BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1. Kajian Pustaka

2.1.1. Laporan Keuangan

Menurut (Handono, 2009 : 26) seorang manajer seyogianya mengetahui cukup mendalam seluk beluk laporan keuangan (neraca, laba-rugi, dan laporan arus kas). Ia harus dapat membaca laporan keuangan, sekaligus memanfaatkan seoptimal mungkin informasi yang diperoleh dari laporan keuangan untuk pengambilan keputusan keuangan. Dua informasi lain terkait laporan keuangan dan sering diperlukan dalam pengambilan keputusan keuangan adalah beban penyusutan dan tingkat pajak yang berlaku. Baik penyusutan maupun tingkat pajak keduanya dibutuhkan untuk mnyusun estimasi arus kas masuk (*cash inflow*) dalam menilai kelayakan investasi tetap.

2.1.1.1. Jenis Laporan Keuangan

Laporan keuangan dibagi menjadi tiga jenis (Handono, 2009 : 27) :

1. Laporan Laba-Rugi

   Laporan yang menunjukkan kegiatan operasi perusahaan pada periode tertentu terbagi dalam dua bagian utama. Pertama, pendapatan, yang meliputi pendapatan operasi (berasal dari aktivitas penjualan) dan pendapatn nonoperasi (misalnya, hasil penjualan aktiva tetap). Pendapatan operasi (penjualan) biasanya dinyatakan dalam istilah

penjualan bersih, yakni penjualan mula-mula dikurangi oleh potongan penjualan dan retur penjualan. Kedua, beban-beban, yang mencakup harga pokok penjualan, beban operasi (beban penjualan dan beban administrasi), beban bunga, dan pajak.

2. Neraca

Laporan yang mengungkapkan posisi keuangan (kekayaan) dari suatu perusahaan pada tanggal tertentu mencakup aktiva (*asset*), hutang (*liability*), dan ekuitas (*equity*). Hubungan ketiganya disebut sebagai persamaan akuntansi, yakni aktiva sama dengan hutang ditambah ekuitas. Aktiva dicatat disebelah kiri atau bagian atas neraca, yang terdiri atas aktiva lancar (kas, surat berharga jangka pendek, piutang usaha, persediaan, biaya dibayar dimuka, perlengkapan); invesyasi pada sekuritas jangka panjang (pembelian saham, dan obligasi); aktiva tetap berwujud (tanah, bangunan, mesin, kendaraan, dan peralatan); aktiva tetap tak berwujud (hak paten). Kecuali tanah, semua aktiva tetap berwujud akan disusutkan sesuai dengan metode penyusutannya. Ada dua perkiraan yang berhubungan dengan penyusutan, yaitu (1) beban penyusutan, yang akan dimasukkan ke dalam laporan laba-rugi, dan (2) akumulasi penyusutan, yang akan dimasukkan ke dalam neraca sebagai pengurang aktiva tetap berwujud. Apabila dalam neraca tertulis aktiva tetap berwujud (*netto*), itu berarti bahwa aktiva tetap berwujud tersebut telah dikurangi dengan akumulasi penyusutannya.

Utang dan ekuitas dicatat di sebelah kanan atau bagian bawah neraca. Utang meliputi utang lancar (utang usaha, utang gaji, dan utang pajak) seta utang jangka panjang (hipotik dan obligasi). Sementara itu, ekuitas untuk perusahaan berbentuk perseroan terbatas mencakup saham preferen, saham biasa, tambahan modal disetor, dan laba tertahan.

3. Laporan Arus Kas

Laporan yang menunjukkan arus kas perusahaan pada periode tertentu bersumber dari kegiatan operasi (*operating*), kegiatan investasi (*investment*), dan kegiatan pendanaan(*financing*).

Kegiatan operasi adalah kegiatan mencari laba. Arus kas masuk penting dari kegiatan itu, bersumber dari tagihan piutang usaha. Sementara itu, sebagian besar arus kas keluarnya digunakan untuk membayar utang usaha, bunga dan pajak.

Kegiatan investasi merupakan kegiatan yang membutuhkan pengeluaran arus kas, terutama untuk pembelian aktiva tetap dan investasi sekuritas jangka panjang.

Kegiatan pendanaan adalah kegiatan yang mencari sumber arus kas masuk, khususnya yang berasal dari utang jangka panjang dan penerbitan saham baru. Tambahan arus kas masuk dari utang jangka panjang pendek yang berasal dari penerbitan wesel bayar yang dimasukkan ke dalam kegiatan pendanaan (bukan kegiatan operasi). Masuk pula dalam kegiatan ini adalah pembayaran dividen kepada pemegang saham. Arus

kas keluar untuk pembayaran pokok utang dimasukkan ke dalam kegiatan pendanaan, tetapi pembayaran bunganya dimasukkan ke dalam kegiatan operasi.

Laporan arus kas terkadang disebut laporan sumber dan penggunaan kas. Angka-angka yang dimasukkan ke dalam laporan arus kas berasal dari perubahan pada neraca dua tahun terakhir. Penambahan aktiva merupakan sumber kas. Sebaliknya, penurunan utang dan ekuitas adalah penggunaan kas. Jumlah bersih kas dari kegiatan operasi, kegiatan investasi, dan kegiataan pendanaan akan sama dengan jumlah bersih dari kas dan surat-surat berharga jangka pendek.

2.1.2. Aliran Kas Bebas

2.1.2.1. Pengertian

Aliran kas bebas diperlukan oleh perusahaan, untuk memenuhi kewajibannya kepada investor maupun kreditor (pemberi pinjaman).

Brigham & Houston (2009 : 65) menyatakan bahwa :

> Arus kas bebas yang berarti arus kas yang bebnar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik utang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan

Gitman (2009 : 115) menyatakan :

> *The firm's free cash flow (FCF) represents the amount of cash flow available to investors-the providers of debt (creditors) and equity (owners)- after the firm has met all operating needs and paid for investments in net fixed assets and net current assets. It represents the*

summation of the net amount of cash flow available to creditors and owners during the period.

Aliran kas bebas pada suatu perusahaan merupakan jumlah arus kas yang tersedia bagi investor-penyedia utang (kreditur) dan ekuitas (pemilik)- setelah perusahaan telah memenuhi semua kebutuhan operasi dan dibayar untuk investasi pada aktiva tetap bersih dan aktiva lancar. Itu semua merupakan penjumlahan dari jumlah arus kas bersih yang tersedia bagi kreditur dan pemilik saham selama periode berjalan.

Aliran kas bebas dapat didefinisikan sebagai berikut :

FCF = operating cash flow - net fixed assets investment – net current asset investment

Sumber : Gitman (2009 : 115)

Dimana:

Operating cash flow (aliran kas operasi) = laba operasi bersih setelah pajak + penyusutan

Net fixed assets investment (investasi aktiva tetap bersih) = perubahan aktiva tetap bersih + penyusutan

Net current assets investment (investasi aktiva lancar) = perubahan aktiva lancar – utang usaha

2.1.2.2. Hipotesis Aliran Kas Bebas

Handono (2009 : 280) Nilai perusahaan akan meningkat seiring dengan keberhasilan perusahaan dalam menjalankan proyek investasi (penganggaran

modal). Sumber utama untuk mendanai proyek adalah laba ditahan karena dana ini lebih murah dibandingkan saham biasa baru yang membutuhkan biaya emisi (penerbitan) relatif tinggi. Perusahaan yang sanggup membagikan dividen lebih tinggi akan naik harga sahamnya karena dipandang investor sebagai perusahaan yang mempunyai kelebihan kas (*free cash flow*), yakni kas yang tersisa setelah dikurangi oleh kebutuhan untuk membiayai proyek investasi di tahun mendatang. Perusahaan yang menahan kelebihan kasnya (tidak membagikannya sebagai dividen) justru harga sahamnya cenderung turun karena investor menganggap kelebihan kas perusahaan bersangkutan akan digunakan untuk membiayai proyek yang kurang menguntungkan.

2.1.3. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan pemisahan kepemilikan antara pihak *outsider* dengan pihak *insider*. Jika dalam suatu perusahaan memiliki banyak pemilik saham, maka kelompok besar individu tersebut sudah jelas tidak dapat berpartisipasi dengan aktif dalam manajemen perusahaan sehari-hari. Karenanya, mereka memilih dewan komisaris, yang memilih dan mengawasi manajemen perusahaan. Struktur ini berarti bahwa pemilik berbeda dengan manajer perusahaan. Hal ini memberikan stabilitas bagi perusahaan yang tidak dimiliki oleh perusahaan dengan pemilik merangkap manajer (Bodie, 2006 : 9)

2.1.3.1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Lukas (2008 : 12) mengemukakan :

> Hubungan keagenan atau *agency relationship* muncul ketika satu atau lebih individu (majikan) menggaji indivu lain (agen atau karyawan) untuk bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada agen atau karyawannya.

Dalam konteks manajemen keuangan, hubungan ini muncul antara :

1. Pemegang saham (*shareholders*) dengan para manajer; serta
2. *Shareholders* dengan kreditors (pemegang obligasi).

Problem keagenan (*agency problem*) antara pemegang saham dengan manajer potensial terjadi bila manajemen tidak memiliki saham mayoritas perusahaan. Pemegang saham tentu menginginkan manajer bekerja dengan tujuan memaksimumkan kemakmuran pemegang saham. Sebaliknya, manajer perusahaan bisa saja bertindak tidak untuk memaksimumkan kemakmuran pemegang saham, tetapi memaksimumkan kemakmuran mereka sendiri. Terjadilah *conflict of interest*. Untuk meyakinkan bahwa manajer bekerja sungguh-sungguh untuk kepentingan pemegang saham, pemegang saham harus mengeluarkan biaya yang disebut *agency cost* yang meliputi antara lain : pengeluaran untuk memonitor kegiatan manajer, pengeluaran untuk membuat suatu struktur organisasi yang meminimalkan tindakan-tindakan manajer yang tidak diinginkan, serta *opportunity cost* yang timbul akibat kondisi dimana manajer tidak dapat segera mengambil keputusan tanpa persetujuan pemegang saham.

Agency problem juga muncul antara kreditor (pemberi utang), misalnya pemegang obligasi perusahaan (*bondholders*) dengan pemegang saham (*stockholders*) yang diwakili oleh manajemen perusahaan. Konflik muncul jika :

1. Manajemen mengambil proyek-proyek yang risikonya lebih besar daripada yang diperkirakan oleh kreditor; atau
2. Perusahaan meningkatkan jumlah utang hingga mencapai tingkatan yang lebih tinggi daripada yang diperkirakan kreditor.

Kedua tindakan diatas akan meningkatkan risiko finansial perusahaan, selanjutnya akan menurunkan nilai pasar utang/obligasi perusahaan yang belum jatuh tempo. Kreditor dirugikan jika perusahaan mengambil proyek yang terlalu berisiko karena hal ini akan meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan. Dilain pihak, jika proyek berisiko tinggi tersebut memberikan hasil yang bAgus Sartono, kompensasi yang diterima kreditor (berupa bunga) tidak ikut naik.

2.1.3.2. Biaya Keagenan

Handono (2009 : 6) mengemukakan bahwa biaya keagenan timbul akibat ketidakselarasan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Pada perusahaan berbentuk perseroan terbatas, pemiliki atau pemegang saham mendelegasikan wewenang pengelolaan perusahaannya kepada manajer. Pemegang saham adalah pemberi mandat (*principal*), sedangkan manajer adalah pelaksana (*agent*).

Sebgai pelaksana, manajer seharusnya juga memiliki tujuan yang sama dengan pemegang sahamnya, yakni memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Akan tetapi, karena manajer hanya mempunyai sebagian kecil saham perusahaan (kurang dari 100%), rasa memiliki perusahaan pada dirinya cenderung melemah. Dampaknya, manajer tidak ingin lagi memaksimalkan kekayaan pemegang saham, tetapijustru memaksimalkankeuntungan pribadinya.

Adanya ketidakselarasan tujuan antara manajer dan pemegang saham pada akhirnya menimbulkan biaya keagenan. Pemegang saham kini harus mengeluarkan sejumlah biaya yang meliputi, (1) biaya pemantauan kinerja manajer, (2) biaya penataan struktur organisasi, dan (3) biaya oportunitas, yakni biaya yang timbul karena perusahaan tidak dapat memanfaatkan peluang bisnis secara cepat dan tepat.

2.1.3.3. Biaya Keagenan dan Maksimisasi Kekayaan Pemegang Saham atau Maksimisasi Nilai Perusahaan

(Handono, 2009 : 8) Dengan adanya biaya keagenan, pemegang saham, manajer, dan kreditor menjadi saling bergantungan dan saling memperhatikan satu sama lainnya. Pemegang saham harus memeperhatikan kesejahteraan manajernya agar manajer tetap konsisten memaksimalkan nilai perusahaan sebagai tujuannya. Sebaliknya, manajer pun menyadari bahwa jika ia tidak memaksimalkan nilai perusahaan, harga saham dalam jangka panjang akan turun. Akhirnya, perusahaan merugi sekaligus merugikan dirinya sendiri. Demikian pula pemegang saham mesti memperhatikan kesejahteraan kreditor agar kreditor tidak menetapkan syarat-syarat berat, yang akan merugikan pihak pemegang saham dan manajer dan dapat berdampak pada penurunan harga saham. Sebaliknya, kreditor pun menjadi

sadar jika ia menetapkan syarat-syarat yang terlalu memberatkan pemegang saham dan manajer, kemampuan pemegang saham dan manajer untuk melunasi utang justru berkurang (dan cenderung menurunkan harga saham di masa datang), yang membuat kreditor akan menderita rugi.

Bahwa adanya biaya keagenan justru mendorong semua pihak (pemegang saham, manajer, dan kreditur) selalu berusaha memaksimalkan kekayaan pemegang saham atau nilai perusahaan (harga saham). Jika ada satu pihak saja yang melalaikan tujuan itu, nilai perusahaan (harga saham) cenderung turun sehingga semua pihak harus menanggung ketugian.

2.1.4. Kebijakan Dividen

Van Horne (2007 : 270) menyatakan bahwa :

"Kebijakan dividen adalah bagian yang tidak terpisahkan dalam keputusan pendanaan perusahaan"

Menurut Van Horne (2007 : 270) aspek utama dari kebijakan dividen perusahaan adalah menentukan alokasi laba yang tepat anatara pembayaran dividen debfab penambahan laba ditahan perusahaan.

Atika (2002) mengemukakan bahwa :

> Kebijakan dividen pada dasarnya adalah penentuan seberapa besar porsi keuntungan yang akan diberikan kepada pemegang sahamnya dan yang akan ditahan sebagai *retained earnings*. Berkaitan dengan kebijakan dividen tersebut terlihat bahwa terdapat beberapa pihak yang saling berbeda kepentingan, yaitu antara kepentingan pemegang saham, pemegang obligasi, dan pihak perusahaan itu sendiri. Besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan oelh perusahaan tergantung pada

kebijakan dividen dari masing-masing perusahaan, shingga pertimbangan manajemen sangat diperlukan.

2.1.4.1. Teori Kebijakan Dividen

Beberapa teori tentang kebijakan dividen adalah sebagai berikut :

1. Dividen adalah tidak relevan

   (Agus Sartono, 2001 : 282) Modigliani-Miller (MM) berpendapat bahwa di dalam kondidi bahwa keputusan investasi yang *given*, pembayaran dividen tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Lebih lanjut MM berpendapat bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh keputusan investasi. Sementara itu keputusan apakah laba yang diperoleh akan dibagikan dalam bentuk dividen atau akan ditahan tidak memepngaruhi nilai perusahaan. MM membuktikan pendapatnya secara sistematis dengan berbagai asumsi:

   a. Pasar modal yang sempurna dimana investor bersikpa rasional
   b. Tidak ada pajak perseorangan dan pajak penghasilan perusahaan
   c. Tidak ada biaya emisi atau *flotation cost* dan biaya transaksi
   d. Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya modal sendiri perusahaan
   e. Informasi tersedia untuk setiap individu terutama yang menyangkut tentang kesempatan investasi

   Hal yang penting dari pendapat Modigliani-Miller adalah bahwa pengaruh pembayaran dividen terhadap kemakmuran pemegang

saham akan diimbangi dengan jumlah yang sama denga cara pembelanjaan atau pemenuhan dana yang lain. Dalam kondisi keputusan investasi yang *given*, maka apabila perusahaan membagikan dividen kepada pemegang saha, perusahaan harus mengeluarkan saham baru sebagai sebagai pengganti sejumlah pembayaran dividen tersebut. Dengan demikian kenaikan pendapatan dari pembayaran dividen akan diimbangi dengan penurunan harga saham sebagai akibat penjualan saham baru. Dengan demikian apakah laba yang diperoleh dibagikan sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan tidak mempengaruhi kemakmuran pemegang saham. MM menyimpulkan bahwa nilai perusahaan saat ini tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Keuntungan yang diperoleh atas kenaikan harga saham akibat pembayaran dividen akan diimbangi dengan penurunan harga saham karena adanya penjualan saham baru. Oleh karenanya pemegang saham dapat menerima kas dari perusahaan saat ini dalam bentuk pembayaran dividen atau menerimanya dalam bentuk *capital gain*. Kemakmuran pemegang saham sekali lagi tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen saat ini maupun di masa datang. Pemegang saham merasa *indifferent* atas kebijakan dividen.

2. *Bird-in-the hand theory*

   (Handono, 2009 : 279) Gorgon dan Lintner mendukung teori dividen relevan yang menyatakan bahwa investor pada umumnya lebih menyukai dividen saat ini yang lebih pasti daripada menanti memperoleh keuntungan modal (*capital gain*) pada tahun depan. Risiko akan menjadi lebih rendah sehingga harga saham akan lebih tinggi. Jika teori relevan benar, terdapat kebijakan dividen optimal bagi suatu perusahaan, yakni rasio pembagian dividen yang akan memaksimumkan harga saham.

3. Teori perbedaan pajak

   (Lukas, 2008 : 287) Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy. Mereka menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains* kerena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh karena itu investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan dividen yield tinggi, capital gains yield rendah daripada saham dengan dividen yield rendah, capital gains yield tinggi. Jika pajak atas dividen lebih besar dari pajak atas *capital gains*, perbedaan ini akan semakin merasa.

4. Teori "*signaling hypothesis*"

   Lukas (2008 : 287) menyatakan bahwa ada bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham.

Sebaliknya penurunan dividen dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen daripada *capital gains*. Tetapi MM berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas biasanya merupakan suatu "sinyal" kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah kenaikan normal (biasanya) diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit di waktu mendatang. Seperti teori dividen yang lain, "*signaling hypothesis*" ini juga sulit dibuktikan secara empiris. Adalah nyata bahwa perubahan dividen mengandung beberapa informasi. Tapi sulit dikatakan apakah kenaikan dan penurunan harga setelah adanya kenaikan dan penurunan dividen semata-mata disebabkan oleh efek "sinyal" atau disebabkan karena efek "sinyal" dan preferensi terhadap dividen.

5. Pengaruh Klientele

   Brigham (2001 :72) menyatakan bahwa kelompok yang berbeda atau klientele, dari pemegang saham menyukai kebijakan dividen yang berbeda. Brigham memberikan pemisalan dalam pengaruh klientele ini. Penerima pensiun dan dana bantuan universitas, lebih menyukai pendapatan tunai, sehingga mereka mungkin menghendaki agar

perusahaan membagikan persentase yang lebih besar dari labanya. Investot tersebut (dan dana pensiun) seringkali termasuk dalam kelompok tarif pajak yang rendah atau bahkan nol, sehingga pajak tidak terlalu diperhatikan. Di lain pihak, pemegang saham yang berada dalam tahun-tahun puncak keuntungan mungkin lebih memilih reinvestasi, karema mereka tidak begitu membutuhkan pendapatan dari investasi dalam periode berjaln dan mereka akan segera menginvestasikan kembali pendapatan dividen yang diterima setelah terlebih dahulu membayar pajak atas penghasilan atas dividen tersebut.apabila perusahaan menahan dan menginvestasikan kembali pendapatan daripada membagikan dividen, para pemegang saham yang membutuhkan pendapatan saat ini akan dirugikan. Nilai saham mereka mungkin naik, tetapi mereka mungkin harus menghadapi kesulitan dan terpaksa menjual sebagian sahamnya untuk memperoleh uang tunai. Juga, sejumlah investor kelembagaan (atau perwalian untuk perorangan) mungkin secara hukum dilarang untuk menjual saham sehingga kemudian "membelanjakan modal". Di lain pihak, pemegang saham lain yang menabung dividen dan tidak membelanjakannya mungkin lebih menyukai kebijakan pembayaran dividen yang rendah, karena makin kecil perusahaan memberikan dividen, makin kecil jumlah pajak yang harus dihadapi untuk menginvestasikan kembali dividen mereka sesudah dipotong pajak.

Karena itu, para investor yang menginginkan pendapatan investasi dalam periode berjalan sebaiknya memiliki saham perusahaan yang membagikan dividen dalam jumlah besar, sedangkan investor yang tidak membutuhkan penghasilan investasi dalam periode berjalan dapat menanamkan uangnya dalam perusahaan umum.

Mengingat pemegang saham dapat berpindah-pindah perusahaan, sebuah perusahaan dapat mengubah satu kebijakan pembayaran dividen ke kebijakan yang lainnya dan membiarkan pemegang saham yang tidak menyukai kebijakan tersebut menjual sahamnya kepada investor lain yang menyukainya. Namun, peralihan yang terlalu sering dilakukan tidak efisien karena :

a. Adanya biaya pialang;
b. Kemungkinan bahwa pemegang saham yang menjual saham harus membayar pajak keuntungan modal; dan
c. Adanya kemungkinan kekurangan investor yang menyukai kebijakan dividen yang baru

Jadi, manajemen harus mempertimbangkan dengan matang perubahan kebijkan dividennya, karena suatu perubahan dapat menyebabkan pemegang saham saat ini menjual saham mereka, dan mengakibatkan harga saham menjadi turun. Penurunan harga tersebut bisa bersifat sementara, tetapi juga bisa pemanen-jika hanya sedikit investor yang tertarik dengan kebijakan dividen yang baru, harga saham akan terus

tertekan. Namun, kebijakan baru itu mungkin saja dapat menarik lebih banyak klientele daripada yang sebelumnya dimiliki perusahaan, sehingga harga saham akan naik.

Bukti-bukti dari sejumlah studi memang menyatakan adanya perngarug klientele (*clientele effect*). MM dan yang lain telah menyatakan bahwa satu klientele sama baiknya dengan yang lain, sehingga adanya pengaruh klientele tidak harus menyiratkan bahwa satu kebijakan dividen lebih baik dari yang lain. Namun, MM mungkin saja salah, dan mereka atau pun orang lain tidak dapat membuktikan bahwa adanya kelompok-kelompok investor secara keseluruhan memungkinkan perusahaan mengabaikan pengaruh klientele. Masalah ini, seperti sebagian besar masalah yang lain dalam hal dividen, masih belum terpecahkan.

2.1.4.2. Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Agus Sartono (2001 : 292) menyebutkan beberapa faktor yang berkaitan dengan kebijakan dividen :

1. Kebutuhan dana perusahaan

   Kebutuhan dana bagi perusahaan dalam kenyataannya merupakan faktor yang harus dipertimbangkan dalam menentukan kebijakan dividen yang akan diambil. Aliran kas perusahaan yang diharapkan, pengeluaran modal di masa datang yang diharapkan, kebutuhan tambahan piutang dan persediaan, pola pengurangan utang dan masih

banyak faktor lain yang mempengaruhi posisi kas perusahaan harus mempertimbangkan dalam analisis kebijakan dividen.

Dalam pembicaraan sebelumnya mengenai kebijakan dividen menganggap bahwa kebijakan dividen yang telah memperhatikan kebutuhan dana yang termasuk investasi yang profitable. Dengan anggapan semacam ini, kebijakan dividen yang ditempuh hanya mempertimbangkan kelebihan dana di masa datang.

2. Likuiditas

   Likuiditas perusahaan merupakan pertimbangan utama dalam banyak kebijakan dividen. Karena dividen bagi perusahaan merupakan kas keluar, maka semakin besar posisi kas dan likuiditas perusahaan secara keseluruhan akan semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen. Perusahaan yang sedang mengalami pertumbuhan dan profitable akan memerlukan dana yang cukup besar guna membiayai investasinya, oleh karena itu kemungkinan akan kurang likuid karena dana yang diperoleh lebih banyak diinvestasikan pada aktiva tetap akan aktiva lancar yang permanen.

   Likuiditas perusahaan sangat besar pengarunya terhadap investasi perusahaan dan kebijakan pemenuhan kebutuhan dana. Keputusan investasi akan menentukan tingkat ekspansi dan kebutuhan dana perusahaan, sementara itu keputusan pembelanjaan (keputusan

pemenuhan kebutuhan dana) akan menentukan pemilihan sumber dana untuk membiayai investasi tersebut.

3. Kemampuan meminjam

   Posisi likuiditas perusahaan dapat diatasi dengan kemampuan perusahaan untuk meminjam dalam jangka pendek. Kemampuan meminjam dalam jangka pendek tersebut akan meningkatkan fleksibilitas likuiditas perusahaan. Selain itu fleksibilitas perusahaan juga dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk bergerak dipasar modal dengan mengeluarkan obligasi. Perusahaan yang semakin besar dan sudah establish akan memiliki aksses yang lebih baik di pasar modal. Kemampuan meminjam yang lebih besar, fleksibilitas yang lebih besar akan memperbesar kemampuan membayar dividen.

   Dalam menentukan *dividend payout ratio* banyak perusahaan membandingkannya dengan industri, khususnya dengan perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang sama. Meskipun belum tentu sama, namun akan lebih mudah untuk melihat posisi perusahaan dalam industri.

4. Keadaan pemegang saham

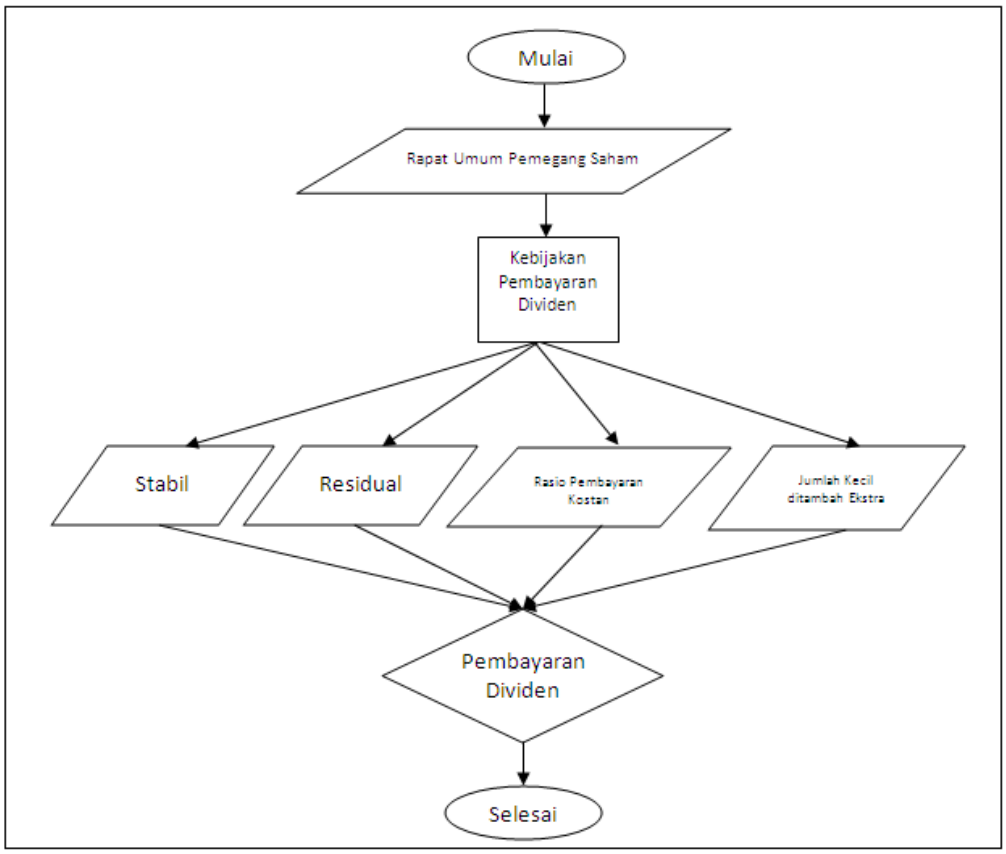
   Jika perusahaan itu kepemilikan sahamnya relatif tertutup, manajemen biasanya mengetahui dividen yang diharapkan oleh pemegang saham dan dapat bertindak dengan tepat. Jika hampir semua pemegang saham berada dalam golongan *high tax* dan lebih

suka memperoleh *capital gains*, maka perusahaan dapat mempertahankan *dividend payouot* yang rendah. Dengan *dividend payout* yang rendah tentunya dapat diperkirakan apakah perusahaan akan menahan laba untuk kesempatan investasi yang *profitable*. Untuk perusahaan yang jumalh pemegang sahamnya besar hanya dapat menilai dividen yang diharapkan pemegang saham dalam konteks pasar.

5. Stabilitas dividen

   Bagi para investor faktor stabilitas dividen akan lebih menarik daripada dividen *payout ratio* yang tinggi. Stabilitas di sinni dalam arti tetap memperhatikan tingkat pertumbuhan perusahaan, yang ditunjukkan oleh koefisien arah yang positif. Apabila faktor lain sama, saham yang memberikan dividen yang stabil selama periodde tertentu akan mempunyai harga yang lebih tinggi daripada saham yang membayar dividennya dalam presentase yang tetap terhadap laba.

2.1.4.3. Kebijakan Pembayaran Dividen



Gambar 2.1
Flowchart Kebijakan Pembayaran Dividen

Kebijakan dividen diputuskan oleh oleh Rapat Umum Pemegang Saham. Rapat Umum Pemegang Saham memutuskan kebijakan pembayaran dividen dalam suatu perusahaan. Dalam praktiknya Handono (2009 : 281) mengemukakan ada empat macam kebijakan dividen yang biasanya dilakukan oleh manajer keuangan, yakni:

1. Residual

   Perusahaan memprioritaskan menggunakan laba ditahan untuk membiayai proyek investasi pada tahun mendatang. Jika masih

tersedia sisa dana dari laba ditahan, barulah diputuskan untuk membayarkan dividen. Emapat langkah untuk menjalankan kebijakan ini meliputi :

a. Menentukan proyek investasi yang optimal melalui skedul peluang investasi;
b. Menetapkan jumlah dana yang dibutuhkan untuk membiayai proyek tersebut;
c. Menggunakan sebesar mungkin ekuitas yang dibiayai dari laba ditahan; dan
d. Membayarkan dividen selama masih ada sisa dana

Sisi buruk dari kebijakan residual adalah bahwa jumlah pembayaran dividen dapat berfluktuasi sesuai dengan kebutuhan dana untuk investasi. Hal itu mungkin menyebabkan tingginya risiko di mata investor sehingga berpeluang menurunkan harga saham perusahaan.

2. Stabil

Perusahaan menetapkan sejumlah pembayaran dividen yang kecil dan baru menaikannya apabila diyakini bahwa laba tahun-tahun mendatang akan mencakupi untuk memnbayar dividen. Dengan menentukan jumlah dividen yang kecil, perusahaan sebenarnya berupaya senantiasa menjaga pembayaran dividennya agar tidak pernah menurun. Sebab berdasarkan pandangan kandungan nformsi dan pengisyaratan , penurunan dividen dianggap berita buruk bagi

investor yang akan menurunkan harga saham perusahaan. Bilamana kondisi ekonomi dan bisnis sedang cerah, perusahaan dengan kebijakan dividen stabil bisa mengubahnya menjadi pertumbuhan dividen yang stabil. Ada dua alasan mengapa kebijakan dividen stabil baik bagi perusahaan :

a. Ketidakpastian akibat fluktuasi dividen sebagaimana terjadi pada kebijakan residual dapat dihindari; dan
b. Untuk keperluan konsumsi saat ini, investor umumnya lebih menyukai dividen yang stabil daripada berfluktuasi

3. Rasio pembayaran konstan

   Rasio yang dimaksud pada kebijakan ini adalah perbandingan anatara dividen perlembar saham terhadap laba perlembar saham. Meskipun rasionya konstan, tidak berarti investor akan menerimanya secara konstan. Jika laba perlembar saham naik-turun dari tahun ke tahun, jumlah yang dibayarkan sebagai dividen pun akan turut berubah-ubah. Jadi, seperti pada kebijakan residual, kebijakan rasio pembayaran konstan juga mengakibatkan ketidakpastian, yang berpotensi mempertinggi risiko dan menurunkan harga saham.

4. Jumlah kecil ditambah ekstra

   Kebijakan dividen dalam jumlah kecil ditambah ekstra adalah kompromi antara kebijakan stabil dan kebijakan rasio pembayaran konstan. Apabila laba dan arus kas perusahaan cukup berfluktuasi

dari tahun ke tahun, perusahaan dapat memilih kebijakan itu. Artinya, saat memperoleh laba yang rendah atau membutuhkan dana internal (laba ditahan) yang lebih banyak pada suatu tahun tertentu, perusahaan tetap mampu membayarkan dividennya sekalipun dalam jumlah kecil. Sebaliknya, ketika perolehan laba sedang meningkat pesat, perusahaan dapat memberikan tambahan (ekstra) kepada para pemegang saham.

2.1.4.4. Prosedur Pembagian Dividen

Pembagian dividen biasanya dibagiakn setiap triwulan atau semester. Terdapat empat tanggal penting berkaitan dengan prosedur pembagian dividen (Handono 2009 : 283) :

1. Tanggal pengumuman

   Misalnya, dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) yang diselenggarakan pada tanggal 19 April diumukan bahwa dividen sebesar Rp. 900 per lembar saham akan dibayarkan kepada para pemegang saham yang tercatat pada tanggal 6 Juni dan akan dibayarkan pada tanggal 20 Juli. Untuk keperluan akuntansi, peristiwa itu dicatat dalam jurnal, laba ditahan pada debit (karena akan mengurangi laba ditahan), dan utang dividen (utang lancar) pada kredit (karena akan menambah utang lancar). Jumlah yang dicatat sebesar dividen per lembar dikali jumlah lembar saham biasa yang beredar.

2. Tanggal pencatatan pemegang saham

   Katakanlah bahwa perusahaan menetapkan jam 18.00 WIB tanggal 6 Juni sebagai batas akhir pencatatan (tutup buku). Pada tanggal itu, perusahaan menyusun daftar pemegang saham yang berhak menerima dividen. Semua pemilik saham yang tercatat sebelum batas akhir pencatatan pada prinsipnya akan menerima dividen.

3. Tanggal tanpa dividen (*ex-dividend date*)

   Kendati tanggal pencatatan telah ditetapkan untuk menghindari konflik, perusahaan sekuritas biasanya menetapkan empat hari sebelum tanggal pencatatan sebagai tanggal tanpa dividen (batas pemegang saham lama tetap berhak menerima dividen).

4. Tanggal pembayaran

   Pada tanggal 20 Juli, perusahaan mengirimkan cek kepada para pemegang saham.

2.1.4.5. Dividen Saham dan Pemecahan Saham

Menurut Brigham (2001 : 94), dividen saham (*stock dividend*) dan pemecahan saham (*stock split*) berkaitan dengan kebijakan dividen tunai perusahan.

1. Pemecahan Saham (*stock split*)

   Meskipun hanya ada sejumlah kecil bukti empiris untuk mendukung argumennya, namun terdapat keyakinan yang berkembang luas di kalangan keuangan bahwa terdapat kisaran harga yang optimal pada

saham-saham. “Optimal” berarti bahwa jika harganya berada dalam kisaran tersebut, rasio harga/laba dan juga nilai perusahaan akan dimaksimumkan. Pemecahan saham merupakan tindakan suatu perusahaan untuk menambah jumlah saham yang beredar, seperti menggandakan jumlah saham yang beredar dengan memberikan kepada setiap pemegang dua lembar saham baru untuk satu saham yang sebelumnya dipegang.

2. Dividen Saham (*stock dividend*)

   Dividen saham serupa dengan pemecahan saham dalam hal kesamaan “membagi ekuitas menjadi bagian yang lebih kecil” tanpa mempengaruhi posisi fundamental dari pemegang saham saat ini. Pemecahan saham biasanya digunakan untuk menurunkan harga secara besar-besaran setelah saham mengalami kenaikan harga yang tajam. Dividen saham biasanya diberikan secara teratur setiap tahun untuk menjaga kestabilan harga saham. Namun, dividen saham yang kecil menimbulkan masalah pembukuan dan beban yang tidak perlu, jadi perusahaan dewasa ini jauh lebih sering menggunakan pemecahan saham daripada dividen saham.

2.1.5. Hubungan antara Aliran Kas Bebas, Kepemilikan Manajerial, dan Kebijakan Dividen

2.1.5.1. Hubungan Aliran Kas Bebas dengan Kebijakan Dividen

Handono (2009 : 281) menyatakan perusahaan yang sanggup membagikan dividen lebih tinggi akan naik harga sahamnya karena dipandang investor sebagai perusahaan yang mempunyai kelebihan kas (*free cash flow)*, yakni kas yang tersisa setelah dikurangi oleh kebutuhan untuk membiayai proyek investasi di tahun mendatang.

Dini Rosdini (2009) mengemukakan bahwa adanya aliran kas bebas yang besar dalam suatu perusahaan belum tentu menunjukkan bahwa perusahaan tersebut akan membagikan dividen dengan jumlah yang lebih besar dibandingkan dengan ketika perusahaan memiliki aliran kas bebas yang kecil.

2.1.5.2. Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Kebijakan Dividen

Eko Wahyudi (2008) mengemukakan bahwa *insider ownerhip* akan mensejajarkan kepentingan antara pihak *insider* dengan pemegang saham luat (*outsider*). *Insider ownership* yang besar akan menurunkan biaya keagenan karena ada rasa kepemilikan pada diri *insider* sehingga mereka bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, yang mengakibatkan perusahaan membayar dividen lebih rendah kepada pemegang saham sedangkan semakin rendah *insider ownership* akan meningkatkan biaya keagenan sehingga konsekuensinya perusahaan membayar dividen lebih tinggi kepada pemegang saham.

2.1.5.3. Hubungan Aliran Kas Bebas, Kepemilikan Manajerial dengan Kebijakan Dividen

Handono (2009 : 281) menyatakan aliran kas bebas adalah kas yang tersisa setelah dikurangi oleh kebutuhan untuk membiayai proyek investasi di tahun mendatang. Aliran kas bebas ini dapat menimbulkan *agency problem*. Untuk meminimalkan biaya keagenan tersebut maka perlu meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen dan selain itu manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Penambahan kepemilikan manajerial memiliki keuntungan untuk mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Rizky, 2009).

Kepentingan para pemegang saham, dan perusahaan itu sendiri sangat erat kaitannya dengan kebijakan dividen. Besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan tergantung pada kebijakan dividen dari masing-masing perusahaan (Hatta, 2002). Perusahaan dengan peluang investasi yang unggul yang unggul sebaiknya menetapkan rasio pembayaran yang lebih rendah, yang berarti menahan lebih banyak laba, daripada perusahaan dengan peluang investasi yang lemah. Jika ada ketidakpastian yang besar dalam ramalan arus kas bebas, yang didefinisikan di sini sebagai arus kas operasi perusahaan dikurangi investasi ekuitas yang diwajibkan, maka yang terbaik adalah bersikap konservatif dan menetapkan dividen tunai masa berjalan yang rendah.

2.1.6. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu yang mengangkat tentang aliran kas bebas, kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen :

1. Penelitian Atika Jauhari Hatta (2002)

Penelitian Atika Jauhari Hatta (2002) menguji faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen dengan mengambil tinjauan dari sudut pengaruh teori *stakeholder*. Dengan melakukan penelitian pada 45 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dari tahun 1993-1997, diperoleh hasil bahwa terdapat hubungan regresi antara rasio pembayaran dividen dengan variabel fokus perusahaan, total *assets*, *insider ownership*, jumlah pemegang saham biasa, *free cash flow*, dan pertumbuhan penjualan perusahaan.

2. Penelitian Nana Gustina (2009)

Nana Gustina (2009) melakukan penelitian yang menganalisis apakah terdapat pengaruh antara *insider ownership, dispersion ownership, free cash flow, collateralizabel assets, growth* terhadap kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan mengambil sampel sebanyak 18 perusahaan dengan periode penelitian tahun 2004-2008. Hasil penelitian Nana Gustina (2009) menyatakan bahwa terdapat dua variabel yang mempunyai hubungan yang signifikan yaitu *insider ownership* dan tingkat pertumbuhan (*growth*). Sedangkan tiga variabel lainnya yaitu *dispersion of ownership, free cash flow,* dan *collaterizable asset* tidak mempunyai hubungan yang signifikan.

3. Penelitian Pandu Pradessya (2006)

Pandu Pradessya (2006) melakukan pengujian yang bertujuan untuk menganalisis apakah terdapat pengaruh antara *insider ownership, dispresion of ownership, free cash flow, collaterizable assets* dan tingkat pertumbuhan terhadap kebijakan dividen pada 18 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta dengan periode penelitian 1999-2003. Dari pengujian tersebut, terdapat dua variabel yang mempunyai hubungan yang signifikan yaitu *insider ownership* dan tingkat pertumbuhan. Sedangkan *dispersion of ownership, free cash flow*, dan *collaterizable assets* tidak mempunyai hubungan yang signifikan.

4. Penelitian Togu F Munthe (2009)

Togu F Munthe (2009) melakukan penelitian dengan tujuan untuk mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen sebagai variabel dependen dengan variabel independen yaitu kepemilikan manajerial, arus kas bebas, penjamin aktiva tetap, pertumbuhan perusahaan, ROA dan ROE. Populasi dalam penelitian ini adalah 32 perusahaan terbuka yang ada di Bursa Efek Indonesia. Hasil uji secara simultan menunjukkan bahwa tiap variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen.

Tabel 2.1
Hasil Peneliti Terdahulu Terkait dengan Variabel Peneliti

No	Peneliti Terdahulu	Judul	Kesimpulan	Perbedaan	Persamaan
1	Atika Jauhari Hatta (2002)	Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen: Investigasi Pengaruh Teori Stakeholder	Terdapat hubungan regresi antara rasio pembayaran dividen dengan variabel fokus perusahaan, total *assets, insider ownership*, jumlah pemegang saham biasa, *free cash flow*, dan pertumbuhan penjualan perusahaan	Pada penelitian Atika Jauhari, variabel (X) yang diteliti adalah fokus perusahaan, total *assets*, *insider ownership*, jumlah pemegang saham biasa, *free cash flow*, dan pertumbuhan penjualan perusahaan. Sedangkan penulis hanya mengambil mengenai *free cach flo* dan *insider ownerhip*	Sama-sama meneliti tentang aliran kas bebas, kepemilikan manajerial, dan kebijakan dividen
2	Nana Gustina (2009)	Pengaruh *Insider Ownership*, D*ispersion of Ownership, Free Cash Flow, Collaterizable assets* dan tingkat pertumbuhan terhadap *dividend payout ratio* pada perusahan manufaktur	Terdapat dua variabel yang mempunyai hubungan yang signifikan yaitu *insider ownership* dan tingkat pertumbuhan (*growth*). Sedangkan tiga variabel lainnya yaitu *dispersion of ownership, free cash flow,*	Pada penelitian Nana Gustina, variabel (X) yang diteliti adalah *insider ownership, dispresion ownership, free acsh flow, collaterizabel asset* dan *growth*. Sedangkan variabel (X) penulis hanya mengambil	Sama-sama meneliti tentang *free cash flow, insider ownership* dan pembayaran dividen

		di BEI tahun 2004-2008	dan *collaterizable asset* tidak mempunyai hubungan yang signifikan	mengenai *free cach flo* dan *insider ownerhip*	
3	Pandu Pradessya (2006)	Pengaruh *Insider Ownership, Dispersion of Ownership, Free Cash Flow, Collaterizabel Assets*, dan Tingkat Pertumbuhan Terhadap Kebijakan Dividen	Terdapat dua variabel yang mempunyai hubungan yang signifikan yaitu *insider ownership* dan tingkat pertumbuhan. Sedangkan *dispersion of ownership, free cash flow*, dan *collaterizable assets* tidak mempunyai hubungan yang signifikan.	Pada penelitian Pandu Pradessya variabel (X) yang diteliti adalah *insider ownership, dispresion ownership, free acsh flow, collaterizabel asset* dan tingkat pertumbuhan. Sedangkan variabel (X) penulis hanya mengambil mengenai *free cach flo* dan *insider ownerhip*	Sama-sama meneliti tentang aliran kas bebas, kepemilikan manajerial, dan kebijakan dividen
4	Togu F Munthe (2009)	Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi kebijakan dividen pada perusahaan yang terdaftar di BEI	Hasil uji secara simultan menunjukkan bahwa tiap variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan dividen	Pada penelitian Togu variabel (X) yang diteliti adalah kepemilikan manajerial, arus kas bebas, penjaminan aktiva tetap, pertumbuhan, ukuran perusahaan, ROA dan ROE. Sedangkan variabel (X) penulis hanya	Sama-sama meneliti tentang arus kas bebas, kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen

				mengambil mengenai *free cach flo* dan *insider ownerhip*	

2.2. Kerangka Pemikiran

Manajemen keuangan memiliki arti penting disemua jenis bisnis, termasuk perbankan dan institusi-institusi keuangan lainnya, sekaligus juga persahaan-perusahaan industri ritel. Para manajer keuangan perusahaan perlu mengetahui apa yang sedang dipikirkan oleh para bankir mereka, dan mereka juga perlu mengetahui bagaimana para investor menilai kinerja sebuah perusahaan dan akhirnya menentukan harga sahamnya (Brigham dan Houston, 2009 : 7)

Handono (2009 : 3) menyatakan ruang lingkup manajemen keuangan terdiri atas : pertama, keputusan keuangan yang mencakup semua keputusan manajerial yang dilakukan untuk mencari dana, baik dana internal (modal sendiri) maupun dana eksternal (modal asing). Modal tersebut dialokasikan untuk keputusan yang kedua, yaitu untuk pembelanjaan/investasi. Menurut Handono (2009 : 3) keputusan investasi merupakan segala keputusan manajerial yang dilakukan untuk mengalokasikan dana pada berbagai macam aktiva. Untuk melakukan kegiatan investasi, perusahaan memerlukan pengeluaran arus kas.

Namun, arus kas masuk penting untuk kegiatan operasional yang merupakan kegiatan mencari laba. Baik arus kas masuk maupun arus kas keluar, tercermin dalam laporan arus kas. Laporan arus kas merangkum perubahan-

perubahan yang terjadi dalam posisi kas sebuah perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2009) dalam laporan ini, memisahkan aktivitas-aktivitas menjadi tiga kategori :

1. Aktivitas operasi, yang meliputi laba bersih, depresiasi, dan perubahan dalam aktiva lancar di luar kas dan utang jangka pendek
2. Aktivitas investasi, yang meliputi investasi atau penjualan aktiva tetap
3. Aktivitas pendanaan, yang meliputi kas yang dihimpun selama tahun berjalan dengan menerbitkan utang jangka pendek, utang jangka panjang, atau saham.

Arus kas tidak dapat dipertahankan terus-menerus kecuali jika aktiva tetap yang didepresiasi diganti dan produk-produk baru dikembangkan, sehingga manajemen tidaklah sepenuhnya bebas untuk menggunakan arus kas semaunya sendiri.

(Brigham dan Houston, 2009 : 65) Arus kas bebas yang berarti arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan untuk lebih spesifik lagi, nilai dari operasi sebuah perusahaan akan bergantung pada seluruh arus kas bebas yang diharapkan di masa mendatang, yang didefinisikan sebagai laba operasi setelah pajak minus jumlah investasi pada modal kerja dan aktiva tetap yang dibutuhkan untuk dapat mempertahankan bisnis. Jadi, arus kas bebas akan mencerminkan kas yang benar-

benar tersedia untuk didistribusikan kepada para investor. Karenanya, salah satu cara bagi para manajer untuk membuat perusahaan mereka menjadi lebih bernilai adalah dengan meningkatkan arus kas bebas mereka.

Definisi aliran kas bebas menurut Gitman (2009 : 115)

> Arus kas bebas merupakan jumlah arus kas yang tersedia bagi investor (kreditur dan pemilik) setelah perusahaan telah memenuhi semua kebutuhan operasi dan dibayar untuk investasi pada aktiva tetap bersih dan aktiva lancar

Aliran kas bebas dapat menimbulkan konflik antar amanajer dan pemegang saham. Oleh sebab itu, kepemilikan modal sendiri dibagi menjadi dua, yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.

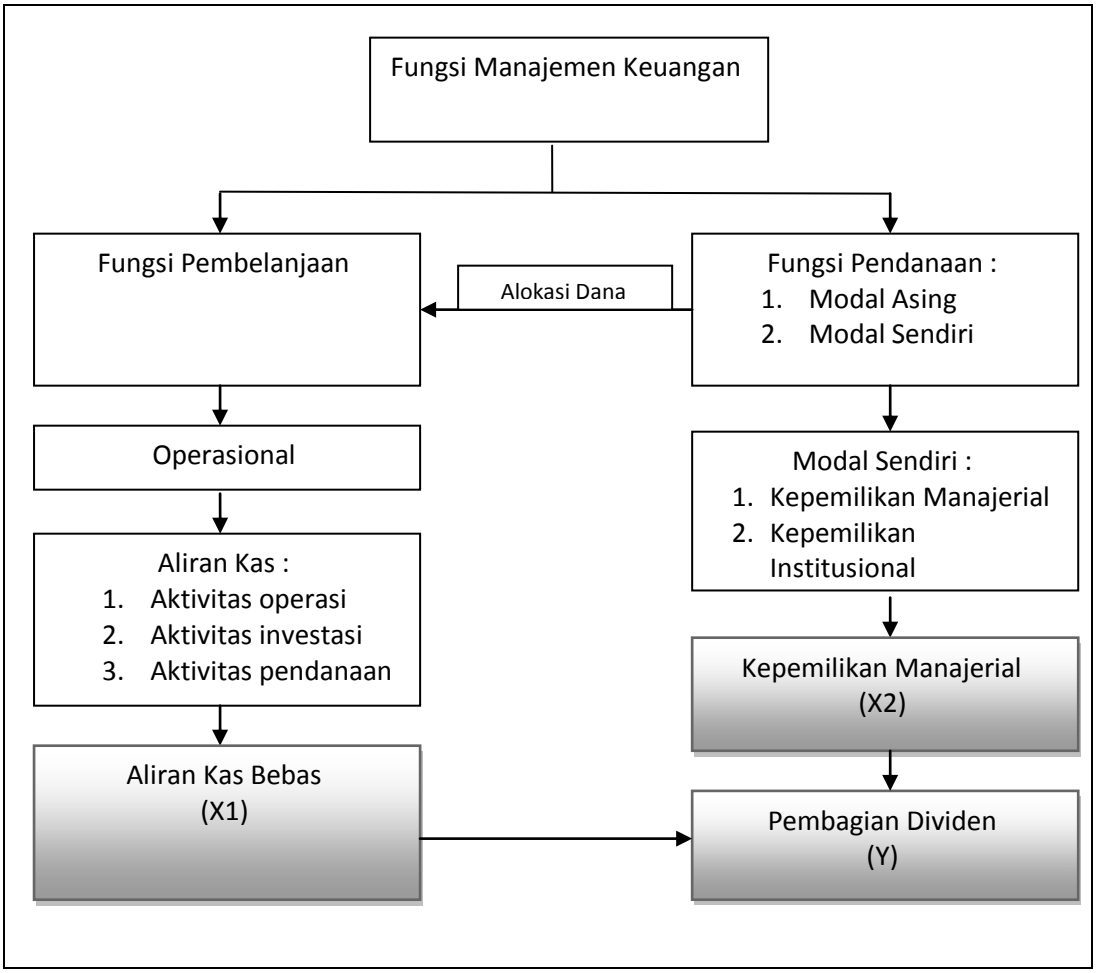
Definisi kepemilikan manajerial menurut Keown (1999 : 18)

"Kepemilikan manajerial merupakan pemisahan kepemilikan yang dilakukan untuk mengurangi biaya keagenan"

Dengan adanya kepemilikan manajerial, maka baik pemegang saham maupun para *insider* dapat saling bergantung dan memberikan yang terbaik agar dapat meningkatkan nilai perusahaan. Apabila nilai perusahaan meningkat, maka pembayaran dividen bagi para pemegang saham dapat ikut meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham.

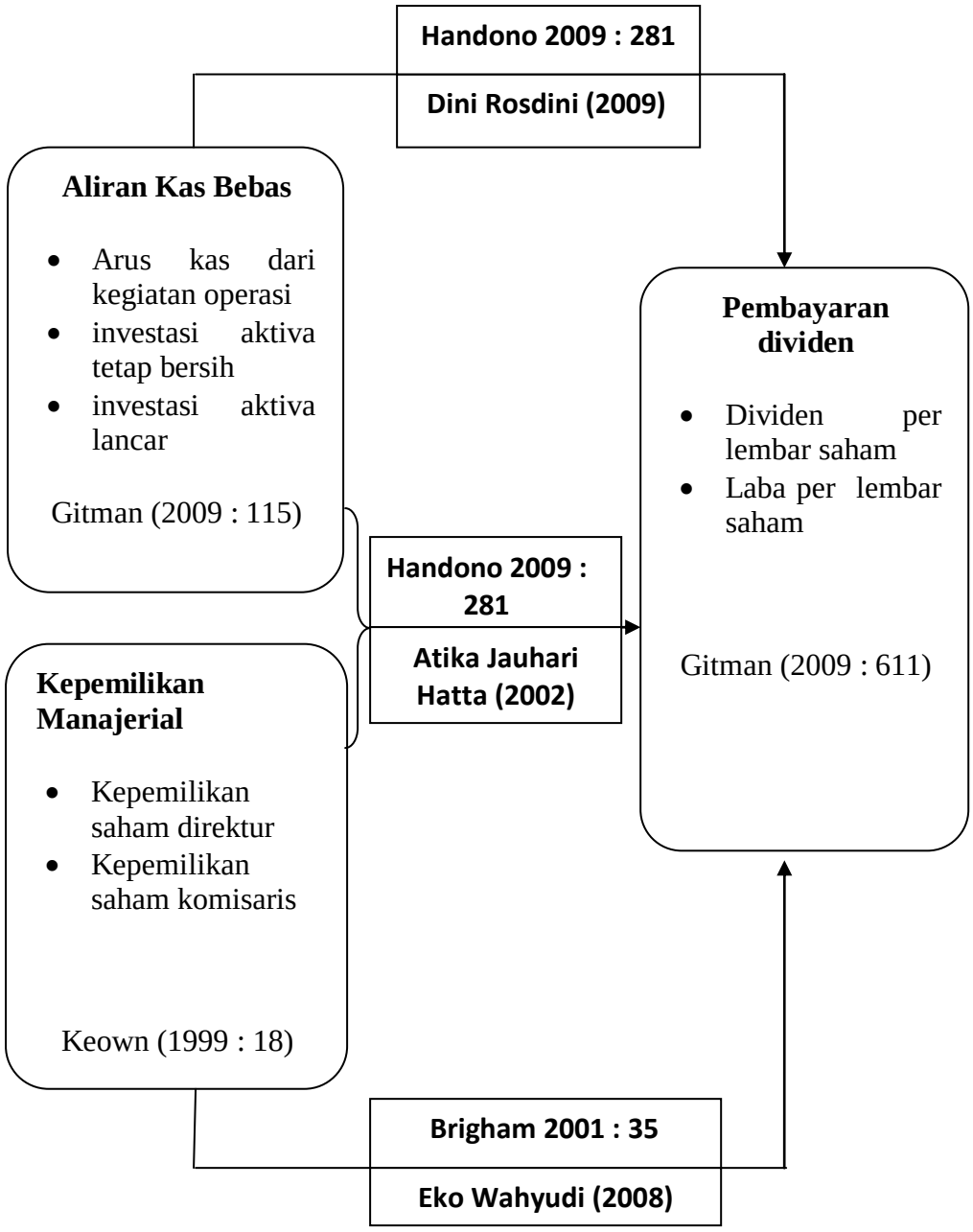
Menurut Gitman (2008 : 611) menyatakan bahwa :

"Pembayaran dividen kas merupakan persentase dari setiap dana yang diperoleh dan perusahaan mendistribusikan kepada pemilik dalam bentuk uang tunai"



Gambar 2.2
Bagan Kerangka Pemikiran

Berdasarkan kerangka pemikiran di atas, maka dapat dibuat skema kerangka pemikiran sebagai berikut :



Gambar 2.3
Paradigma Penelitian
Pengaruh Aliran Kas Bebas dan Kepemilikan Manajerial
Terhadap Kebijakan Dividen

2.3. Hipotesis

Pengertian hipotesis menurut Moh. Nazir (2003 : 151) adalah :

> Hipotesis adalah pernyataan yang diteima secara sementara sebagai suatu kebenaran sebagaimana adanya, pada saat fenomena dikenal dan merupakan dasar kerja serta panduan dalam verifikasi. Hipotesis adalah keterangan sementara dari hubungan fenomena-fenomena yang kompleks.

Berdasarkan uraian diatas, maka penulis mengambil dugaan sementara atau hipotesis sebagai berikut: "Aliran Kas Bebas Dan Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif secara parsial dan simultan terhadap Kebijakan Dividen pada PT. Telekomunikasi Indonesia, Tbk".