *Leverage* merupakan persentase penyediaan dana oleh pemegang saham terhadap pemberi pinjaman (kreditur). *Leverage* atau rasio hutang merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Perusahaan yang tidak solvable adalah perusahaan yang total utangnya lebih besar dibandingkan dengan total asetnya. Rasio ini memfokuskan pada sisi kanan atau kewajiban perusahaan. Rasio hutang yang tinggi akan meningkatkan profitabilitas, dilain pihak hutang yang tinggi juga akan meningkatkan risiko. Penelitian mengenai pengaruh rasio yang tinggi juga akan meningkatkan risiko. Penelitian mengenai pengaruh rasio hutang terhadap *Dividend Payout Ratio* yang sebelumnya telah dilakukan oleh Thanatawee (2011), Mahaputra dan Wirawati (2014) yang menunjukkan bahwa rasio hutang berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*. Menurut Sartono (2001) *Debt to Equity Ratio* (DER) merupakan rasio yang mengukur seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh utang. Penggunaan utang sebagai sumber pendanaan akan menyebabkan perusahaan harus menanggung beban tetap berupa pembayaran bunga dan pokok pinjaman, sehingga semakin tinggi Debt to Equity Ratio maka semakin kecil dividen yang dibagikan kepada pemegang saham karena kewajiban membayar utang lebih diutamakan daripada pembagian dividen.

Tabel 1.4 Daftar *Debt To Equity Ratio* Perusahaan Farmasi Tahun 2012-2016 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

NO	2012	2013	2014	2015	2016
DVLA	0.28	0.30	0.28	0.41	0.47
INAF	0.83	1.19	1.11	1.59	1.64
KAEF	0.45	0.52	0.64	0.74	0.88
KLBF	0.28	0.33	0.27	0.25	0.24
MERK	0.37	0.36	0.29	0.35	0.29
PYFA	0.86	0.79	0.58	0.58	0.50
TSPC	0.40	0.35	0.45	0.42	0.45

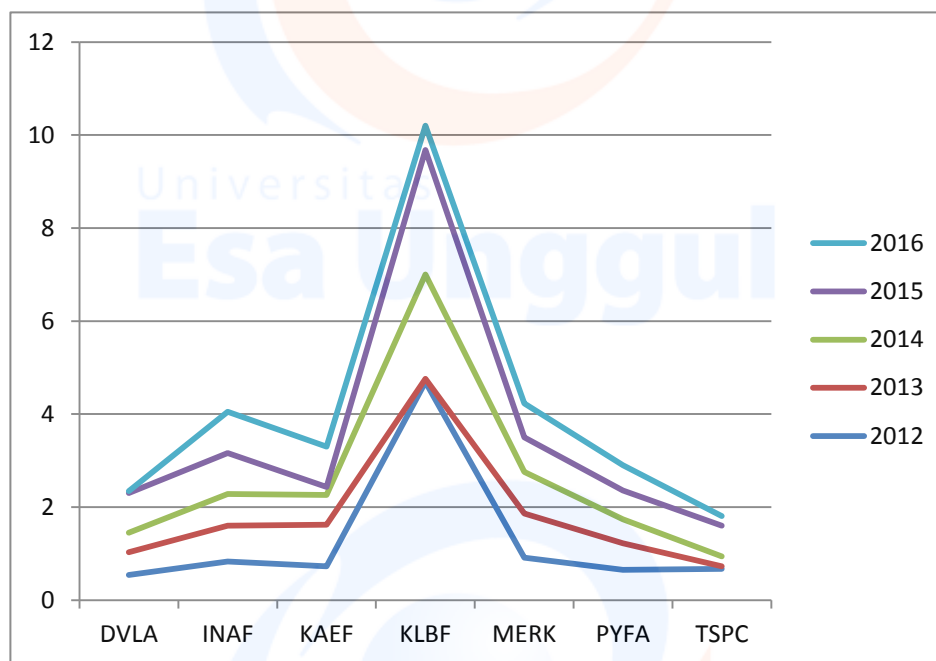


Gambar 1.3 : Grafik DER Periode 2012-2016

Berdasarkan Tabel 1.5 menunjukkan bahwa besarnya nilai rata-rata *Debt to Equity Ratio* (DER) dari tahun 2012 – 2016 pada perusahaan Farmasi yang listed di BEJ sebagian menunjukkan trend yang meningkat pada perusahaan DVLA, INAF, KAEF, TSPC namun berbeda pada perusahaan KLBF, MERK dan PYFA mengalami penurunan meskipun bersifat fluktuatif. Hal tersebut mengindikasikan bahwa kemampuan perusahaan dalam mengolah modal dan hutang berbeda – beda sehingga keadaan ini menggambarkan bahwa kemampuan perusahaan dalam mengolah modal tergantung dari kinerja para manajer dalam mengelolanya.

Tabel 1.5 Daftar *Free Cash Flow* Perusahaan Farmasi Tahun 2012-2016 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia

NO	2012	2013	2014	2015	2016
DVLA	0.54	0.49	0.42	0.85	0.045
INAF	0.83	0.77	0.68	0.88	0.89
KAEF	0.73	0.89	0.64	0.17	0.87
KLBF	4.69	0.07	2.24	2.68	0.52
MERK	0.91	0.95	0.90	0.74	0.73
PYFA	0.65	0.57	0.52	0.62	0.54
TSPC	0.67	0.06	0.21	0.66	0.21



Gambar 1.4 : Grafik FCF Periode 2012-2016

Penelitian Gede Agus Mahaputra (2014) yang meneliti tentang pengaruh profitabilitas, *Leverage*, likuiditas, cash position, dan ukuran perusahaan pada *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan perbankan menunjukkan bahwa profitabilitas dan *Leverage* berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio*, likuiditas berpengaruh negative terhadap *Dividend Payout Ratio*, sedangkan cash position dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Penelitian Oerip Budiyanto (2016) meneliti tentang pengaruh profitabilitas, likuiditas, solvabilitas terhadap *Dividend Payout Ratio* pada perusahaan properti dan real estate menunjukkan bahwa profitabilitas

berpengaruh positif terhadap *Dividend Payout Ratio* sedangkan likuiditas dan solvabilitas berpengaruh negative terhadap *Dividend Payout Ratio*.

Penelitian Agung Hardinugroho (2012) meneliti tentang pengaruh *Return On Asset* (ROA), *Debt to Equity Ratio* (DER), *Current Ratio* (CR), dan Firm Size terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan manufaktur menunjukkan bahwa besarnya kemampuan prediksi dari keempat variabel independen ROA, DER, CR dan Firm Size terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) adalah sebesar 65,4%.

Penelitian Siti (2011) meneliti tentang pengaruh *Return On Assets* (ROA), *Cash Ratio* (CR), Growth, Size dan dividen tahun lalu terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) pada perusahaan BUMN menunjukkan bahwa *Cash Ratio*, *Growth* dan *Size* berpengaruh signifikan positif terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR), sedangkan variabel lainnya yaitu ROA dan dividen tahun lalu tidak berpengaruh signifikan terhadap DPR.

Motivasi penelitian ini adalah adanya perbedaan hasil penelitian yang dilakukan oleh peneliti terdahulu diperoleh hasil yang tidak konsisten, yaitu adanya *research gap* untuk beberapa variabel yang berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) saat sebelum memutuskan untuk berinvestasi di perusahaan tersebut, apakah perusahaan tersebut bisa memberikan keuntungan atau tidak.

Adapun perbedaan antara penelitian ini dengan penelitian terdahulu adalah dalam penelitian ini variabel yang digunakan sebagai variabel independen adalah

profitabilitas, *Leverage*, likuiditas, serta menggunakan variabel intervening yaitu *Free Cash Flow*. Alasan pemilihan variabel-variabel tersebut adalah dalam penelitian-penelitian sebelumnya, variabel-variabel tersebut telah diuji tetapi dalam kurun waktu yang berbeda-beda dan diuji dengan variabel-variabel independen yang berbeda-beda pula. Penelitian ini juga menggunakan periode waktu dan sampel penelitian yang berbeda dengan penelitian sebelumnya. Sedangkan untuk persamaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah penggunaan variabel dependen, dalam hal ini yang dimaksud yaitu *Dividen*. Kemudian ada beberapa persamaan dari variabel independen yang digunakan untuk meneliti pengaruhnya terhadap variabel dependen.

Berdasarkan uraian latar belakang penelitian ini, penulis ingin menguji pengaruh Profitabilitas, *Leverage*, Likuiditas, terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR) dengan *Free Cash Flow* sebagai variabel intervening pada perusahaan sektor farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

1.2. Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah di atas, maka dapat diidentifikasi beberapa permasalahan. Identifikasi masalah dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Kebijakan pembagian dividen sangat penting untuk memenuhi harapan pemegang saham, di sisi lain juga akan menghambat pertumbuhan perusahaan.
2. Kebijakan dividen yang belum baik, dapat menimbulkan risiko investor menarik dananya kembali.

3. Terdapat beberapa perbedaan hasil penelitian yang dilakukan oleh para peneliti terdahulu diperoleh hasil yang tidak konsisten, yaitu adanya *research gap* untuk beberapa variabel yang berpengaruh terhadap *Dividend Payout Ratio* (DPR).

1.3. Batasan Masalah

Dividend dapat dipengaruhi oleh banyak factor, Dalam penelitian ini variable yang akan digunakan untuk pengaruh terhadap dividen difokuskan pada tiga variable independen yaitu, Profitabilitas, Likuiditas, *Leverage*, serta satu variable intervening yaitu *Free Cash Flow*. Data yang digunakan adalah laporan keuangan dari sampel yang akan digunakan dalam penelitian ini, yaitu perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI periode tahun 2012-2016.

1.4. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang dan indentifikasi masalah di atas, penulis merumuskan pokok masalah dalam penelitian ini yaitu:

1. Apakah *Free Cash Flow* memperkuat hubungan Profitabilitas, Likuiditas dan *Leverage* terhadap dividen pada perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI?
2. Apakah Profitabilitas berpengaruh terhadap dividen pada perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI?
3. Apakah likuiditas berpengaruh terhadap dividen pada perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI?

4. Apakah *Leverage* berpengaruh terhadap dividen pada perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI?

1.5. Tujuan Penelitian

Tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui pengaruh Profitabilitas terhadap Dividen pada perusahaan farmasi terdaftar di BEI.
2. Untuk mengetahui pengaruh Likuiditas terhadap Dividen pada perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI.
3. Untuk mengetahui pengaruh *Leverage* terhadap Dividen pada perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI.
4. Untuk mengetahui pengaruh Profitabilitas, *Leverage*, Likuiditas, terhadap Dividen pada perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI.
5. Untuk mengetahui *Free Cash Flow* perusahaan mempengaruhi Profitabilitas terhadap Dividen pada perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI.
6. Untuk mengetahui *Free Cash Flow* mempengaruhi Likuiditas terhadap Dividen pada perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI.
7. Untuk mengetahui *Free Cash Flow* mempengaruhi *Leverage* terhadap Dividen pada perusahaan farmasi yang terdaftar di BEI.
8. Untuk mengetahui *Free Cash Flow* mempengaruhi Profitabilitas, *Leverage*, Likuiditas, terhadap Dividen pada perusahaan Farmasi yang terdaftar di BEI.

1.6. Manfaat Penelitian

Pada penelitian ini penulis berharap bahwa penelitian ini dapat memberi manfaat seperti :

1. Pada Investor dan Perusahaan

Penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan masukan untuk pertimbangan dan mengevaluasi kinerja perusahaan guna memperoleh kepastian tingkat pengembalian dalam investasi yang dilakukan. Bagi perusahaan, penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan perbaikan atau peningkatan kerja perusahaan.

2. Bagi Akademis

Penelitian ini diharapkan dapat memberi tambahan wawasan dimasa yang akan datang, dan dapat dijadikan referensi apabila ingin melakukan penelitian berkaitan dengan faktor-faktor yang mempengaruhi Deviden.

3. Bagi Penelitian Selanjutnya

Penulis mengharap agar hasil dari penelitian ini dapat digunakan sebagai referensi dan pembanding bagi penelitian di masa mendatang, memperluas informasi dan wawasan dalam mengembangkan penelitian pada bidang akuntansi khususnya dalam melakukan investasi.

BAB II