

BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1 Kajian Pustaka

2.1.1 Dividen

Dividen merupakan hak pemegang saham biasa (*common stock*) untuk mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan. Jika perusahaan memutuskan untuk membagi keuntungan dalam dividen, semua pemegang saham biasa mendapatkan haknya yang sama. Pembagian dividen untuk saham biasa dapat dilakukan jika perusahaan sudah membayar dividen untuk saham preferen (Jogiyanto, 2006). Hanafi (2004) menyatakan bahwa dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, di samping *capital gain*. Dividen ini untuk dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Dividen ditentukan berdasarkan dalam rapat umum anggota pemegang saham dan jenis pembayarannya tergantung kepada kebijakan pemimpin.

Menurut Pramastuti (2007), di dalam perusahaan, manajemen memiliki dua alternatif perlakuan terhadap penghasilan bersih (laba) setelah pajak, yaitu laba tersebut akan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan ataukah dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen. Menurut Suad Husnan (2001), kebijakan dividen suatu perusahaan menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Laba tersebut

dapat dibagikan pada pemegang saham sebagai dividen atau dapat ditahan sebagai laba ditahan (*retained earnings*). Menurut Brigham dan Houston (2010) kebijakan dividen optimal sebuah perusahaan harus mencapai suatu keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa depan sehingga dapat memaksimalkan harga saham.

Saxena (1999) dalam Puspita (2009) mengemukakan bahwa isu tentang dividen sangat penting dengan berbagai alasan antara lain: Pertama, perusahaan menggunakan dividen sebagai cara untuk memperlihatkan kepada pihak luar atau calon investor sehubungan dengan stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang. Kedua, dividen memegang peranan penting pada struktur permodalan perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2010) rata-rata tingkat pengembalian oleh pemegang saham industri sebesar 15%.

2.1.1.1 Jenis-Jenis Dividen

Menurut Suad Hasan (2004) dividen dapat dibedakan menjadi lima jenis yaitu :

1. Cash Dividend

Merupakan distribusi laba kepada pemegang saham yang berbentuk tunai atau kas.

2. Property Dividend

Merupakan distribusi laba kepada pemegang saham dalam bentuk asset. Selain kas, baik itu berupa penilaian, *real estate*, dan investasi tergantung dari kepuasan dewan direksi.

3. *Scrip Dividend*

Merupakan distribusi laba kepada pemegang saham oleh perusahaan dengan cara menerbitkan surat wesel khusus kepada para pemegang saham yang akan dibayarkan pada waktu yang akan datang ditambah dengan bunga tertentu.

4. *Liquidating Dividend*

Merupakan distribusi laba kepada para pemegang saham yang didasarkan kepada modal disetor (*paid in capital*) bukan didasarkan kepada laba ditahan. Jenis ini jarang digunakan, biasanya dibayar ketika perusahaan menurunkan kegiatan operasinya secara permanen atau mengakhiri segala urusannya.

5. *Stock Dividend*

Merupakan distribusi laba kepada para pemegang saham dalam bentuk saham atau stock. Hal ini dimaksudkan untuk mengkapitalisasikan pendapatan perusahaan sehingga tidak ada *asset* yang diberikan.

2.1.1.2 Prosedur Pembayaran Dividen

Di dalam pembayaran dividen oleh emiten, maka emiten selalu akan mengumumkan secara resmi jadwal pelaksanaan pembayaran dividen tersebut, baik dividen tunai maupun dividen saham. Tanggal-tanggal yang perlu diperhatikan di dalam pembayaran dividen adalah sebagai berikut :

1. Tanggal Pengumuman (*Declaration Date*)

Merupakan tanggal resmi pengumuman oleh emiten tentang bentuk dan besarnya serta jadwalnya pembayaran dividen yang akan dilakukan.

2. Tanggal Cum Dividen (*cum Dividend Date*)

Merupakan tanggal hari terakhir perdagangan saham yang masih melekat, hak untuk mendapatkan dividen, baik dividen tunai maupun dividen saham..

3. Tanggal Ex Dividen (*Ex Dividend Date*)

Merupakan tanggal dimana perdagangan saham sudah tidak melekat lagi hak untuk memperoleh dividen.

4. Tanggal Pencatatan dalam Daftar Pemegang Saham

Merupakan tanggal dimana investor terdaftar sebagai pemegang saham perusahaan publik atau emiten sehingga ia mempunyai hak yang diperuntukkan bagi pemegang saham.

Di dalam PSAK N0 21 paragraf 22 (IAI : 2010) dijelaskan mengenai timbulnya kewajiban perusahaan untuk membayarkan dividen serta pengungkapannya :

“Kewajiban perusahaan untuk membagikan dividen timbul pada saat deklarasi dividen, dan dengan demikian pada saat tertentu saldo laba akan dibebani dengan jumlah dividen termaksud. Kewajiban yang timbul lazimnya disajikan dalam kelompok kewajiban lancar. Bila dividen dibagikan dalam bentuk aktiva bukan kas, maka saldo laba akan didebit sebesar nilai wajar aktiva yang diserahkan. Dasar pencatatan untuk pembagian dividen dalam bentuk bukan kas dan saham harus diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan”.

Menurut PSAK No 21 paragraf 40 (IAI : 2012), pengungkapan dividen terdiri dari :

1. Jumlah dividen
2. Dividen per lembar saham
3. Bentuk dividen
4. Batasan saldo laba minimum dalam kaitan dengan ketersediaan dividen
5. Hutang dividen

6. Hutang dividen perlembar saham
7. Pengumuman pembagian dividen, setelah tanggal neraca, sebelum tanggal pendapat akuntan independen
8. Jumlah kapitalisasi dividen saham dan pecah saham, per lembar, dan jumlah keseluruhan; dan
9. Laba per lembar saham perlu disajikan ulang (*restated*) berdasarkan jumlah saham yang setara pecah-saham agar diperbandingkan.

2.1.1.3 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang (Sartono, 2001). Alokasi laba untuk kedua tujuan tersebut merupakan keputusan yang bertolak belakang. Bila perusahaan sedang mengalami pertumbuhan, distribusi laba kepada pemegang saham yang tinggi mengharuskan perusahaan mencari sumber pembiayaan dari luar. Bila jumlah dividen yang dibagikan rendah pihak perusahaan bisa dianggap memupuk laba untuk mencapai kepentingan pribadi manajemen.

Inisiasi dividen merupakan pembayaran dividen pertama yang dilakukan oleh perusahaan setelah *IPO*. Kebijakan inisiasi dividen merupakan kebijakan yang terkait dengan keputusan tentang besarnya *payout* dan *timing* dari dividen pertama pasca *IPO*. Inisiasi dividen merupakan indikasi pertama yang bersifat publik tentang kesediaan manajer perusahaan untuk mendistribusikan kelebihan kas kepada para pemegang saham dibandingkan menginvestasikannya ke dalam

proyek-proyek baru (Sharma, 2001). Dhaliwal *et al.* (2003) berargumen bahwa dengan melakukan inisiasi dividen reguler, manajer ingin menunjukkan komitmennya kepada pemegang saham untuk secara konsisten melakukan pendistribusian kas dividen reguler untuk waktu yang tak terbatas.

Inisiasi dividen menggambarkan suatu perubahan dividen dari sebesar nol menjadi jumlah positif. Menurut Asquith dan Mullins (1983), inisiasi dividen kurang diharapkan dibandingkan dengan kenaikan atau penurunan dividen. Inisiasi dividen juga merefleksikan suatu pergeseran yang signifikan (*significant shift*) dalam kebijakan dividen perusahaan. Kebijakan inisiasi dividen merupakan salah satu kebijakan keuangan yang lebih bersifat strategik dibanding kebijakan dividen reguler. Kebijakan inisiasi dividen yang diambil oleh perusahaan membawa konsekuensi tanggungjawab perusahaan secara finansial yang cukup fundamental, karena sekali perusahaan memutuskan untuk memulai membayarkan dividen periodik (reguler), maka perusahaan dituntut mampu menjaga konsistensi pembayaran dividen periodik yang sudah diawalinya tersebut.

Kesiapan perusahaan melakukan inisiasi dividen adalah didasarkan pada kemampuan finansial yang didukung oleh prospek kinerja perusahaan yang memadai. Diharapkan bahwa keputusan perusahaan untuk segera atau menunda inisiasi dividennya akan memberikan sinyal tentang kinerja perusahaan. Bagi perusahaan yang mampu lebih awal/cepat membayarkan dividen pertamanya dipandang memiliki kemampuan finansial yang lebih baik untuk menjamin konsistensi pembayaran dividen reguler selanjutnya. Perusahaan yang belum siap melakukan atau menunda pembayaran dividen pertamanya dipandang belum

memiliki kemampuan finansial yang memadai untuk melakukan kebijakan dividen (Sugeng, 2009).

2.1.1.4 *Dividen Payout Ratio (DPR)*

Menurut Standar Akuntansi keuangan (2012) No 2 :

“Dividen yang dibayarkan dapat diklasifikasikan sebagai arus kas pendanaan karena merupakan biaya perolehan sumber daya keuangan. Sebagai alternatif, dividen yang dibayarkan dapat diklasifikasikan sebagai komponen arus kas dari aktivitas pendanaan dengan maksud membantu para pengguna laporan arus kas dalam menilai kemampuan perusahaan yang membayar dividen arus kas pendanaan”.

Menurut Sutrisno (2005) *Dividen Payout Ratio* adalah prosentase laba yang dibagikan sebagai dividen, dimana semakin besar *Dividen Payout Ratio* semakin kecil porsi dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan. *Dividen Payout Ratio (DPR)* adalah persentasi dari pendapatan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai *cash dividend*.

Penelitian ini yang menggunakan variabel dividen diukur menggunakan *Dividend Payout Ratio*. Alasan penelitian ini menggunakan *dividend payout ratio (DPR)* sebagai variabel dependen dikarenakan *DPR* pada hakikatnya adalah menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai bagian dari laba ditahan. Menurut Subramanyan dan Wild (2010) bahwa rata-rata tingkat pengembalian kepada pemegang saham industri sebesar 15 persen. Handoko (2002) menggunakan perbandingan dividen per lembar saham dengan *earning* per lembar saham untuk mengukur *Dividend Payout Ratio*.

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba bersih per lembar saham}} \times 100\% \quad \dots\dots\dots(2.1)$$

Sumber : Handoko (2002)

2.1.1.5 Teori Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen optimal (*optimal dividend policy*) sebuah perusahaan harus mencapai suatu keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa depan sehingga dapat memaksimalkan harga saham. Menurut Brigham dan Houston (2010) tiga teori tentang preferensi investor :

1) Teori Irelevansi Dividen (*dividend irrelevance theory*)

Telah lama diperdebatkan bahwa kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh pada baik harga saham sebuah perusahaan maupun biaya modalnya. Jika kebijakan dividen tidak memiliki pengaruh yang signifikan, maka kebijakan tersebut akan *irrelevant*. Pendukung utama dari teori irelevansi dividen (*dividend irrelevance theory*) ini adalah Miller dan Modigliani (MM). MM berpendapat bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan dasar untuk menghasilkan laba dan risiko bisnisnya. MM berpendapat bahwa nilai dari sebuah perusahaan akan tergantung hanya pada laba yang diproduksi oleh aktiva-aktivasnya, bukan pada bagaimana laba tersebut akan dibagi menjadi dividen dan saldo laba ditahan.

2) Teori Burung Di Tangan (*bird-in-the-hand theory*)

Kesimpulan utama dari teori irelevansi dividen MM adalah kebijakan dividen tidak mempengaruhi tingkat pengembalian atas ekuitas yang

diminta atau ks. Kesimpulan ini telah mendapat perdebatan sengit di dalam lingkungan akademisi. Khususnya, Myron Gordon dan John Lintner yang berpendapat bahwa ks turun seiring dengan peningkatan pembayaran dividen karena para investor kurang yakin akan penerimaan dari keuntungan modal yang seharusnya berasal dari saldo laba ditahan dibandingkan dengan penerimaan dari pembayaran dividen.

3) Teori Preferensi Pajak

Terdapat tiga alasan yang berhubungan dengan pajak mengapa kita dapat berpikiran bahwa investor mungkin akan lebih menyukai pembayaran dividen yang rendah ketimbang menerima pembayaran tinggi : (1) Keuntungan modal jangka panjang biasanya dikenakan pajak dengan tarif 20 persen, sedangkan laba dividen dikenakan pajak dengan tarif efektif yang dapat mencapai angka maksimal 38,6 persen. Oleh sebab itu, investor yang kaya (yang memiliki saham lebih banyak dan menerima sebagian besar dividen) mungkin lebih menyukai perusahaan menahan dan menanamkan kembali labanya ke dalam bisnis. Pertumbuhan laba mungkin mengarah kenaikan harga saham, dan akibatnya keuntungan modal yang pajak rendahnya akan menggantikan dividen yang pajaknya tinggi. (2) Pajak atas keuntungan tidak akan dibayarkan sampai saham tersebut dijual. Adanya pengaruh nilai waktu, satu dolar pajak yang dibayarkan di masa depan akan memiliki biaya efektif yang lebih rendah daripada satu dolar yang dibayarkan sekarang. (3) Jika sebuah saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal dunia, keuntungan modal

saham tersebut tidak akan dikenakan pajak sama sekali – para ahli waris yang menerimanya dapat menggunakan nilai saham pada saat kematian sebagai dasar harga perolehan mereka sehingga sepenuhnya terhindar dari pajak keuntungan modal.

Karena keunggulan-keunggulan di bidang perpajakan ini, para investor mungkin lebih menyukai perusahaan menahan sebagian besar laba. Jika demikian, investor akan bersedia untuk membayar lebih bagi perusahaan dengan pembayaran dividen yang rendah daripada pada perusahaan serupa dengan pembayaran yang tinggi.

2.1.1.6 Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Dividen yang rendah dapat digunakan untuk menghindari pemotongan dividen di masa mendatang sehingga pengalokasian sebagian keuntungan pada laba ditahan dapat digunakan untuk investasi lebih lanjut. Menurut Sugiyarso dan Winarni (2005) faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen antara lain :

- 1) Perjanjian Hutang; Perjanjian hutang antara perusahaan dengan kreditur dapat membatasi pembayaran dividen sebab sering kali dividen hanya dapat dibayarkan jika kewajiban hutang kepada kreditur telah dipenuhi perusahaan. Rasio-rasio keuangan yang menunjukkan perusahaan dalam kondisi sehat juga merupakan faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen.
- 2) Pembatasan dari saham preferen; Apabila dividen pemegang saham belum dibayar maka pembayaran dividen kepada pemegang saham belum dapat dilakukan.

- 3) Tersedianya kas; *Cash dividend* hanya dapat dibayarkan apabila tersedia uang tunai yang cukup. Keadaan demikian dapat ditunjukkan dalam rasio likuiditas perusahaan yang baik.
- 4) Pengendalian terhadap perusahaan; Faktor yang penting khususnya pada perusahaan-perusahaan yang relatif kecil adalah apabila pihak manajemen ingin mempertahankan kontrol terhadap perusahaan. Keadaan demikian menyebabkan kecenderungan perusahaan segan menjual saham baru, dan lebih suka menahan laba guna memenuhi kebutuhan pendanaan perusahaan. Akibatnya dividen yang dibayarkan dalam bentuk kas menjadi kecil.
- 5) Kebutuhan dana untuk investasi; Perusahaan yang berkembang selalu membutuhkan dana baru untuk diinvestasikan pada proyek-proyek yang menguntungkan. Dalam hal ini manajemen cenderung lebih suka memanfaatkan laba ditahan karena pemanfaatan laba ditahan tidak memerlukan *flotation cost*.
- 6) Fluktuasi laba; Apabila laba perusahaan berfluktuasi dividen yang dibayarkan kecil hal ini dilakukan untuk menjaga kestabilan pembayaran dividen. Dengan laba yang berfluktuasi perusahaan juga tidak banyak mempergunakan utang sebagai sumber pendanaan hal ini dilakukan untuk mengurangi risiko kebangkrutan. Dengan keadaan demikian laba ditahan akan menjadi besar dan dividen yang dibayarkan semakin mengecil.

2.1.2 Teori Pengisyaratan (*Signaling Theory*)

Miller-Modigliani (MM) mengasumsikan bahwa investor memiliki informasi yang sama mengenai (*Signaling Theory*) prospek perusahaan seperti

yang dimiliki para manajer ini disebut kesamaan informasi (*symmetric information*). Kenyataannya manajer mempunyai informasi yang lebih daripada investor luar, hal ini disebut ketidaksamaan informasi (*asymmetric information*).

Dividend signaling theory pertama kali dicetuskan oleh Bhattacharya (1979). *Dividend signaling theory* mendasari dugaan bahwa pengumuman perubahan *cash dividend* mempunyai kandungan informasi yang mengakibatkan munculnya reaksi harga saham. Teori ini menjelaskan bahwa informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa mendatang. Adanya anggapan ini disebabkan terjadinya *asymmetric information* antara manajer dan investor, sehingga para investor menggunakan kebijakan dividen sebagai sinyal tentang prospek perusahaan. Apabila terjadi peningkatan dividen akan dianggap sebagai suatu sinyal positif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang positif. Jika terjadinya penurunan dividen akan dianggap sebagai sinyal negatif yang berarti perusahaan mempunyai prospek yang tidak begitu baik, sehingga menimbulkan reaksi harga saham yang negatif.

Menurut Ross (1977), terdapat 3 syarat yang perlu diperhatikan dalam mengoptimalkan kebijakan dividen sebagai sinyal, yaitu : (1) Manajemen harus selalu memiliki insentif yang sesuai untuk mengirimkan sinyal yang jujur, meskipun beritanya buruk, (2) Sinyal dari perusahaan yang sukses tidak mudah diikuti oleh pesaingnya yaitu perusahaan yang kurang sukses, dan (3) Sinyal itu harus memiliki hubungan yang cukup berarti dengan kejadian yang diamati (misalnya pembagian dividen yang tinggi pada masa sekarang akan dihubungkan

dengan arus kas yang tinggi pula di masa mendatang). *Signaling Theory* dari dividen yang dikembangkan oleh John dan Williams (1985) dan Miller dan Rock (1985) dalam Kusuma (2004) dibangun berdasarkan kerangka ketidaksamaan informasi (*asymmetric information*) yang menjelaskan bahwa manajer sebagai orang dalam perusahaan (*insider*) memilih kebijakan dividen sebagai sarana untuk memberikan sinyal kepada para investor tentang informasi dalam yang ia miliki terkait dengan prospek kinerja perusahaan karena manajer mengetahui banyak tentang produk, pasar, strategi, dan peluang investasi.

Pembayaran dividen dipakai oleh perusahaan sebagai *costly signal* untuk memberitahukan kepada investor publik mengenai prospek perusahaan. Dividen merupakan beban yang tidak ringan, dan hanya perusahaan yang kuat dan sehatlah yang mampu menanggung beban tersebut berdasarkan *signaling theory*, perusahaan yang kuat dan sehat akan membagi dividen kepada pemegang saham untuk membedakan dirinya dari perusahaan lain yang biasa saja. Perusahaan lemah yang mencoba memberikan sinyal palsu dengan menggunakan dividen pasti akan bangkrut. Itulah sebabnya, penggunaan dividen dikatakan sebagai sinyal yang mahal.

Jika manajemen memang memutuskan untuk membagi dividen, ia harus memiliki keyakinan bahwa perusahaannya akan memiliki probabilitas yang baik di masa mendatang. Manajer akan bekerja keras demi meningkatkan laba perusahaan untuk menarik investor supaya berinvestasi di perusahaannya. Sudut pandang investor, salah satu indikator penting untuk menilai prospek perusahaan di masa mendatang adalah dengan melihat dividen yang dibayarkan. Indikator ini

sangat berguna untuk mengetahui sejauh mana investasi yang akan dilakukan investor di suatu perusahaan mampu memberikan return yang sesuai dengan tingkat yang disyaratkan investor.

Jika suatu perusahaan bisa memperoleh laba yang semakin besar, maka secara teoritis perusahaan akan mampu membagikan dividen yang makin besar. Membagi dividen yang besar akan menarik para investor untuk berinvestasi karena investor melihat bahwa perusahaan tersebut memiliki laba yang cukup untuk membayar tingkat keuntungan yang diisyaratkannya. Hal tersebut menjadi indikator bahwa masa depan perusahaan cukup menjanjikan atau profitabilitas perusahaan akan semakin membaik di masa depan.

2.1.3 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan teori keagenan pada awalnya berkaitan dengan masalah kepemilikan perusahaan melalui pembelian saham. Pada perkembangannya, teori ini digunakan menjelaskan hubungan antara dua pihak yang bersifat kontraktual (Einsenhardt, 1988). Teori keagenan dalam manajemen keuangan membahas adanya hubungan *agency* (Jensen dan Meckling, 1976), yaitu hubungan mengenai adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan yang dilakukan oleh manajer.

Sebagaimana dikemukakan Crutchley dan Hansen (1986) yang dikutip oleh Moeljadi (2006), hubungan keagenan yang terjadi karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan manajer, pemisahan tersebut terjadi karena pemilik modal melakukan diversifikasi portofolio dengan mendelegasikan kewenangan dan pengambilan keputusan kepada manajer dalam mengelola

sejumlah dananya. Perrow (1986) dalam Moeljadi (2006), kontribusi teori keagenan mengingatkan pentingnya saling pengertian antara para pihak untuk berusaha mengurangi sifat mengutamakan kepentingan sendiri. Selain itu, juga mengingatkan pentingnya pengendalian diri dan harus menghilangkan kepentingan pribadi (*self interest*).

Husnan dan Pudjiastuti (2004) *Agency theory* bagi perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (lebih-lebih untuk yang telah terdaftar di pasar modal), seringkali terjadi pemisahan antara pengelola perusahaan (pihak manajemen, disebut juga sebagai *agent*) dengan pemilik perusahaan (atau pemegang saham, disebut juga sebagai *principal*). Brigham dan Houston (2010), telah lama diketahui bahwa manajer memiliki tujuan pribadi yang bersaing dengan tujuan memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Manajer diberi kekuasaan oleh pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham, untuk membuat keputusan, dan hal ini menciptakan konflik potensial atas kepentingan yang disebut teori keagenan (*agency theory*). Hubungan keagenan muncul ketika satu individu atau lebih yang disebut pemilik (*principal*) mempekerjakan individu lain atau organisasi yang disebut agen untuk melaksanakan pekerjaan dan kemudian mendelegasikan otorisasi pengambilan keputusan kepada agen tersebut. Dalam konteks manajemen keuangan, hubungan keagenan yang utama adalah: (a) antara pemegang saham dan manajer, dan (b) antara manajer dan pemberi kredit.

2.1.3.1 Konflik Keagenan (*Agency Conflict*)

Meyers (1977) dalam Moeljadi (2006), hubungan keagenan merupakan hubungan yang rawan konflik, yaitu konflik kepentingan (*agency conflict*).

Konflik tersebut terjadi karena pemilik modal selalu berusaha menggunakan dana sebaik-baiknya dengan risiko sekecil mungkin, sedangkan manajer (*agent*) cenderung mengambil keputusan pengelolaan dana untuk memaksimalkan keuntungan yang sering bertentangan dan cenderung mengutamakan kepentingannya sendiri.

Madura (2000) dikutip dalam Maqsudi dan Ambon (2004), menunjuk agen sebagai pihak pengelola dan pengambil keputusan bagi perusahaan dimaksudkan agar manajer mampu memaksimalkan kemakmuran pemilik atau pemegang saham. Namun dalam realitanya banyak terjadi “*agency problem*”, yaitu konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Keown *et al.* (2010) *agency problem* juga dapat terjadi karena manajer dan pemegang saham sering kali tidak memperoleh informasi yang sama tentang perusahaan. Konflik antar manajer dan pemegang saham tidak sedikit mengeluarkan biaya yang lazim disebut “*agency cost*”.

Brigham dan Houston (2010) menyatakan masalah keagenan (*agency problem*) yang potensial ini muncul ketika manajer perusahaan memiliki kurang dari 100 persen saham perusahaan. Masalah keagenan (*agency problem*) yaitu konflik kepentingan yang potensial antara agen (manajer) dan pemegang saham pihak luar atau pemberi hutang (kreditur). Konflik keagenan juga terjadi antara kreditur dan pemegang saham. Bathala *et al.* (1994) dalam Wulandari (2006) menyatakan bahwa konflik keagenan antara kreditur dan pemegang saham muncul karena pemegang saham selalu menginginkan agar manajer bersifat agresif dalam menerima proyek-proyek dengan *expected return* (pengembalian yang

diharapkan) yang tinggi sedangkan di sisi lain, *expected return* yang tinggi sudah tentu mengandung risiko yang tinggi pula (*high risk, high return*) jika perusahaan mengambil proyek yang berisiko tinggi maka akan meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan sehingga kreditur merasa khawatir pinjaman yang diberikan tidak dapat dikembalikan oleh perusahaan. Proyek yang tinggi disebut memberikan hasil yang bagus, kreditur akan tetap dibayar dengan tingkat bunga sesuai kontrak, sedangkan keuntungan sisa (*residual gain*) akan menjadi hak pemegang saham meskipun kreditur juga telah menanggung tambahan risiko atas kemungkinan gagalnya proyek.

Konflik antara manajer dan pemegang saham dapat terjadi pada saat manajer mengkonsumsi kas perusahaan secara berlebihan dengan biaya pemegang saham. Manajer juga memiliki horizon waktu yang lebih pendek dibanding pemegang saham. Manajer lebih menyukai proyek investasi dalam jangka waktu pengembalian panjang demi promosi jabatan dan cenderung membuat keputusan operasional yang dapat mengurangi risiko personal dibandingkan mengikuti pilihan pemegang saham yang menghendaki pengembalian adalah yang lebih besar.

2.1.3.2 Biaya Keagenan (*Agency Cost*)

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan biaya keagenan (*agency cost*) sebagai jumlah pengeluaran untuk pengawasan yang dilakukan oleh pemegang saham, pengeluaran karena penggunaan hutang oleh agen serta pengeluaran karena *residual loss* yaitu pengeluaran biaya oleh pemegang saham eksternal untuk mempengaruhi keputusan manajer dalam memaksimalkan kemakmuran

pemegang saham. Menurut Rozeff (1982) dalam Wulandari (2006) menyatakan bahwa pembayaran dividen merupakan bagian dari *optimum monitoring* (biaya pengawasan) dan *bonding package* (biaya pengikat) yang dapat menurunkan *agency cost*.

Keown *et al.* (2010) menyatakan biaya keagenan (*agency cost*) yaitu perbedaan dalam harga adalah biaya konflik pada pemilik, tindakan untuk meminimumkan biaya pemisahan kepemilikan dan kontrol manajemen pada dasarnya mahal, termasuk auditing oleh akuntan *independent*, menugaskan fungsi penyeliaan pada dewan direksi perusahaan, menciptakan batasan dalam perjanjian penyewaan yang membatasi kekuasaan manajemen, dan memberikan rencana kompensasi intensif untuk manajemen yang membantu “mengikat” manajemen dengan pemilik. Kebijakan dividen perusahaan bisa dianggap oleh pemilik sebagai alat untuk meminimalisasi biaya keagenan karena secara tak langsung menghasilkan monitor yang lebih ketat pada kegiatan investasi manajemen.

Banyak yang terkait dalam hal ini, dan tentunya biaya perantara (*agent*) harus diperhitungkan dalam teori perusahaan. Maka, bahwa nilai saham-saham dari sebuah perusahaan merupakan alat terpenting untuk menilai kemampuan manajer dan para pemimpin produksi. Menurut Bezoyeen (2002) dikutip oleh Moeljadi (2006) menyatakan adanya konflik kepentingan dalam kepemilikan dapat menimbulkan biaya keagenan (*agency cost*), yakni biaya yang dikeluarkan agar pihak yang diberi wewenang dapat bertindak sesuai keinginan pemilik.

2.1.4 Aliran Kas Bebas (*Free Cash Flow*)

Laba bersih perusahaan dalam bidang akuntansi lebih ditekankan, tetapi dalam bidang keuangan, akan berfokus pada arus kas bersih (*net cash flow*). Nilai dari suatu aktiva (atau perusahaan secara keseluruhan) ditentukan oleh arus kas yang dihasilkannya. Laba bersih perusahaan memang penting, tetapi arus kas bahkan lebih penting lagi karena dividen yang harus dibayarkan secara tunai dan karena kas diperlukan untuk membeli aktiva yang dibutuhkan untuk melanjutkan operasi perusahaan (Brigham dan Houston, 2010). Arus kas tidak dapat dipertahankan terus-menerus kecuali jika aktiva tetap yang didepresiasi diganti dan produk-produk baru dikembangkan, sehingga manajemen tidaklah sepenuhnya bebas menggunakan arus kas semauanya sendiri.

Arus kas bebas (*free cash flow-FCF*) yang berarti arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor (pemegang saham dan pemilik hutang) setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru, dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan (Brigham dan Houston, 2010). 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 menjadi lebih bernilai adalah dengan meningkatkan arus kas bebas.

Free Cash Flow adalah aliran kas yang berasal dari operasional yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham karena tidak digunakan untuk modal kerja (*working capital*) atau investasi pada aktiva tetap (*fixed assets*). Jensen (1986) dalam Handoko (2002), mengatakan bahwa jika perusahaan mempunyai *free cash flow*, akan lebih baik bila dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen, hal ini bertujuan untuk menghindari pengambilan keputusan yang bagi pihak manajemennya yang akhirnya berakibat pada naiknya *agency cost*.

Perusahaan yang memiliki *free cash flow* dalam jumlah yang memadai akan lebih baik dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen untuk menghindari *agency problem*, hal ini dimaksudkan agar *free cash flow* yang ada tidak digunakan untuk sesuatu atau proyek-proyek yang tidak menguntungkan (*wasted on unprofitable*) dengan demikian ketersediaan dana dapat dipakai untuk pemegang saham (Mollah *et al.*, 2000) dalam Maqsudi dan Ambon (2004). Faisal (2004) menyatakan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* besar cenderung akan mempunyai level hutang yang tinggi. Hal ini memiliki implikasi bahwa investor lebih berhati-hati dengan perusahaan yang memiliki *free cash flow* yang besar dan perlu mempelajari kegunaan dari *free cash flow* tersebut sebelum melakukan investasi. *Free Cash Flow* memiliki hubungan positif dengan *agency cost*.

Menurut Jensen (1986), menyatakan bahwa masalah keagenan akan meningkat ketika perusahaan menghasilkan *Free Cash Flow* yang tinggi. Manajer cenderung menggunakan *Free Cash Flow* untuk konsumsi pribadi atau melakukan ekspansi melalui investasi pada proyek baru dengan tujuan agar manajer dapat

memperoleh kontrol yang lebih besar atas sumber daya perusahaan. Tindakan ini tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, sehingga menimbulkan masalah keagenan. Jensen (1986), mengatakan *free cash flow* sebagai aliran kas dimana kelebihan pendanaan dibutuhkan untuk semua proyek yang mempunyai *net present value* yang positif setelah keseluruhan proyek tersebut didiskontokan pada *cost of capital*-nya.

Free cash flow (FCF) secara sederhana dapat diterjemahkan sebagai kas yang menganggur, yaitu sisa kas setelah digunakan untuk berbagai keperluan proyek yang telah direncanakan perusahaan, seperti: melunasi hutang, membayar dividen, melakukan investasi, dan lain-lain. Dengan demikian tingkat *FCF* yang relatif rendah akan mengurangi biaya keagenan sehingga kebutuhan dari dividen untuk membayar biaya keagenan menjadi berkurang. Semakin tinggi *FCF* maka semakin tinggi rasio pembayaran dividen. Jensen (1986) menyatakan dalam *free cash flow hypothesis* yaitu bahwa kebijakan dividen digunakan untuk mempengaruhi *insiders ownership* sehingga mengurangi *cost agency* yang berkaitan dengan *free cash flow*. Mekanismenya yaitu *free cash flow* untuk membayar dividen kas sehingga menghindari alokasi pada tindakan yang tidak sejalan dengan kepentingan pemegang saham atau nilai perusahaan.

Free Cash Flow berhubungan positif dengan *Dividen Payout Ratio* dengan anggapan bahwa semakin banyak *Free Cash Flow* yang dimiliki perusahaan, maka dividen yang dibayarkan juga makin tinggi. Pemegang saham akan meminta dividen yang lebih besar ketika perusahaan menghasilkan *Free Cash Flow* yang tinggi. Pembayaran dividen yang besar akan mengurangi *Free Cash Flow* yang

tersedia untuk manajer, sehingga kemungkinan penggunaan *Free Cash Flow* oleh manajer untuk kepentingan pribadi dapat dikurangi, hal ini dapat mengurangi masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajer. Menurut Subramanyan dan Wild (2010) rasio reinvestasi kas dalam kisaran 7 persen sampai 11 persen umumnya dianggap memadai. *Free Cash Flow* diwakili oleh rasio antara *Free Cash Flow* dengan total aktiva.

$$FCF = \frac{\text{Laba bersih setelah pajak} - \text{Dividen} + \text{Beban penyusutan}}{\text{Total aktiva}} \times 100\% \quad \dots 2.2)$$

Sumber : Handoko (2002)

2.1.5 Struktur Modal

Struktur modal adalah merupakan perimbangan jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Sementara itu struktur keuangan adalah perimbangan antara total hutang dengan modal sendiri. Dengan kata lain struktur modal adalah merupakan bagian dari struktur keuangan (Sartono, 2001). Menentukan struktur modal yang optimal, para manajer keuangan perlu mempertimbangkan beberapa faktor penting sebagai berikut (Sartono, 2001): Tingkat penjualan, Struktur asset, Tingkat pertumbuhan perusahaan, *Profitabilitas*, Variabel laba dan perlindungan pajak, Skala perusahaan, dan Kondisi intern perusahaan dan Ekonomi makro.

Pecking order theory yang menyarankan bahwa manajer lebih senang menggunakan pembiayaan dari pertama, laba ditahan, kemudian hutang, dan terakhir penjualan saham baru. Secara teoritis sumber modal yang biayanya paling murah adalah hutang, kemudian, saham preferen dan yang paling mahal adalah saham biasa serta laba ditahan. Pertimbangan lain adalah *direct cost* untuk

pembiayaan eksternal lebih tinggi dibanding dengan pembiayaan internal. Selanjutnya penjualan saham baru justru merupakan signal negatif karena pasar mengintrespektasikan perusahaan dalam keadaan kesulitan likuiditas.

Penjualan saham baru tidak jarang mengakibatkan terjadinya dilusi dan pemegang saham akan mempertanyakan kemana laba yang diperoleh selama ini? Hal ini juga terlepas adanya informasi yang tidak simetris atau *asymmetric information* antara manajemen dengan pasar. Manajemen jelas memiliki informasi yang lebih tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan pasar. Dengan demikian jika tidak ada alasan yang kuat seperti untuk diversifikasi misalnya, maka penjualan saham baru justru akan mengakibatkan harga saham turun.

Tujuan struktur modal adalah memadukan sumber pendanaan yang digunakan oleh perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan cara memaksimalkan harga saham, meminimumkan biaya modal (*cost of capital*), dan menyeimbangkan antara risiko dan tingkat pengembalian. Ross (1977) mengembangkan model dimana struktur modal (penggunaan hutang) merupakan sinyal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Jika manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan karenanya ingin agar harga saham meningkat, ia ingin mengkomunikasikan hal tersebut ke investor. Manajer bisa menggunakan hutang lebih banyak, sebagai sinyal yang lebih *credible*. Perusahaan yang meningkatkan hutang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Investor diharapkan akan menangkap sinyal tersebut, sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian hutang merupakan tanda atau sinyal positif.

Menurut pendekatan teori keagenan, struktur modal disusun untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Konflik antara pemegang saham dengan manajer adalah konsep *free cash flow* (Jensen, 1986). *Free cash flow* dalam konteks ini didefinisikan sebagai aliran kas yang tersisa sesudah semua usulan investasi dengan *NPV* positif didanai. Ada kecenderungan manajer ingin menahan sumber daya (termasuk *free cash flow*) sehingga mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut. Hutang bisa dianggap sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan. Jika perusahaan menggunakan hutang, maka manajer akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan (untuk membayar bunga).

Rasio hutang atau *Debt Ratio (Debt to Total Asset Ratio)* digunakan untuk mencerminkan variabel struktur modal perusahaan. Rasio ini digunakan dengan pertimbangan bahwa kecenderungan penggunaan hutang pada umumnya didasarkan pada besarnya aktiva yang dapat dijadikan jaminan (*collateralizable assets*). Rasio ini menunjukkan besarnya hutang yang akan digunakan untuk membiayai aktiva yang digunakan oleh perusahaan dalam rangka menjalankan aktivitas operasionalnya.

Debt to total assets merupakan rasio antara total hutang (*total debts*) baik hutang jangka pendek (*current liability*) maupun hutang jangka panjang (*long term debt*) terhadap total aktiva (*total assets*) baik aktiva lancar maupun aktiva tetap dan aktiva lainnya. Semakin besar rasio *DTA* menunjukkan semakin besarnya tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditur) dan semakin besar pula beban biaya hutang (biaya bunga) yang harus dibayar oleh

perusahaan. Dengan semakin meningkatnya rasio *DTA*, maka hal tersebut berdampak terhadap profitabilitas yang diperoleh perusahaan, karena sebagian digunakan untuk membayar bunga pinjaman. Dengan biaya bunga yang semakin besar, maka profitabilitas (*earnings after tax*) semakin berkurang (karena sebagian digunakan untuk membayar bunga), maka hak para pemegang saham (dividen) juga semakin berkurang.

Chang dan Rhee (1990) juga menunjukkan bahwa tingkat hutang yang lebih rendah mengikuti pembayaran dividen perusahaan yang lebih tinggi, dengan demikian *debt ratio* mempunyai hubungan yang negatif dengan dividen. Menurut Brigham dan Houston (2010) bahwa rata-rata *Debt Ratio* untuk industri sebesar 40 persen.

Tong dan Green (2004) dalam Almilia dan Silvy (2006) menguji keputusan keuangan perusahaan publik China yang terdaftar di bursa Shanghai dan Shenzhen. Mereka menemukan bahwa hutang berhubungan negatif dengan ketersediaan dana internal. Temuan ini menunjukkan bahwa apabila dana internal tidak cukup, maka perusahaan mendapatkan dana eksternal melalui hutang. Tong dan Green juga menemukan bahwa dividen berkorelasi positif dengan hutang. Apabila dividen dibayar oleh perusahaan kepada pemegang saham, maka dana internal tidak lagi cukup untuk melakukan investasi. Sehingga perusahaan berusaha memperoleh dana eksternal melalui hutang. *Debt Ratio* dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{Debt Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}} \times 100\% \quad \dots\dots(2.3)$$

Sumber : Sawir (2001)

2.1.6 Struktur Kepemilikan

Potter (1990) dalam Ramaswamy *et al.* (2002) berargumen bahwa salah satu faktor yang berpengaruh terhadap keberhasilan tujuan perusahaan adalah struktur kepemilikan. Komposisi struktur kepemilikan perusahaan-perusahaan emiten di Indonesia agak berbeda dibandingkan dengan perusahaan di Eropa atau Amerika. Struktur kepemilikan perusahaan-perusahaan yang tergabung di beberapa pasar modal Eropa dan Amerika bersifat menyebar (*dispersed ownership*) sehingga konflik keagenan bisa terjadi antara manajer dan pemegang saham (*owners*). Masalah ini nampak paling sering dijumpai di perusahaan-perusahaan Amerika Serikat yang terdaftar di NYSE (Husnan, 2001). Berbeda dengan di Indonesia, kebanyakan perusahaan emiten di Indonesia memiliki pemegang saham dalam bentuk institusi bisnis seperti Perseroan Terbatas yang terkadang merupakan representasi dari pendiri perusahaan.

Struktur kepemilikan terdiri dari kepemilikan saham oleh manajer dan direksi, kepemilikan saham oleh pihak institusi dan kepemilikan saham oleh pihak investor individual. Penelitian Moh'd, Pery dan Rimbey (1995-1998) menemukan bahwa variabel struktur kepemilikan sangat efektif dalam mengendalikan penggunaan hutang dan dividen. Berdasarkan hasil tersebut maka struktur kepemilikan secara signifikan berpengaruh terhadap keberhasilan perusahaan.

Berdasarkan berbagai penelitian keterlibatan manajer pada kepemilikan saham efektif untuk meningkatkan kinerja manajer. Dengan strategi ini manajer berhati-hati mengambil keputusan. Posisi manajer sangat rentan karena modal yang dimiliki berupa *human capital*, sehingga apabila terjadi kemerosotan kinerja

berisiko dicopot dari perusahaan. Di samping itu manajer juga berorientasi pada minimalisasi risiko sehingga dalam prakteknya apabila mendapat kesempatan cenderung melakukan kegiatan yang menguntungkan kepentingan pribadi. Dengan adanya peluang yang merugikan perusahaan perlu dilibatkan dalam kepemilikan saham yang dikenal sebagai *insider ownership*.

Insider Ownership adalah pemilik sekaligus pengelola perusahaan atau semua pihak yang mempunyai kesempatan untuk terlibat dalam pengambilan kebijaksanaan dan mempunyai akses langsung terhadap informasi dalam perusahaannya. Berdasarkan penjelasan Undang-Undang Republik Indonesia No. 8 Tahun 1995 Pasal 95, tentang pasar modal mendefinisikan *insider* sebagai berikut: (a) Seorang Komisaris, Direktur, Pegawai perusahaan atau Perusahaan afiliasinya, (b) Pemegang saham utama di dalam perusahaan atau perusahaan afiliasi, dan (c) Orang perorangan yang oleh kedudukannya atau hubungan pada perusahaan atau perusahaan afiliasinya mengetahui informasi orang dalam.

Menurut Damsey dan Laber (1993) sebagaimana dikutip oleh Handoko (2002) juga menyatakan bahwa semakin besar jumlah *Insider Ownership*, maka akan semakin kecil konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Hal ini disebabkan karena mereka akan bertindak dengan lebih hati-hati dalam menanggung konsekuensi yang mungkin timbul.

Salah satu Faktor mempengaruhi keputusan keputusan manajer dalam kepemilikan saham adalah kebijakan dividen (Katrina, 2006). Jika menetapkan dividen rendah perusahaan memiliki *retain earning* tinggi atau memiliki laba internal relatif besar. Pada situasi ini terjadi asimetri informasi sehingga manajer

sebagai pihak internal menindaklanjuti dengan meningkatkan kepemilikan saham. Jika menetapkan dividen tinggi perusahaan memiliki laba ditahan relatif rendah sehingga berdampak pada keterbatasan sumber dana internal. Rencana ekspansi harus dibiayai dari sumber dana eksternal yang cenderung berisiko. Pada kondisi ini manajer mengurangi kepemilikan untuk diversifikasi pada kesempatan investasi yang lebih menguntungkan. Pola hubungan negatif antara kebijakan dividen dengan kepemilikan manajerial digunakan untuk menekankan teori keagenan.

Insider Ownership akan berhubungan negatif dengan *Dividend Payout Ratio* perusahaan. Semakin tinggi persentase *Insider Ownership* maka semakin rendah dividen yang dibayarkan oleh perusahaan. Mollah *et al.* (2000) dalam Wulandari (2006) menyatakan bahwa jika tingkat kepemilikan oleh insider semakin besar, maka manajer tidak akan membayarkan dividen yang besar, tetapi akan meningkatkan gajinya. “*if the insider owners hold the major share of the company then management naturally prefers not to declare more dividends but increases directors fees dan so on*”.

Insider Ownership dalam Maqsudi dan Ambon (2004) adalah pemegang saham yang sekaligus menjadi pengelola perusahaan. Semakin besar *Insider Ownership*, maka akan semakin kecil konflik kepentingan antara pemegang saham dan pihak manajemen. Menurut peraturan Bank Indonesia nomor 14/24/pbi/2012 tentang kepemilikan tunggal pada perbankan Indonesia bahwa pemegang saham pengendali adalah badan hukum dan/atau perorangan dan/atau kelompok usaha yang memiliki saham sebesar 25 persen atau lebih dari jumlah

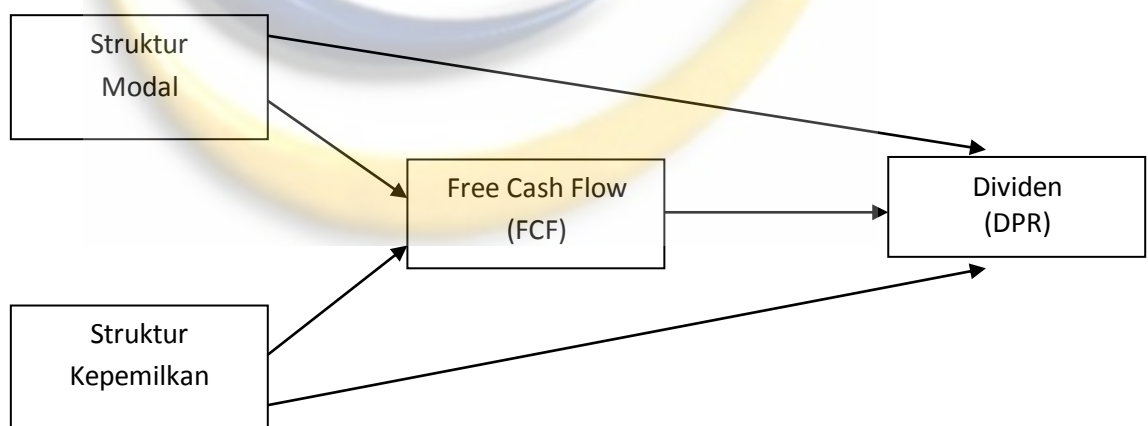
saham yang dikeluarkan maka memiliki hak suara. *Insider Ownership* dapat diukur dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\text{Insider} = \frac{\text{Jumlah saham dimiliki komisaris dan Direktur}}{\text{Total saham}} \times 100\% \quad \dots(2.4)$$

Sumber : Maqsudi dan Ambon (2004)

2.2 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan kajian pustaka dan mengacu pada beberapa hasil penelitian yang telah diuraikan pada bab sebelumnya yang berkaitan dengan pengaruh struktur modal dan struktur kepemilikan terhadap *free cash flow* serta dampaknya terhadap dividen, maka kerangka berpikir yang mendasari penelitian ini adalah sebagai berikut :



Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran

Gambar 2.1 tersebut menunjukkan bahwa penelitian ini dilakukan untuk menguji hubungan antara struktur modal, struktur kepemilikan, *free cash flow*,

dan dividen serta bagaimana pola hubungan antara variabel tersebut. Pada penelitian ini terdapat suatu hubungan kausalitas berjenjang maka pengujian akan dilakukan dengan menggunakan analisis jalur (*path analysis*).

Kerangka konseptual merupakan hasil abstraksi dan sintesis teori dari kajian pustaka yang dikaitkan dengan masalah penelitian, yaitu pengaruh struktur modal dan struktur kepemilikan terhadap *free cash flow* serta dampaknya terhadap dividen pada perusahaan-perusahaan yang *go public* di Bursa Efek Indonesia.

Jensen (1986) menjelaskan bahwa peningkatan hutang akan mengurangi *free cash flow* (Ross *et al.*, 2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap) karena sebagian besar *free cash flow* untuk membayar hutang, sehingga tidak ada *free cash flow* dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan demi kepentingan manajemen yang merugikan pemegang saham. Hutang bisa dianggap sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan *free cash flow*. Jika perusahaan menggunakan hutang, maka manajer akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan (untuk membayar bunga).

Almilia dan Silvy (2006) dalam hasil penelitiannya menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dijelaskan melalui hipotesis aliran kas bebas (Jensen : 1986). Jika biaya keagenan ingin dikurangi maka *free cash flows* harus dikurangi terlebih dahulu. Manajer harus menunjukkan kepada pemegang saham bahwa dia telah melakukan upaya menahan diri (*bonding*) untuk tidak menciptakan peluang melakukan penyimpangan-penyimpangan dengan cara memperkecil dana yang

dapat disimpangkan, yaitu *free cash flows*. Dengan adanya kepemilikan manajerial yang tinggi maka *free cash flow* yang menimbulkan konflik keagenan akan semakin rendah.

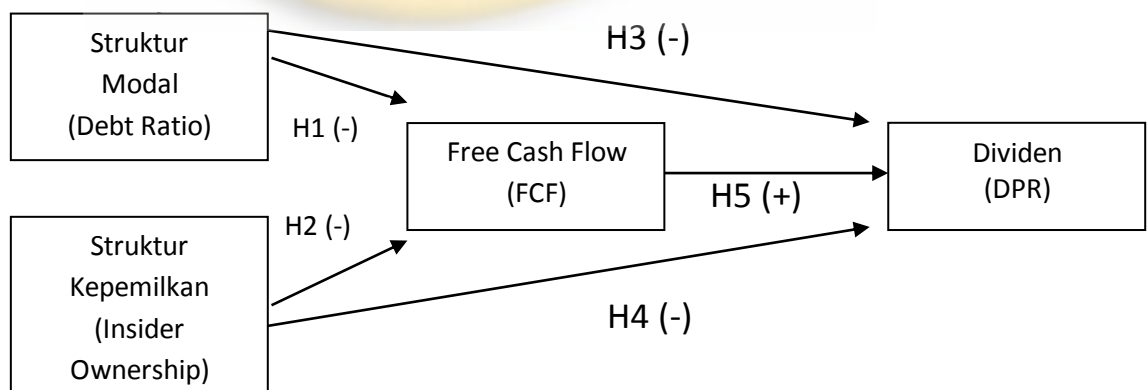
Ross (1977) mengembangkan model dimana struktur modal (penggunaan hutang) merupakan sinyal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Menurut pendekatan teori keagenan, struktur modal disusun untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Hutang bisa dianggap sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan *free cash flow*. Jika perusahaan menggunakan hutang, maka manajer akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan (untuk membayar bunga). Dengan semakin meningkatnya rasio *DTA*, maka hal tersebut berdampak terhadap profitabilitas yang diperoleh perusahaan, karena sebagian digunakan untuk membayar bunga pinjaman. Dengan biaya bunga yang semakin besar, maka profitabilitas (*earnings after tax*) semakin berkurang (karena sebagian digunakan untuk membayar bunga), maka hak para pemegang saham (dividen) juga semakin berkurang. Chang dan Rhee (1990) juga menunjukkan bahwa tingkat hutang yang lebih rendah mengikuti pembayaran dividen perusahaan yang lebih tinggi, dengan demikian *debt ratio* mempunyai hubungan yang negatif dengan dividen.

Kepemilikan *insider* digunakan untuk mengukur biaya keagenan, yaitu dengan menghitung prosentase dari *total share outstanding* yang dimiliki oleh *insider*. Dengan semakin meningkatnya kepemilikan dari manajemen, maka biaya keagenan akan semakin menurun, sepanjang manajer tersebut mengharapkan efek kesejahteraan yang lebih pada keputusannya. Menurut Handoko (2002), karena

semakin banyak saham yang dimiliki *Insider Ownership*, maka pihak manajemen cenderung menahan pembayaran dividen, sebagai gantinya pihak manajemen akan berusaha meningkatkan keuntungan bagi pihak manajemen berupa kenaikan gaji direksi, gaji dan bonus karyawan, dan sebagainya.

Jensen (1986), mengatakan *free cash flow* sebagai aliran kas dimana kelebihan pendanaan dibutuhkan untuk semua proyek yang mempunyai *net present value* yang positif setelah keseluruhan proyek tersebut didiskontokan pada *cost of capital*-nya. *Free cash flow (FCF)* secara sederhana dapat diterjemahkan sebagai kas yang menganggur, yaitu sisa kas setelah digunakan untuk berbagai keperluan proyek yang telah direncanakan perusahaan, seperti: melunasi hutang, membayar dividen, melakukan investasi, dan lain-lain. Dengan demikian tingkat *FCF* yang relatif rendah akan mengurangi biaya keagenan sehingga kebutuhan dari dividen untuk membayar biaya keagenan menjadi berkurang. Oleh karena itu semakin tinggi *FCF* maka semakin tinggi rasio pembayaran dividen.

Dari beberapa ringkasan teori dan beberapa hasil penelitian maka didapat kerangka konseptual sebagai berikut :



Gambar 2.2 Kerangka Konseptual

2.2.1 Pengaruh Struktur Modal Terhadap *Free Cash Flow*

Menurut pendekatan teori keagenan, struktur modal disusun untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan. Konflik antara pemegang saham dengan manajer adalah konsep *free cash flow* (Jensen, 1986). *Free cash flow* dalam konteks ini didefinisikan sebagai aliran kas yang tersisa sesudah semua usulan investasi dengan *NPV* positif didanai. Kecenderungan manajer ingin menahan sumber daya (termasuk *free cash flow*) sehingga mempunyai kontrol atas sumber daya tersebut. Hutang bisa dianggap sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan *free cash flow*. Jika perusahaan menggunakan hutang, maka manajer akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan (untuk membayar bunga).

Jensen (1986) menjelaskan bahwa peningkatan hutang akan mengurangi *free cash flow* (Ross *et al.* (2000) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada kreditor atau pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada aset tetap karena sebagian besar *free cash flow* untuk membayar hutang, sehingga tidak ada *free cash flow* dalam perusahaan yang dapat dimanfaatkan oleh manajemen untuk melakukan tindakan-tindakan demi kepentingan manajemen yang merugikan pemegang saham. Bila cukup banyak *cash flow* dalam perusahaan maka dengan pengawasan yang tidak efektif dari pemegang saham akan menciptakan tindakan manajemen untuk menggunakan *cash flow* demi kepentingan sendiri.

Putra dan Ratnadi (2006), cara lain dalam menengahi permasalahan agensi adalah dengan meningkatkan hutang. Argumen tersebut didukung oleh pernyataan

bahwa dengan meningkatnya hutang akan semakin kecil porsi saham yang akan dijual perusahaan. Di samping itu, semakin besar hutang perusahaan maka semakin kecil dana menganggur yang dapat dipakai perusahaan untuk pengeluaran-pengeluaran yang kurang perlu.

Jensen (1986) berpendapat bahwa dengan hutang, perusahaan mempunyai kewajiban melakukan pembayaran periodik atas bunga dan principal. Hal ini bisa mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *free cash flow* untuk kegiatan kegiatan yang kurang optimal. Eksistensi hutang dapat memaksa manajer untuk menikmati keuntungan yang lebih sedikit dan menjadikan manajer bekerja lebih efisien.

2.2.2 Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap *Free Cash Flow*

Almilia dan Silvy (2006) mengungkapkan bahwa kepemilikan manajerial dijelaskan melalui hipotesis aliran kas bebas (Jensen : 1986). Melalui hipotesis ini dividen digunakan untuk mempengaruhi kepemilikan manajerial sehingga mengurangi biaya keagenan yang berkaitan dengan *free cash flow*. Mekanisme pengurangan masalah keagenan ini dilakukan dengan cara menggunakan *free cash flow* untuk membayar dividen kas sehingga menghindari alokasi pada tindakan yang tidak menguntungkan. (Jensen, 1986).

Jensen (1986) melihat masalah keagenan dari sudut ketersediaan uang yang dapat digunakan manajer untuk kegiatan 'konsumtif'. Dana tersebut adalah *free cash flows* yaitu kelebihan dana yang ada di perusahaan setelah semua proyek investasi yang menghasilkan *net present value* positif dilaksanakan. Jika biaya keagenan ingin dikurangi maka *free cash flows* harus dikurangi terlebih dahulu.

Dengan kata lain manajer harus menunjukkan kepada pemegang saham bahwa dia telah melakukan upaya menahan diri (*bonding*) untuk tidak menciptakan peluang melakukan penyimpangan-penyimpangan dengan cara memperkecil dana yang dapat disimpangkan, yaitu *free cash flows*.

Ade (2008) menjelaskan bahwa jika manajemen memiliki kurang dari 100 persen saham perusahaan, maka pemilik modal (*shareholder*) menanggung biaya keagenan yang berasal dari keputusan manajer yang telah mengutamakan kepentingannya sendiri, yang ditunjukkan dengan adanya alokasi kas (*free cash flow*) untuk pengeluaran *non esensial* (*perquisite consumption*) dan melakukan keputusan-keputusan investasi yang tidak optimal.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa jumlah kepemilikan saham manajemen akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham. Adanya kesamaan kepentingan antara pihak manajemen dengan pihak pemegang saham maka dapat menurunkan potensi konflik. Potensi konflik keagenan yang kecil ini dapat berpengaruh terhadap rendahnya *agency cost* yang dikeluarkan oleh pemegang saham. Dengan adanya kepemilikan manajerial yang tinggi maka *free cash flow* yang menimbulkan konflik *agency* akan semakin rendah.

2.2.3 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Dividen

Perusahaan yang sedang berkembang memerlukan modal yang berasal dari hutang maupun ekuitas. Dimana hutang ini mempunyai keuntungan dan kelemahannya. Menurut Sartono (2001), dengan meningkatkan pendanaan dengan utang, maka akan menurunkan skala konflik antara pemegang saham dan

manajemen. Menurunnya konflik antara pemegang saham dengan manajemen maka akan menurunkan *agency cost*.

Struktur modal mempresentasikan berapa besar porsi modal perusahaan yang dipenuhi dengan hutang. Hubungan struktur modal dengan dividen dikembangkan berdasarkan hasil penelitian dari Noronha (1996), Sharma (2001), dan Jain *et al.* (2003) yang secara ringkas menyatakan bahwa semakin besar ketergantungan perusahaan pada dana eksternal (hutang) semakin intensif pengawasan oleh penyedia dana eksternal (kreditur) terhadap kinerja manajemen sehingga memperkecil potensi masalah keagenan (*agency problem*) antara manajer dengan pemegang saham. Dengan semakin kecil *agency problem* tersebut maka ketergantungan perusahaan pada dividen sebagai sarana monitoring semakin kecil. *Collateralizable assets* merupakan aktiva tetap yang dimiliki perusahaan dalam menjalankan kegiatan operasional dan bisa digunakan sebagai jaminan atas pinjaman yang diberikan oleh kreditur. Jadi perusahaan memiliki struktur modal yang tinggi (dengan indikasi hutang dalam jumlah besar) maka semakin kecil dividen yang dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham, dan begitu juga sebaliknya.

Rasio *Debt Ratio* menunjukkan besarnya hutang yang akan digunakan untuk membiayai aktiva yang digunakan oleh perusahaan dalam rangka menjalankan aktivitas operasionalnya. *Debt Ratio* merupakan rasio antara total hutang (*total debts*) baik utang jangka pendek (*current liability*) maupun utang jangka panjang (*long term debt*) terhadap total aktiva (*total assets*) baik aktiva lancar maupun aktiva tetap dan aktiva lainnya. Semakin besar rasio DR

menunjukkan semakin besarnya tingkat ketergantungan perusahaan terhadap pihak eksternal (kreditur) dan semakin besar pula beban biaya hutang (biaya bunga) yang harus dibayar oleh perusahaan. Dengan semakin meningkatnya rasio DR, maka hal tersebut berdampak terhadap profitabilitas yang diperoleh perusahaan, karena sebagian digunakan untuk membayar bunga pinjaman. Dengan biaya bunga yang semakin besar, maka profitabilitas (*earnings after tax*) semakin berkurang (karena sebagian digunakan untuk membayar bunga), maka hak para pemegang saham (dividen) juga semakin berkurang.

Puspita (2009) meneliti tentang pengaruh *debt ratio* terhadap dividen. Variabel *Debt to total asset (DTA)* mempunyai koefisien regresi terbesar diantara koefisien regresi yang lain. Variabel ini memiliki tanda positif pada koefisien regresinya yang berarti apabila *DTA* meningkat maka *dividend payout ratio* yang dibagikan juga meningkat. Tetapi variabel ini tidak signifikan sehingga hipotesisnya ditolak. Hasil penelitian menunjukkan bahwa adanya pengaruh positif tidak signifikan *Debt to Total Asset (DTA)* terhadap *DPR* yang berarti berlawanan tanda dengan hasil hipotesis yang telah dijelaskan sebelumnya. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang tidak memiliki dana internal yang memadai tetapi bermaksud mempertahankan dividen dan menjalankan investasi akan mengeluarkan hutang untuk membayar dividen dan melakukan investasi. Ini dapat dilihat dari nilai hutang perusahaan yang juga semakin meningkat. Chang dan Rhee (1990) juga menunjukkan bahwa tingkat hutang yang lebih rendah mengikuti pembayaran dividen perusahaan yang lebih tinggi, dengan demikian *debt ratio* mempunyai hubungan yang negatif dengan dividen.

2.2.4 Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Dividen

Masalah keagenan banyak dipengaruhi oleh *Insider Ownership* menurut pandangan Demsey & Laber (1993) dalam Handoko (2002). *Insider ownership* merupakan presentase saham yang dimiliki oleh pihak manajemen. Dimana pihak manajemen yang dimaksud adalah direktur dan komisaris yang aktif ikut dalam pengambilan keputusan. Menurut Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa jumlah kepemilikan saham manajemen akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan kepentingan pemegang saham. Adanya kesamaan kepentingan antara pihak manajemen dengan pihak pemegang saham maka dapat menurunkan potensi konflik. Potensi konflik keagenan yang kecil ini dapat berpengaruh terhadap rendahnya *agency cost* yang dikeluarkan oleh pemegang saham.

Sunarto (2004) menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki koefisien bertanda negatif dan tidak berpengaruh signifikan terhadap *dividend payout ratio*. Temuan ini cukup mengejutkan karena secara umum, temuan penelitian-penelitian terdahulu yang pernah dilakukan baik di luar negeri maupun di Indonesia seperti penelitian Jensen *et al.* (1992), Chen dan Steiner (1999) dan Abdullah (2001) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Dividend Payout Ratio*. Meskipun demikian, tanda pada koefisien regresi variabel kepemilikan manajerial yang ditemukan dalam penelitian ini sama seperti yang diharapkan dan secara umum konsisten dengan penelitian sebelumnya. Tidak signifikannya variabel kepemilikan terhadap *Dividend Payout Ratio* dalam penelitian ini disebabkan karena sebagian besar perusahaan yang digunakan sebagai sampel merupakan perusahaan yang sebagian

besar sahamnya (lebih dari 50 persen) dikuasai oleh pemegang saham pengendali. Nilai rata-rata kepemilikan manajerial perusahaan-perusahaan sampel dalam penelitian ini adalah sebesar 9,22 persen.

Variabel ini mempunyai hubungan yang negatif terhadap *Dividen Payout Ratio* menurut Handoko (2002), karena semakin banyak saham yang dimiliki *Insider Ownership*, maka pihak manajemen cenderung menahan pembayaran dividen, sebagai gantinya pihak manajemen akan berusaha meningkatkan keuntungan sendiri berupa kenaikan gaji direksi, gaji dan bonus karyawan, dan sebagainya.

2.2.5 Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap Dividen

Menurut Jensen (1986) seperti dikutip Keown *et al.* (2010) mengatakan bahwa jika perusahaan mempunyai *Free Cash Flow*, akan lebih baik bila dibagikan pada pemegang saham dalam bentuk dividen. Hal ini bertujuan untuk menghindari pengambilan keputusan yang buruk bagi pihak manajemen, yang akhirnya berakibat pada naiknya *agency cost*.

Mollah *et al.* (2000) dikutip Maqsudi dan Ambon (2004), mengungkapkan bahwa perusahaan yang memiliki *Free Cash Flow* dalam jumlah yang memadai akan lebih baik dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen untuk menghindari *agency problem*, hal ini dimaksudkan agar *Free Cash Flow* yang ada tidak digunakan untuk sesuatu atau proyek-proyek yang tidak menguntungkan (*wisted on unprofitable*) dengan demikian ketersediaan dana dapat dipakai untuk kemakmuran pemegang saham.

Mollah (2000) dalam Almilia dan Silvy (2006) yang menyatakan bahwa arus kas mempengaruhi rasio pembayaran dividen secara signifikan hubungannya positif, jadi apabila posisi kasnya tinggi biasanya perusahaan akan membayar dividen dengan jumlah yang besar. Studi ini dikembangkan dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Jensen (1986) yang mengemukakan bahwa jika perusahaan mempunyai arus kas yang berlebihan maka lebih baik dibagikan sebagai dividen kepada para pemegang saham dengan tujuan mengurangi kemungkinan kerugian pada proyek-proyek investasi yang tidak menguntungkan.

Puspita (2009) menemukan bahwa Variabel *cash ratio* memiliki koefisien positif, ini berarti bila *cash ratio* meningkat maka *dividend payout ratio* yang dibagikan juga positif atau meningkat. Variabel *cash ratio* dapat dijadikan sebagai indikator bagi para investor dalam berinvestasi karena jika *cash ratio* meningkat maka *dividend payout ratio* yang dibagikan juga meningkat. Tanda positif dalam variabel *cash ratio* ini menunjukkan bahwa adanya peningkatan jumlah kas dari perusahaan akan meningkatkan pembayaran dividen pula oleh perusahaan. Sehingga semakin likuid suatu perusahaan maka akan semakin besar pembayaran dividen dari perusahaan tersebut. Jumlah kas yang diperoleh perusahaan, sudah memenuhi kewajiban jangka pendeknya, sehingga perusahaan bisa membayar dividen setiap periodenya meningkat. *Free Cash Flow* mempunyai hubungan yang positif terhadap *Dividend Payout Ratio* menurut Handoko (2002), dengan anggapan bahwa semakin banyak *Free Cash Flow* yang dimiliki perusahaan maka dividen yang dibayarkan juga semakin tinggi, yang berarti mengurangi masalah keagenan.

2.3 Hipotesis

Pada dasarnya hipotesis ini dibuat untuk menetapkan kesimpulan sementara terhadap proses penelitian yang akan dilakukan. Berdasarkan kajian teori dan kajian empiris serta konsep penelitian yang telah diuraikan sebelumnya, maka dapat dirumuskan hipotesis dari penelitian ini. Rumusan hipotesis penelitian ini adalah sebagai berikut :

H1 : Struktur Modal berpengaruh negatif terhadap *Free Cash Flow*.

H2 : Struktur Kepemilikan berpengaruh negatif terhadap *Free Cash Flow*.

H3 : Struktur Modal berpengaruh negatif terhadap Dividen.

H4 : Struktur Kepemilikan berpengaruh negatif terhadap Dividen.

H5 : *Free Cash Flow* berpengaruh positif terhadap Dividen.