

BAB II

Tinjauan Pustaka dan Pengembangan Hipotesis

2.1 Tinjauan Pustaka

2.1.1 Nilai Perusahaan

Ada beberapa hal yang mengemukakan tentang tujuan pendirian suatu perusahaan. Tujuan perusahaan yang pertama adalah untuk mencapai keuntungan maksimal atau laba yang sebesar-besarnya. Tujuan perusahaan yang kedua adalah ingin memakmurkan pemilik perusahaan atau para pemilik saham. Sedangkan tujuan perusahaan yang ketiga adalah memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga sahamnya. Ketiga tujuan perusahaan tersebut sebenarnya secara substansial tidak banyak berbeda. Hanya saja penekanan yang ingin dicapai oleh masing-masing perusahaan berbeda antara yang satu dengan yang lainnya. (Martono dan Harjito, 2005 : 2)

Tujuan pokok yang ingin dicapai perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Tujuan tersebut dipergunakan karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan maka pemilik perusahaan akan menjadi lebih makmur (atau menjadi semakin kaya) (Husnan, 2000:7). Nilai perusahaan adalah sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham (Brigham dan Gapenski, 1996). Nilai perusahaan atau juga disebut dengan nilai pasar perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Meningkatnya nilai perusahaan adalah sebuah prestasi, yang sesuai dengan keinginan para pemiliknya, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan, maka kesejahteraan para pemilik juga akan meningkat, dan ini adalah tugas dari manajer sebagai agen yang telah diberi kepercayaan oleh para pemilik perusahaan untuk menjalankan perusahaannya (Bambang, 2010 dalam Burhani, 2015). Semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai sebuah perusahaan. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi, pendanaan (financing), dan manajemen aset.

Nilai Perusahaan merupakan suatu bentuk kegiatan produksi yang mengelola sumber-sumber ekonomi yang kemudian menghasilkan suatu produk barang dan jasa tertentu dengan tujuan untuk memperoleh keuntungan bagi pemilik maupun pemegang saham. Salah satu faktor yang dapat memakmurkan pemilik perusahaan dan pemegang saham yaitu nilai perusahaan. Menurut Sartono (2010, h.9) dalam (Saputra, 2013), menyebutkan bahwa nilai perusahaan merupakan tujuan dalam memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang dilihat dari harga saham. Nilai perusahaan mencerminkan kinerja perusahaan pada waktu yang lalu dan prospek masa depannya. Dalam hal ini nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap suatu perusahaan, maksudnya tinggi rendahnya nilai perusahaan dapat mempengaruhi pandangan para calon investor bukan hanya dari kinerja perusahaan namun juga pada prospek dan resiko yang mungkin terjadi pada perusahaan pada masa yang akan datang.

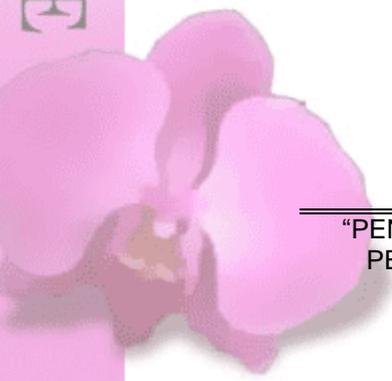
Pengertian nilai perusahaan dicerminkan pada kekuatan tawar menawar saham. Apabila perusahaan diperkirakan sebagai perusahaan mempunyai prospek pada masa yang akan datang, maka nilai sahamnya menjadi tinggi. Sebaliknya, apabila perusahaan dinilai kurang memiliki prospek maka harga saham menjadi rendah, Usunaryyah (2003:54). Nilai perusahaan dapat diukur dengan market value ratio. Market value ratio adalah rasio yang menunjukkan hubungan antara harga saham perusahaan dengan laba dan nilai buku perusahaan, dimana melalui rasio ini, manajemen dapat mengetahui bagaimana tanggapan investor terhadap kinerja dan prospek perusahaan (Nurainun Bangun dan Sintia Wati, 2007).

Nilai Perusahaan Samuel (lihat Nurlala dan Islahuddin, 2008) menjelaskan bahwa *enterprise value* (EV) atau dikenal juga sebagai *firm value* (nilai perusahaan) merupakan konsep penting bagi investor karena merupakan indikator bagi pasar menilai perusahaan secara keseluruhan. Margaretha (lihat Mardiyati et al., 2012: 1) menyatakan bahwa nilai perusahaan yang sudah go public di pasar modal tercermin dalam harga saham perusahaan. Tujuan suatu perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Memaksimalkan nilai pasar perusahaan sama dengan memaksimumkan harga pasar saham (Atmaja, 2002: 4). Oleh karena itu, semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan. Menurut

Harmono (2009: 50), nilai perusahaan dapat diukur melalui nilai harga saham di pasar, berdasarkan terbentuknya harga saham perusahaan di pasar, yang merupakan refleksi penilaian oleh publik terhadap kinerja perusahaan secara *riil*. Dapat dikatakan bahwa persepsi investor terhadap kinerja keuangan perusahaan dan prospek perusahaan tercermin dalam nilai perusahaan. Apabila perusahaan diperkirakan sebagai perusahaan yang mempunyai prospek yang bagus pada masa yang akan datang, maka nilai sahamnya menjadi tinggi. Sebaliknya, apabila perusahaan dinilai kurang memiliki prospek maka harga saham menjadi rendah.

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2002 : 6), nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Menurut Christiawan dan Tarigan (2007), terdapat beberapa konsep nilai yang menjelaskan nilai suatu perusahaan antara lain:

- a. Nilai nominal yaitu nilai yang tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan, disebutkan secara eksplisit dalam neraca perusahaan, dan juga ditulis jelas dalam surat saham kolektif.
- b. Nilai pasar, sering disebut kurs adalah harga yang terjadi dari proses tawar-menawar di pasar saham. Nilai ini hanya bisa ditentukan jika saham perusahaan dijual di pasar saham.
- c. Nilai intrinsik merupakan nilai yang mengacu pada perkiraan nilai riil suatu perusahaan. Nilai perusahaan dalam konsep nilai intrinsik ini bukan sekadar harga dari sekumpulan aset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan di kemudian hari.
- d. Nilai buku, adalah nilai perusahaan yang dihitung dengan dasar konsep akuntansi.
- e. Nilai likuidasi itu adalah nilai jual seluruh aset perusahaan setelah dikurangi semua kewajiban yang harus dipenuhi. Nilai sisa itu merupakan bagian para pemegang saham. Nilai likuidasi bisa dihitung berdasarkan neraca performa yang disiapkan ketika suatu perusahaan akan likuidasi.



Ada tiga alasan mengapa nilai dari setiap bisnis akan dimaksimalkan jika bisnis diorganisasikan sebagai suatu perseroan terbatas, yaitu antara lain (Brigham dan Houston, 2006:16) :

- a. Kewajiban terbatas mengurangi risiko yang ditanggung oleh para investor, dan, jika semua hal yang lainnya konstan, semakin rendah risiko perusahaan, maka semakin tinggi nilainya.
- b. Nilai perusahaan akan tergantung pada peluang pertumbuhannya, yang selanjutnya akan bergantung pada kemampuan perusahaan untuk menarik modal. Karena perseroan terbatas dapat menarik modal secara lebih mudah daripada bisnis-bisnis yang tidak terinkorporasi, maka dapat dengan lebih baik mengambil keuntungan dari peluang-peluang pertumbuhan.
- c. Nilai dari suatu aset juga bergantung pada likuiditasnya, yang artinya kemudahan untuk menjual aset dan mengubahnya menjadi uang tunai pada suatu “nilai pasar yang wajar”.

Karena investasi pada saham dari perseroan terbatas adalah jauh lebih likuid daripada investasi yang serupa di suatu kepemilikan perseorangan atau persekutuan, maka hal ini juga meningkatkan nilai dari suatu perseroan terbatas.

Nilai perusahaan adalah sebuah nilai yang menunjukkan cerminan dan ekuitas dan nilai buku perusahaan, baik merupakan nilai pasar ekuitas, nilai buku dari total utang dan nilai buku dari total ekuitas, Sukamulja dalam Purwaningtyas (2011) Salah satu rasio yang dinilai bisa memberikan informasi paling baik adalah tobin's Q, karena rasio ini bisa menjelaskan berbagai fenomena perbedaan cross-sectional dalam pengambilan keputusan investasi serta hubungan antara kepemilikan saham manajemen dan nilai perusahaan.

Nilai perusahaan adalah sebuah nilai yang menunjukkan cerminan dari ekuitas dan nilai buku perusahaan, baik berupa nilai pasar ekuitas, nilai buku dari total utang dan nilai buku dari total ekuitas. Menurut Sukamulja (2004) salah satu rasio yang dinilai bisa memberikan informasi paling baik adalah Tobin's Q, karena rasio ini bisa menjelaskan berbagai fenomena dalam kegiatan perusahaan, seperti misalnya terjadinya perbedaan cross-sectional dalam pengambilan keputusan

investasi serta hubungan antara kepemilikan saham manajemen dan nilai perusahaan (Onwioduokit, 2002).

Tobin's Q memasukkan semua unsur hutang dan modal saham perusahaan, tidak hanya unsur saham biasa. Brealey dan Myers (2000) dalam Sukamulja (2004) menyebutkan bahwa perusahaan dengan Tobin's Q yang tinggi biasanya memiliki brand image perusahaan yang sangat kuat. Perusahaan sebagai entitas ekonomi tidak hanya menggunakan ekuitas dalam mendanai kegiatan operasionalnya, namun juga dari sumber lain seperti hutang, baik jangka panjang maupun jangka pendek. Oleh karena itu, penilaian yang dibutuhkan perusahaan tidak hanya dari investor saja, namun juga dari kreditur. Semakin besar pinjaman yang diberikan oleh kreditur, menunjukkan bahwa semakin tinggi kepercayaan yang diberikan, hal ini menunjukkan perusahaan memiliki nilai perusahaan yang lebih besar.

Penelitian tentang nilai perusahaan sebagaimana yang diuraikan di atas pernah dilakukan oleh Lastanti (2004) yang menyebutkan bahwa struktur corporate governance secara positif mempengaruhi nilai perusahaan, dimana nilai perusahaan diprosikan dengan Tobin's Q. Faktor penentu dari penghitungan nilai perusahaan dengan Tobin's Q adalah variabel nilai pasar ekuitas, nilai buku dari total utang dan nilai buku dari total ekuitas dimana variabel-variabel tersebut dianggap cukup signifikan dalam menghitung nilai perusahaan.

2.1.2 *Teory Agency*

Teori agensi adalah teori yang menjelaskan tentang hubungan antara *principal* dan agen, yaitu hubungan yang terjadi ketika salah satu pihak (*principal*) menyewa pihak lain (*agent*) untuk melaksanakan suatu jasa. Dalam hal itu, *principal* mendelegasikan wewenang untuk membuat keputusan kepada agen tersebut (Jensen dan Meckling, 1976). Dalam suatu perusahaan, pemegang saham adalah pihak yang menyewa (*principal*) sedangkan manajer adalah pihak yang disewa (*agent*).

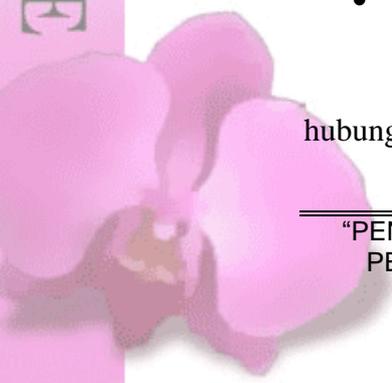
Dalam hubungan agensi ini, ada perbedaan kepentingan antara *principal* dan *agent*. Kedua belah pihak akan berusaha memaksimalkan utilitasnya. Hal ini

diperkuat dengan asumsi yang mendasari teori agensi di atas. Pemegang saham sebagai *principal* diasumsikan lebih tertarik dengan pengembalian keuangan yang diperoleh dari investasi mereka di perusahaan. Di sisi lain, manajer sebagai *agent* lebih tertarik pada tambahan kekayaan yang diperoleh dari perusahaan, waktu luang, dan kenikmatan lain (Anthony dan Govindarajan, 2009). Pemegang saham bersifat netral terhadap risiko sementara manajer bersifat enggan menghadapi risiko. Selain itu, ada asimetri informasi di mana manajer memiliki lebih banyak informasi daripada pemegang saham karena pemegang saham tidak dapat dengan mudah memantau aktivitas manajer dan aktivitas perusahaan.

Teori Agensi Teori ini menyatakan bahwa hubungan keagenan timbul salah satu pihak (*principal*) menyewa pihak lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut. *Principal* adalah pemegang saham atau investor sedangkan *agent* adalah manajemen yang mengelola perusahaan. Jika kedua belah pihak tersebut mempunyai tujuan yang sama untuk memaksimalkan utilitas, maka diyakini *agent* akan bertindak dengan cara yang sesuai dengan kepentingan *principal* tetapi sering ada konflik antara manajemen dan pemegang saham. Konflik ini disebabkan karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Agency theory menekankan pentingnya pemilik perusahaan (pemegang saham) menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada tenaga-tenaga profesional (disebut *agents*) yang lebih mengerti dalam menjalankan bisnis sehari-hari. Tujuan dari dipisahkannya pengelolaan dari kepemilikan perusahaan, yaitu agar pemilik perusahaan memperoleh keuntungan yang semaksimal mungkin dengan biaya yang seefisien mungkin dengan dikelolanya perusahaan oleh tenaga-tenaga profesional (Sutedi, 2011:13). Konflik keagenan yang terjadi dalam perusahaan pada hubungan antara :

- Pemegang saham dan manajer,
- Manajer dan kreditor,
- Manajer, pemegang saham dan kreditor (Brigham dan Gapenski, 2000).

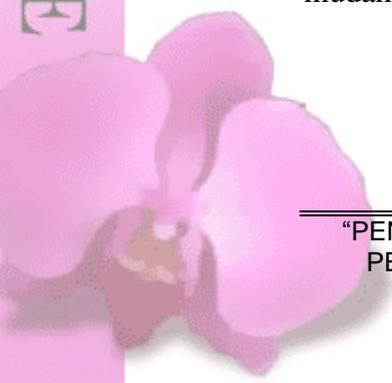
Brigham dan Houston (2006) mendefinisikan teori keagenan sebagai hubungan yang terjadi ketika satu atau lebih individu, yaitu *principal* yang



menyewa individu atau organisasi lain yang disebut agen, untuk melakukan sejumlah jasa atau mendelegasikan kewenangan untuk membuat keputusan kepada agen tersebut. Para manajer diberi kekuasaan oleh pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham, untuk membuat keputusan, dimana hal ini menciptakan potensi konflik kepentingan yang dikenal sebagai teori keagenan (*agency theory*). Menurut Shleifer dan Vishny, 1997 (dalam Ujiyantho dan Pramuka, 2007) *corporate governance* yang merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima return atas dana yang telah mereka investasikan.

Eisendhart (1989) dalam Nurcahyo (2014) mengemukakan tiga asumsi yang melandasi teori agensi ini, yaitu asumsi sifat manusia, asumsi keorganisasian, dan asumsi informasi. Asumsi sifat manusia menjelaskan bahwa manusia memiliki sifat mementingkan diri sendiri, memiliki keterbatasan rasionalitas, dan tidak menyukai risiko. Asumsi keorganisasian menjelaskan bahwa adanya konflik antar anggota dalam organisasi dan adanya asimetri informasi antara anggota-anggota organisasi. Asumsi informasi menjelaskan bahwa informasi adalah komoditas yang dapat diperjualbelikan.

Dalam hubungan agensi ini, ada perbedaan kepentingan antara principal dan agent. Kedua belah pihak akan berusaha memaksimalkan utilitasnya. Hal ini diperkuat dengan asumsi yang mendasari teori agensi di atas. Pemegang saham sebagai principal diasumsikan lebih tertarik dengan pengembalian keuangan yang diperoleh dari investasi mereka di perusahaan. Di sisi lain, manajer sebagai agent lebih tertarik pada tambahan kekayaan yang diperoleh dari perusahaan, waktu luang, dan kenikmatan lain (Anthony dan Govindarajan, 2009). Pemegang saham bersifat netral terhadap risiko sementara manajer bersifat enggan menghadapi risiko. Selain itu, ada asimetri informasi di mana manajer memiliki lebih banyak informasi daripada pemegang saham karena pemegang saham tidak dapat dengan mudah memantau aktivitas manajer dan aktivitas perusahaan.



Menurut Hendriksen dan Breda (2000), ada dua jenis asimetri informasi, yaitu:

1. *Adverse selection*, yaitu asimetri informasi di mana para manajer beserta orang-orang dalam lainnya mengetahui lebih banyak tentang prospek perusahaan dibandingkan dengan investor dan pihak luar. Informasi dari fakta yang mungkin dapat mempengaruhi keputusan yang akan diambil oleh pemegang saham tidak dilaporkan oleh manajer.
2. *Moral hazard*, yaitu asimetri informasi di mana kegiatan manajer tidak seluruhnya diketahui oleh pemegang saham maupun pemberi pinjaman. Hal itu memungkinkan manajer untuk melakukan tindakan di luar pengetahuan pemegang saham yang melanggar kontrak dan sebenarnya secara etika tidak layak untuk dilakukan.

Untuk mengurangi asimetri informasi, pemilik perusahaan dapat merancang sistem pengendalian dan meningkatkan insentif untuk manajer agar manajer berusaha lebih memaksimalkan utilitas bagi pemegang saham. Biaya yang dikeluarkan untuk pengawasan dan insentif tersebut disebut biaya agensi (Anthony dan Govindarajan, 2009). Salah satu cara membangun sistem pengendalian internal adalah membentuk dewan komisaris yang bertugas untuk mengawasi kinerja manajer. Dewan komisaris ini adalah ‘mata dan telinga’ bagi pemegang saham sehingga asimetri informasi dapat direduksi dan pemegang saham dapat mengambil keputusan berdasarkan informasi yang lengkap dan benar. Independensi dewan komisaris diperlukan untuk menghasilkan pengawasan yang efektif. Konflik keagenan juga dapat dikurangi dengan pembagian kepemilikan dan pengendalian (Jensen dan Meckling, 1976). Perusahaan yang menjual sahamnya kepada pihak luar secara tidak langsung mendapatkan pengawasan tambahan dari investor. Investor institusional yang memiliki saham yang besar dapat memperoleh informasi dari manajer secara informal sehingga memiliki kekuatan untuk memaksa manajer untuk mengoptimalkan kepentingan pemegang saham.

Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai suatu kontrak antara manajer (agent) dan pemilik (principal) perusahaan. Satu atau lebih principal memberi wewenang dan otoritas kepada agent untuk melakukan

kepentingan (principal). Dalam suatu korporasi, yang disebut prinsipal adalah pemegang saham dan yang dimaksud agen adalah manajemen yang mengelola perusahaan atau yang sering disebut dengan CEO.

Agency theory muncul berdasarkan adanya fenomena pemisahan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dengan para manajer yang mengelola perusahaan. Fakta-fakta empiris menunjukkan bahwa para manajer tidak selamanya bertindak sesuai dengan kepentingan para pemilik perusahaan, melainkan sering kali terjadi bahwa para pengelola perusahaan (direksi dan manajer) bertindak mengejar kepentingan mereka sendiri (Solihin, 2009 : 120).

Dalam perkembangan selanjutnya, *agency theory* mendapat respons lebih luas karena dipandang lebih mencerminkan kenyataan yang ada. Berbagai pemikiran mengenai *corporate governance* berkembang dengan bertumpu pada *agency theory* di mana pengelolaan perusahaan harus diawasi dan dikendalikan untuk memastikan bahwa pengelolaan dilakukan dengan penuh kepatuhan kepada berbagai peraturan dan ketentuan yang berlaku (Solihin, 2009 : 119). Sehubungan dengan teori keagenan, maka pihak yang paling berkepentingan terhadap kinerja manajemen adalah pemilik (*shareholders*). Untuk kepentingan pemilik itulah dewan komisaris dibentuk dan salah satu cara yang dapat dilakukan oleh pemilik untuk memastikan bahwa manajemen mengelola perusahaan dengan baik adalah dengan mekanisme *corporate governance* yang tepat. Dengan mekanisme *corporate governance* yang tepat diharapkan manajemen akan dapat memenuhi tanggungjawabnya sehubungan dengan kepentingan pemilik.

2.1.3 Kebijakan Deviden

Informasi-informasi yang berkaitan dengan perusahaan sangat dibutuhkan oleh investor untuk melakukan penilaian terhadap perusahaan tersebut. Informasi tersebut salah satunya adalah informasi mengenai kebijakan dividen. Pengumuman pembayaran dividen mengandung informasi yang dapat digunakan para investor untuk mengambil keputusan dalam berinvestasi dan memprediksi prospek perusahaan di masa mendatang. Kebijakan dividen adalah kebijakan yang dikaitkan



dengan penentuan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan. Kebijakan dividen suatu perusahaan akan tercermin dari rasio DPR-nya (*Dividend Pay-out Ratio*). Rasio ini menunjukkan persentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham biasa berupa dividen kas (Michell dan Megawati, 2005 dalam Erlangga, 2009). Dividen kas merupakan pembayaran dividen dalam bentuk uang tunai.

Pengertian Dividen menurut Darmadji dan Fakhruddin (2006:178), dividen merupakan pembagian sisa laba bersih perusahaan yang didistribusikan kepada pemegang saham atas persetujuan RUPS. Dividen dapat berbentuk tunai (*cash dividen*) atau saham (*stock dividen*). Sedangkan kebijakan dividen menurut Setia (2008:167), manajemen mempunyai dua perlakuan terhadap penghasilan bersih sesudah pajak perusahaan. Pertama, dibagi kepada para pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen. Kedua, diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan (*retained earning*). Artinya manajemen harus membuat keputusan tentang besarnya EAT yang dibagikan sebagai dividen. Pembuatan keputusan tentang dividen ini disebut kebijakan dividen. Persentase dividen yang dibagi dari EAT disebut *dividen payout ratio*.

Menurut Weston dan Copeland (2010) kebijakan dividen adalah suatu kebijakan untuk menentukan pembagian laba antara pembayaran kepada pemegang saham dan investasi kembali perusahaan. Dengan kata lain, kebijakan ini menentukan proporsi pembayaran dividen berupa arus kas yang dibayarkan kepada pemegang saham dan investasi kembali perusahaan berupa laba ditahan untuk membiayai pertumbuhan perusahaan.

“Kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak pemegang saham” (Husnan, 2010). Sejalan dengan Weston dan Copeland (2010), Husnan (2010) juga setuju bahwa laba yang merupakan hak pemegang saham tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali. Besaran laba yang akan dibagi sebagai dividen dan yang akan diinvestasikan kembali tentunya harus ditentukan dengan pertimbangan yang matang agar nilai tambah untuk pemegang saham dan nilai perusahaan tetap terjaga.



Keputusan untuk menentukan kebijakan dividen berbeda-beda jika ditinjau dari sudut pandang para *stakeholder* (Swabawani, 2008). Dari sudut pandang investor jangka panjang yang ingin memiliki kendali atas perusahaan, penginvestasian kembali laba dalam jumlah yang besar sangat menguntungkan karena meningkatkan pendapatan investasi jangka panjang. Sebaliknya, dari sudut pandang investor jangka pendek yang mengharapkan dividen dan *capital gain*, pembayaran dividen sangat menguntungkan karena mereka mendapatkan *return* yang tinggi dari investasi jangka pendek.

Sementara itu dari sudut pandang perusahaan, penentuan kebijakan dividen adalah hal yang harus dipertimbangkan dengan sangat hati-hati karena kebijakan dividen mempengaruhi kebijakan lain seperti kebijakan operasi, pendanaan, dan investasi. Weston dan Copeland (2010) berpendapat bahwa kebutuhan arus kas dan investasi yang berubah-ubah membuat perusahaan sulit untuk mempertahankan pembayaran dividen dari satu periode ke periode berikutnya. Karena itu, kebijakan dividen masih merupakan masalah yang mengundang perdebatan.

Setelah mempertimbangkan apakah membagi laba dalam bentuk dividen atau menginvestasikannya di dalam laba ditahan, perusahaan kembali dihadapkan pada pengambilan keputusan tentang besaran laba yang akan dibagi sebagai dividen jika perusahaan memutuskan untuk membayar dividen. Berikut adalah beberapa pola pembayaran yang dapat ditentukan (Wetson dan Copeland, 2010):

1. Kebijakan Dividen Stabil

Kebijakan ini adalah kebijakan untuk membayarkan dividen per saham dalam jumlah yang stabil. Artinya, dividen yang dibayarkan dari satu periode ke periode berikutnya adalah sama. Hal ini berlaku selama perusahaan memperoleh laba dan jumlah dividen per saham yang ditetapkan belum dikaji ulang.

2. Rasio Pembayaran Konstan

Kebijakan ini adalah kebijakan untuk membayar dividen dengan persentase tertentu dari laba, konstan dari periode ke periode. Karena laba yang diperoleh berfluktuasi, jumlah dividen yang dibayarkan juga berfluktuasi.

3. Dividen Tetap yang Rendah ditambah Dividen Ekstra

Kebijakan ini adalah gabungan dari kedua kebijakan sebelumnya. Perusahaan menetapkan kebijakan dividen stabil dengan tingkat yang rendah serta menambahkan dividen ekstra jika perusahaan memperoleh laba yang tinggi.

Akan tetapi, informasi tentang pola pembayaran dividen tersebut biasanya tidak disajikan di dalam laporan keuangan. Karena itu, kebijakan dividen dalam penelitian ini diukur dengan proporsi laba yang dibagikan sebagai dividen. Proporsi itu dapat diukur dengan ukuran *dividen payout ratio* yang dapat dihitung dengan membagi jumlah dividen tunai per saham dengan laba per saham dasar (Abor dan Fiador, 2013).

Kebijakan Dividen (*Dividen Policy*) Dividen merupakan sinyal dan stabilitas aliran kas dimasa mendatang. Perusahaan yang memiliki aliran kas stabil membayar dividen lebih tinggi dibandingkan perusahaan perusahaan yang memiliki aliran kas tidak stabil (Ratnawati, 2001). Dividen merupakan keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham sebagai return atas investasi mereka. Kebijakan dividen menyangkut masalah distribusi laba perusahaan yang ditentukan oleh pemegang saham melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Besar kecilnya dividen merupakan trade off antara porsi keuntungan yang akan dibayarkan sebagai dividen dengan porsi keuntungan yang akan tetap ditahan dalam perusahaan sebagai bagian dari komponen internal financing. Besar kecilnya dividen juga dapat dijadikan sebagai alat *monitoring* bagi pemegang saham terhadap kinerja manajer dan menjadi salah satu alternatif dalam mengurangi masalah keagenan.

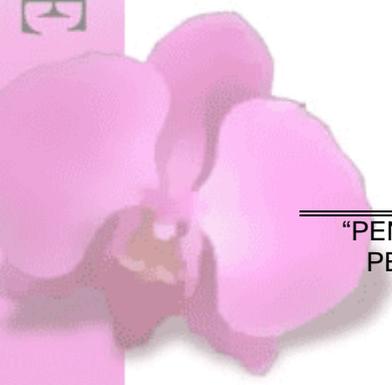
Kebijakan dividen erat kaitannya dengan rasio pembayaran dividen. Yang dimaksud dengan pembayaran dividen adalah dividen tunai yang dibagi dengan laba tahunan, atau dividen per lembar saham. Rasio tersebut menunjukkan presentasi laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham secara tunai. Kebijakan dividen adalah bagian yang tidak terpisahkan dalam keputusan pendanaan perusahaan. Rasio pembayaran dividen (*dividen payout rasio*) menentukan jumlah laba yang dapat ditahan dalam perusahaan sebagai sumber pendanaan. Akan tetapi, dengan menahan laba saat ini dalam jumlah yang lebih besar dalam perusahaan juga



berarti lebih sedikit uang yang akan tersedia bagi pembayaran dividen saat ini. Jadi, aspek utama dari kebijakan dividen perusahaan adalah laba ditahan perusahaan. Akan tetapi yang juga penting adalah masalah-masalah lainnya yang berkaitan dengan kebijakan dividen perusahaan secara keseluruhan: masalah hukum, likuiditas, dan pengadilan, stabilitas dividen (dividen, saham, pemecahan saham, dan pembelian kepada saham), serta sebagai pertimbangan administratif, Yunita (2011).

Kebijakan deviden sering dianggap sebagai signal bagi investor dalam menilai baik buruknya perusahaan, hal ini disebabkan karena kebijakan deviden dapat membawa pengaruh terhadap harga saham perusahaan. Terdapat beberapa pandangan mengenai pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan:

- a. Pandangan 1: Kebijakan dividen tak relevan Pandangan ini berasumsi bahwa tidak ada hubungan antara kebijakan dividen dan nilai saham. Seperti yang dijelaskan oleh Eugene F Brigham dan Joel F Houston (2007:480) *dividend irrelevance theory is a firm's dividend policy has no effect on either its value or its cost of capital.* Miller dan Modigliani menjelaskan bahwa berdasarkan keputusan investasi perusahaan, rasio pembayaran dividen hanyalah rincian dan tidak mempengaruhi kesejahteraan pemegang saham. Nilai perusahaan ditentukan hanya oleh kemampuan menghasilkan laba dari aset-aset perusahaan atau kebijakan investasinya, dan cara aliran laba dipecah antara dividen dan laba ditahan tidak mempengaruhi nilai ini.
- b. Pandangan 2: Kebijakan dividen yang relevan Myron Gordon dan John Lintner dalam Eugene F Brigham & Joel F Houston (2007:480) mengatakan dividen lebih pasti daripada perolehan modal, disebut juga dengan teori *bird in the hand*, yaitu kepercayaan bahwa pendapatan dividen memiliki nilai lebih tinggi bagi investor daripada *capital gains*, teori ini mengasumsikan bahwa dividen lebih pasti daripada pendapatan modal.
- c. Efek informasi (*information content, or signaling hypothesis*) Signal is an action taken by a firm's management that provides clues to investors about how management views the firm's prospects, Fred J Weston dan Eugene F Brigham (2005:199). Sedangkan pengertian *information content* adalah

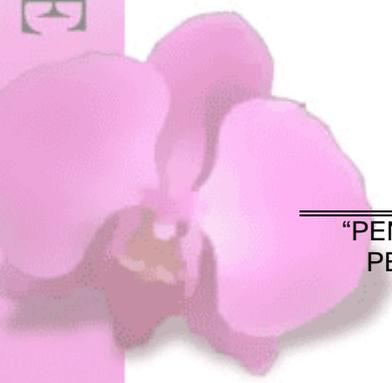


teori yang menyatakan bahwa investor menganggap perubahan dividen sebagai pertanda bagi perkiraan manajemen atas laba. Information assymetry merupakan perbedaan kemampuan mengakses informasi antara manajemen dan investor yang bisa mengakibatkan harga saham lebih rendah daripada yang akan terjadi pada kondisi pasti.

- d. *Clientele effect* *Clientele effect* adalah kecenderungan perusahaan untuk menarik jenis investor yang menyukai kebijakan dividennya. Argumen Miller dan Modigliani menyatakan bahwa suatu perusahaan menetapkan kebijakan pembagian dividen khusus, yang selanjutnya menarik sekumpulan peminat atau clientele yang terdiri dari para investor yang menyukai kebijakan dividen khusus tersebut, Fred J Weston dan Eugene F Brigham (2005:199).

Pengertian Kebijakan Dividen Dalam aktivitas dipasar modal, para investor memiliki harapan dari investasi yang dilakukannya, yaitu yang berupa *capital gain* dan dividen. *Capital gain* merupakan selisih antara harga beli dan harga jual. Dividen adalah laba yang diberikan emiten pada para pemegang saham. Sunariyah (2004:48) mendefinisikan dividen adalah pembagian keuntungan yang diberikan perusahaan penerbit saham tersebut atas keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Dividen ditentukan berdasarkan dalam rapat umum anggota pemegang saham dan jenis pembayarannya tergantung kepada kebijakan pemimpin. Dapat disimpulkan bahwa dividen adalah pembagian laba yang diterima investor atas sejumlah saham yang dimilikinya baik berupa kas, aktiva lain, wesel atau surat hutang lainnya. Karena dividen merupakan salah satu potensi keuntungan dari investasi melalui saham, maka pihak manajemen perusahaan perlu memperhatikan kebijakan dividen yang akan diterapkan dalam rangka menarik minat investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan dalam bentuk kepemilikan saham. Brigham dan Houston (2004:95) mengatakan dividen yang dibagikan bisa berupa :

1. *Cash dividend* (Dividen tunai), dividen yang dibayarkan dalam bentuk uang tunai. Pada umumnya cash dividend lebih disukai oleh para pemegang saham dan lebih sering dipakai perseroan jika dibandingkan dengan jenis dividen yang lain,



2. *Stock dividend* (Dividen saham), dividen yang dibayarkan dalam bentuk saham, bukan dalam bentuk uang tunai,
3. *Property dividend* (Dividen barang), dividen yang dibayarkan dalam bentuk barang (aktiva selain kas),
4. *Script dividend* adalah dividen yang dibayarkan dalam bentuk surat (*script*) janji hutang. Pembayaran dalam bentuk ini akan menyebabkan perseroan mempunyai hutang jangka pendek kepada pemegang *script*,
5. *Liquidating dividend*, adalah dividen yang dibagikan berdasarkan pengurangan modal perusahaan bukan berdasarkan keuntungan yang diperoleh perusahaan.

Faktor-faktor yang kebijakan dividen yang diambil perusahaan, sangat bergantung pada berbagai faktor yang terjadi, baik itu yang terjadi di dalam perusahaan maupun yang terjadi di luar perusahaan. Husnan dan Pudjiastuti (2011:305) menyatakan bahwa kebijakan dividen perlu memperhatikan faktor-faktor sebagai berikut :

1. Tidak benar bahwa perusahaan seharusnya membagikan dividen sebesar-besarnya. Apabila dana yang diperoleh dari operasi perusahaan bisa dipergunakan dengan menguntungkan, dividen tidak perlu dibagikan terlalu besar,
2. Karena ada keengganan untuk menurunkan pembayaran dividen per lembar saham, ada baiknya kalau perusahaan menentukan dividen dalam jumlah yang tidak terlalu besar,
3. Apabila memang perusahaan menghadapi kesempatan investasi yang menguntungkan, lebih baik perusahaan mengurangi pembayaran dividen daripada menerbitkan saham baru,
4. Dalam keadaan tidak terdapat biaya transaksi, tambahan kekayaan karena kenaikan harga saham sama menariknya dengan tambahan kekayaan karena pembayaran dividen. Kalau tidak ada faktor pajak, menerima dividen akan lebih menguntungkan daripada memperoleh *capital gains*,
5. Karena pemodal juga membayar pajak penghasilan, maka bagi pemodal yang sudah berada dalam *tax bracket* yang tinggi (di Indonesia tertinggi

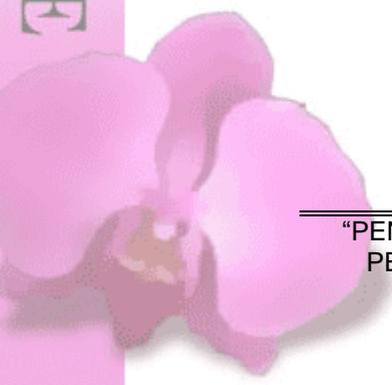
adalah 35 persen), mungkin akan lebih menyukai untuk tidak menerima dividen (karena harus segera membayar pajak) dan memilih menikmati *capital gains*.

2.1.4 *Good Corporate governance*

Good Corporate Governance Menurut Agoes (2011), *Good Corporate Governance* merupakan tata kelola perusahaan yang baik sebagai suatu sistem yang mengatur hubungan peran Dewan Komisaris, peran Direksi, pemegang saham, dan pemangku kepentingan lainnya. Tata kelola perusahaan yang baik sebagai suatu proses yang transparan atas penentuan tujuan perusahaan, pencapaiannya, dan penilaian kinerjanya.

Prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* Menurut Agoes (2011), adapun prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* , yaitu:

1. Perlakuan yang setara antar pemangku kepentingan (*fairness*) Merupakan prinsip agar para pengelola memperlakukan semua pemangku kepentingan secara adil dan setara, baik pemangku kepentingan primer (pemasok, pelanggan, karyawan, pemodal) maupun pemangku kepentingan sekunder (pemerintah, masyarakat, dan yang lainnya). Hal inilah yang memunculkan konsep stakeholders (pemegang saham saja).
2. Prinsip Transparansi Merupakan kewajiban bagi para pengelola untuk menjalankan prinsip keterbukaan dalam proses keputusan dan penyampaian informasi. Keterbukaan dalam penyampaian informasi juga mengandung arti bahwa informasi yang disampaikan harus lengkap, benar, dan tepat waktu.
3. Prinsip Akuntabilitas Merupakan prinsip dimana para pengelola berkewajiban untuk membina sistem akuntansi yang efektif untuk menghasilkan laporan keuangan (*financial statements*) yang dapat dipercaya. Untuk itu, diperlukan kejelasan fungsi, pelaksanaan, dan pertanggungjawaban organisasi sehingga pengelolaan berjalan secara efektif.



4. Prinsip Responsibilitas Merupakan prinsip dimana pengelola wajib memberikan pertanggungjawaban atas semua tindakan dalam mengelola perusahaan kepada para pemangku kepentingan sebagai wujud kepercayaan yang diberikan kepadanya.

Definisi *Good Corporate Governance* menurut *The Organization for Corporation and Development* (OECD) (dalam Purwantini, 2008) adalah sistem yang dipergunakan untuk mengarahkan dan mengendalikan kegiatan perusahaan. *Good Corporate Governance* mengatur pembagian tugas, hak, dan kewajiban mereka yang berkepentingan terhadap kehidupan perusahaan termasuk para pemegang saham, dewan pengurus, para manajer dan semua anggota, stakeholder non pemegang saham.

Menurut *Forum of Corporate Governance in Indonesia* (FCGI, 2001) ada beberapa manfaat yang diperoleh, antara lain :

1. Meningkatkan kinerja perusahaan melalui terciptanya proses pengambilan keputusan yang lebih baik, meningkatkan efisiensi operasional perusahaan, serta lebih meningkatkan pelayanan kepada stakeholder.
2. Mempermudah diperolehnya dana pembiayaan yang lebih murah yang pada akhirnya akan meningkatkan corporate value.
3. Mengembalikan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya di Indonesia.
4. Pemegang saham akan puas dengan kinerja perusahaan karena sekaligus akan meningkatkan shareholder value dan dividen.

Menurut Arifin (2005), mekanisme *corporate governance* merupakan suatu aturan main, prosedur dan hubungan yang jelas antara pihak yang mengambil keputusan dengan pihak yang melakukan kontrol, pengawasan terhadap keputusan tersebut. Mekanisme *corporate governance* diarahkan untuk menjamin dan mengawasi berjalannya sistem *corporate governance* dalam sebuah organisasi. Menurut Iskandar dan Chamlaou, 2000 (dalam Agassi, 2016) mekanisme dalam pengawasan *corporate governance* dibagi dalam dua kelompok yaitu internal mechanism dan external mechanism. *Internal mechanism* adalah cara untuk mengendalikan perusahaan dengan menggunakan struktur dan proses internal

seperti rapat umum pemegang saham, komposisi dewan direksi, komposisi dewan komisaris dan pertemuan dengan *board of director*. Sedangkan *external mechanism* adalah cara mempengaruhi perusahaan selain dengan menggunakan mekanisme internal, seperti pengendalian perusahaan dan mekanisme pasar.

Menurut Mardiansya dalam Wardani (2012) dengan adanya penerapan *corporate governane* dalam suatu perusahaan maka menghasilkan suatu manfaat yang diperoleh, yaitu :

1. meningkatkan kinerja perusahaan melalui terciptanya peroses pengambilan keputusan yang lebih baik, meningkatkan efisiensi operasional perusahaan dengan lebih baik, meningkatkan efisiensi operasional serta lebih meningkatkan pelayanan kepada *shareholder*.
2. Mempermudah diperolehnya dana pembiayaan yang lebih murah (karena faktor kepercayaan) yang pada akhirnya akan meningkatkan *corporate value*.
3. pemegang saham akan merasa puas dengan kinerja perusahaan karena sekaligus akan meningkatkan *shareholder value* dan dividen khususnya bagi BUMN akan membantu penerimaan APBN terutama dari hasil privatisasi.
4. Meningkatnya nilai saham perusahaan sehingga dapat lebih meningkat citra perusahaan kepada publik lebih luas dalam jangka panjang.
5. Mengembalikan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya di Indonesia.

Sedangkan tujuan *Corporate Governance* adalah sebagai berikut :

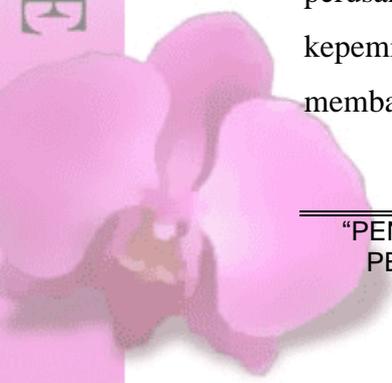
1. Melindungi hak dan kepentingan pemegang saham.
2. Melindungi hak dan kepentingan para anggota *stakeholder* non pemegang saham.
3. Meningkatkan nilai perusahaan dan para pemegang saham.
4. Meningkatkan efisiensi dan efektifitas kerja Dewan pengurus atau *Bord of Directors* dengan manajemen senior perusahaan

Menurut Forum *Corporate Governance* Indonesia (2004) dalam Swabawani (2010) *good corporate governance* adalah sebuah sistem yang

mengatur dan mengendalikan perusahaan dengan tujuan untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (*stakeholder*). Di Indonesia, sistem ini *good corporate governance* disusun oleh tiga unsur, yaitu Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), dewan direksi, dan dewan komisaris yang dibantu oleh komite audit. Selain itu, pemerintah melalui BAPEPAM mensyaratkan adanya pihak independen di dalam dewan komisaris, yang selanjutnya disebut komisaris independen.

Hutchison dan Gul (2004) dalam Abor dan Fiador (2013) menyatakan bahwa *good corporate governance* diterapkan dalam perusahaan untuk mengawasi manajer agar tidak mengejar kepentingan pribadi dan gagal memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. *Good corporate governance* hadir sebagai mekanisme pengendalian dan pengawasan untuk menyelaraskan kepentingan manajer dan pemegang saham. Menurut Abor dan Fiador (2013) ada dua mekanisme *good corporate governance*, yaitu *good corporate governance* internal dan eksternal. *good corporate governance* internal diperlukan untuk mengatur dan mengendalikan perusahaan dari dalam, sementara *good corporate governance* eksternal mengawasi perusahaan dari luar. GCG eksternal ini terwujud dengan pembagian pengendalian ke pihak luar, yaitu dengan penjualan saham ke masyarakat atau institusi lain di luar perusahaan. Karena itu, kepemilikan institusional juga merupakan suatu mekanisme *good corporate governance*.

Dalam penerapan mekanisme *good corporate governance*, peneliti menggunakan tiga bagian dari *good corporate governance* dalam penelitian yaitu kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan dewan komisaris independen. Beberapa mekanisme yang dapat digunakan untuk mengatasi masalah keagenan adalah dengan meningkatkan kepemilikan manajerial (Jensen & Meckling, 1976). Kepemilikan institusional oleh beberapa peneliti dipercaya dapat mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai perusahaan. Menurut Jensen dan Meckling (1976), kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional adalah dua mekanisme *corporate governance* utama yang membantu mengendalikan masalah keagenan. Dalam suatu perusahaan, dewan



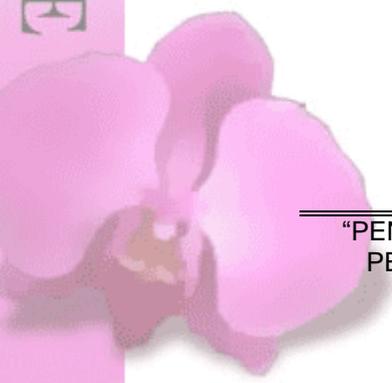
memegang peranan yang signifikan dalam penentuan strategi perusahaan. Kekuasaan tertinggi dalam hal operasional di perusahaan terletak pada dewan direksi. Dewan komisaris dan dewan direksi memiliki kekuasaan dan kekuatan tertinggi di dalam semua aspek organisasi, bisnis, dan sumber daya perusahaan (Djajendra, 2010). Keberadaan komisaris independen sangat diperlukan sebagai salah satu elemen corporate governance yang membantu meningkatkan akuntabilitas dewan komisaris. Komisaris independen membantu merencanakan strategi jangka panjang dan secara berkala melakukan review atas implementasi strategi tersebut. Sehingga diharapkan dapat memberikan benefit yang tinggi bagi perusahaan (Apriyanti dan Juliarto, 2006).

1. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan kondisi di mana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan (Tarigan dan Christiawan, 2007). Kepemilikan manajemen terhadap saham perusahaan dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan antara pemegang saham luar dengan manajemen, sehingga permasalahan keagenan diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah seorang pemilik juga.

Kepemilikan manajemen adalah saham yang dimiliki oleh manajemen secara pribadi maupun saham yang dimiliki oleh anak cabang perusahaan yang bersangkutan beserta afiliasinya. Dalam perusahaan dengan kepemilikan manajerial, manajer yang sekaligus pemegang saham tentunya akan menyelaraskan kepentingannya dengan kepentingannya sebagai pemegang saham. Sementara dalam perusahaan tanpa kepemilikan manajerial, manajer yang bukan pemegang saham kemungkinan hanya mementingkan kepentingannya sendiri. Kinerja perusahaan akan lebih baik jika saham perusahaan dimiliki oleh manajer. Manajer merasa lebih memiliki perusahaan. Manajer tidak lagi sebagai tenaga profesional yang digaji tetapi juga sebagai pemilik perusahaan, Whidianningrum dan Amah (2012).

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa seiring meningkatnya kepemilikan manajerial akan menyelaraskan kepentingan manajer dengan



kepentingan pemegang saham. Sehingga terdapat insentif bagi manajer untuk memaksimalkan nilai perusahaan ketika kepemilikan manajerialnya meningkat. Hal ini akan efektif untuk mengontrol insentif manajer yang meningkat. Dalam laporan keuangan, keadaan ini ditunjukkan dengan besarnya persentase kepemilikan saham oleh manajer yang diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan. Kepemilikan manajerial dapat diperoleh dari jumlah saham yang dimiliki oleh direksi dan manajer dibagi dengan jumlah saham yang beredar (Nuringsih, 2005). Jika manajer yang berkepentingan sekaligus sebagai pemegang saham (kepemilikan manajerial), manajer cenderung akan lebih bisa menyelaraskan kepentingannya dengan kepentingan sebagai pemegang saham. Ketika kepemilikan manajerial terjadi, pemegang saham sekaligus manajer ini secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan pada perusahaan yang bersangkutan. Perusahaan dengan menetapkan persentase kepemilikan manajerial yang besar, akan membayarkan dividen dalam jumlah yang besar sedangkan pada persentase kepemilikan manajerial yang kecil, akan cenderung menetapkan dividen dalam jumlah yang kecil. Manajer pada umumnya memiliki informasi yang lebih baik dan lebih cepat (*asymetri information*) berkaitan dengan kondisi dan prospek perusahaan dibandingkan investor luar.

2. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional merupakan kondisi dimana institusi memiliki saham dalam suatu perusahaan. Menurut Marselina et al., (2013), kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham oleh lembaga dari eksternal. Keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme monitoring yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer. Hal ini disebabkan investor institusional terlibat dalam pengambilan yang strategis perusahaan.

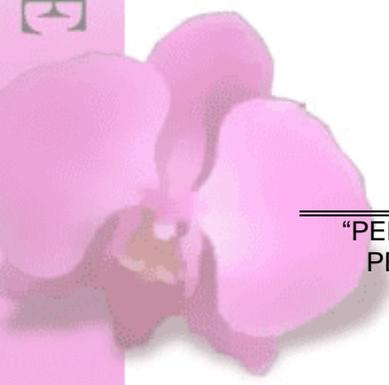
Pada dasarnya, kepemilikan institusional didefinisikan sebagai kepemilikan saham perusahaan oleh lembaga keuangan, bank, asuransi, dan lembaga investasi lainnya. Akan tetapi, Hung (2004) dalam ShingPing dan Tsung-Hsien (2008) memberikan definisi yang lebih luas tentang kepemilikan

institusional. Kepemilikan institusional didefinisikan sebagai kepemilikan saham perusahaan oleh pemerintah, institusi keuangan, perseroan terbatas, perusahaan sekuritas, dan institusi lain. Abor dan Fiador (2013) berpendapat bahwa kepemilikan institusional merupakan salah satu bentuk *good corporate governace*, yaitu *corporate governance eksternal*.

Pemegang saham institusional memiliki kemampuan pengawasan terhadap perusahaan sehingga mengurangi konflik keagenan. Al-Najjar (2009) menyatakan bahwa pemegang saham institusional berbeda dari pemegang saham perseorangan dari segi pengawasannya karena pemegang saham institusional dapat memperoleh informasi yang lebih spesifik dengan cara-cara tertentu. Pozen (2004, dalam Nurcahyo, 2014) mengungkapkan bahwa pemegang saham institusional dapat melakukan diskusi informal dengan manajer perusahaan untuk memperoleh informasi.

Selain memiliki kemampuan pengawasan yang tinggi, pemegang saham institusional juga memiliki saham perusahaan dalam jumlah yang besar sehingga memiliki suara yang lebih dominan dalam proses pengambilan keputusan. Semakin besar proporsi saham yang dimiliki pemegang saham institusional, semakin besar kemampuannya untuk mempengaruhi keputusan bahkan mengendalikan perusahaan (AlNajjar, 2009). Karena itu, keputusan tentang penentuan kebijakan dividen dalam Rapat Umum Pemegang Saham pastinya dipengaruhi oleh proporsi kepemilikan institusional. Pengertian Corporate Governance Menurut Tunggal (2013:156), *Corporate Governance* adalah sistem yang mengatur, mengelola, dan mengawasi proses pengendalian usaha untuk menaikkan nilai saham, sekaligus sebagai bentuk perhatian kepada *stakeholder*, karyawan, kreditor dan masyarakat sekitar. *Good Corporate Governance* berusaha menjaga keseimbangan di antara pencapaian tujuan ekonomi dan tujuan masyarakat.

Kepemilikan institusional adalah jumlah kepemilikan saham oleh investor institusi dari luar perusahaan. Institusi yang dimaksud adalah semua pihak yang berbentuk lembaga baik swasta, pemerintah dan asing yang mempunyai saham di perusahaan tersebut. Tingkat saham institusional yang

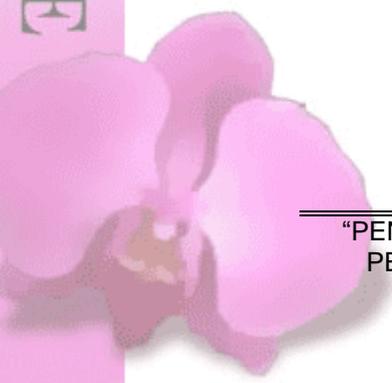


tinggi akan menghasilkan upaya-upaya pengawasan yang lebih intensif sehingga dapat membatasi perilaku opportunistic manager, yaitu manager melakukan laba secara oportunis untuk memaksimalkan kepentingan pribadinya (Scott, 2000) dalam Dewi (2008). Menurut Wahidahwati (2002), kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham oleh pihak-pihak yang berbentuk institusi seperti bank, perusahaan asuransi, dana pensiun dan institusi lainnya. Kepemilikan institusional diukur dari persentase antara saham yang dimiliki oleh institusi dibagi dengan banyaknya saham yang beredar, dengan kriteria persentase lebih dari 5%, mengindikasikan kemampuannya untuk memonitor manajemen (Machmud dan Djakman, 2008).

3. Komisaris Independen

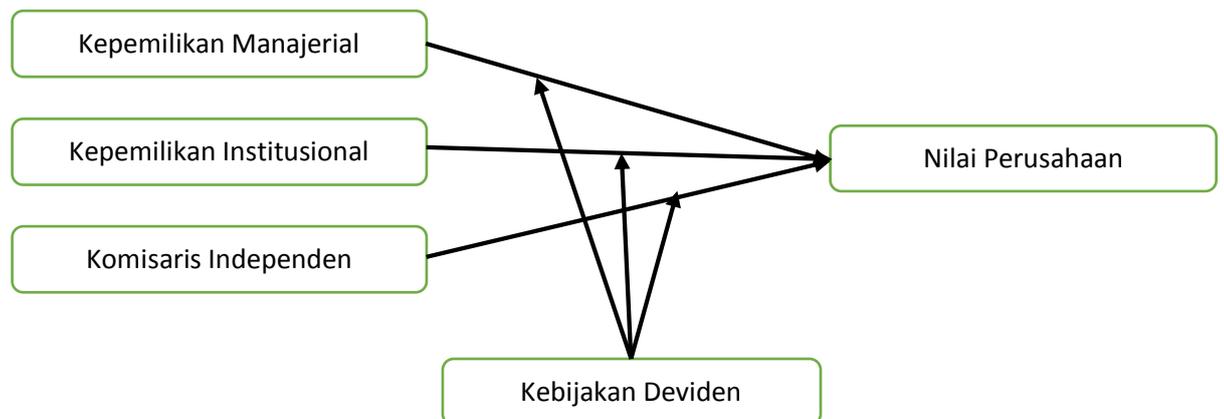
Menurut Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG, 2006) komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali, serta bebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat mempengaruhi kemampuan untuk bertindak independen atau bertindak semata-mata demi kepentingan perusahaan. Komisaris independen dapat bertindak penengah dalam perselisihan yang terjadi di antara para manajer dan mengawasi kebijakan manajemen serta memberi nasehat kepada manajemen.

Komisaris Independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali, serta bebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat mempengaruhi kemampuan untuk bertindak independen atau bertindak semata-mata demi kepentingan perusahaan (komite nasional kebijakan 2006). Komisaris independen dapat bertindak penengah dalam perselisihan yang terjadi di antara para manajer dan mengawasi kebijakan manajemen serta memberi nasehat kepada manajemen. Pradita (2010), indikator yang digunakan untuk mengatur komisaris independen adalah presentase jumlah komisaris independen dari jumlah anggota dewan komisaris yang ada.



2.2 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan uraian teoritis yang telah disampaikan diatas, kerangka pemikiran penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2.1 *Kerangka Pemikiran*

2.3 Hipotesis

Berdasarkan telaah teoritis yang telah diuraikan diatas, maka dapat dirumuskan beberapa hipotesis sebagai berikut:

1. Pengaruh Kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.

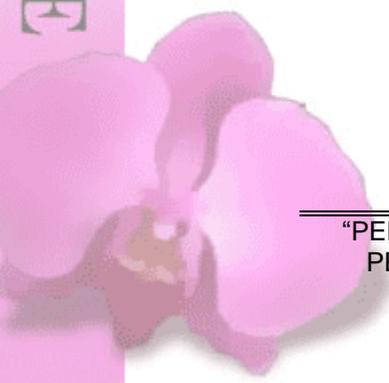
Masalah yang sering ditimbulkan dari struktur kepemilikan ini adalah *agency conflict*, dimana terdapat kepentingan antara manajemen perusahaan sebagai pengambil *decision maker* dan para pemegang saham sebagai *owner* dari perusahaan (Haruman, 2008). Kepemilikan manajemen akan mendorong manajemen untuk meningkatkan nilai perusahaan. Hasil ini sesuai dengan penelitian Jensen dan Meckling (1976) yang membuktikan bahwa variabel struktur kepemilikan saham oleh manajemen mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Kepemilikan manajerial akan mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerja perusahaan, karena mereka juga memiliki perusahaan. Kinerja perusahaan yang meningkat akan meningkatkan nilai perusahaan (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Morck et al. (1988) dalam Faizal (2004)

menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan (Tobin's Q) pada level antara 0% - 5%, dan berhubungan negatif pada level 5%-25%. Barnhart dan Rosenstein (1998) yang menguji hubungan antara nilai perusahaan, kepemilikan manajerial dan komposisi dewan direksi menyimpulkan hubungan nilai perusahaan terhadap kepemilikan manajerial merupakan hubungan yang non liner dimana akan meningkat sejalan dengan peningkatan kepemilikan manajerial pada level kepemilikan manajerial 5%, kemudian turun dengan level kepemilikan manajerial 5-25% dan kembali meningkat pada saat kepemilikan manajerial pada level di atas 25%.

Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen maka manajemen cenderung berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham untuk meningkatkan nilai perusahaan (Dwi Yana, 2007) dalam Yuniasih dan Wirakusuma (2009). Soliha dan Taswan (2002) dalam Christiawan dan Tarigan (2007) menemukan hubungan yang signifikan dan positif antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Taswan (2003) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Semakin besar kepemilikan saham oleh manajemen, maka berkurang kecenderungan manajemen untuk mengoptimalkan penggunaan sumber daya, sehingga mengakibatkan kenaikan nilai perusahaan dan ketika kepemilikan saham oleh manajemen rendah, maka ada kecenderungan terjadinya perilaku opportunistik manajer yang akan meningkat pula. Kepemilikan manajemen terhadap saham perusahaan dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara pemegang saham luar dan manajemen (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Siallagan dan Machfoedz, 2006). Sehingga permasalahan keagenan diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah juga sekaligus sebagai seorang pemilik. Manajer yang sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan, sehingga nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat juga.



Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

2. Pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan

Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen, karena dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen, sehingga manajemen akan lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan. Monitoring tersebut tentunya akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham. Kepemilikan institusional bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan pada umumnya dan manajer sebagai pengelola perusahaan pada khususnya. Semakin besar kepemilikan institusional, maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan dan diharapkan juga dapat bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan oleh manajemen (Faisal, 2005). Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional, sehingga dapat menghalangi perilaku opportunistik manajer. Menurut Tarjo (2008) bahwa kepemilikan institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai pemegang saham. Hal ini berarti menunjukkan, bahwa kepemilikan institusional menjadi mekanisme yang handal sehingga mampu memotivasi manajer dalam meningkatkan kinerjanya yang pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Dalam penelitian Nugraha (2009) menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Begitu juga dengan penelitian yang dilakukan oleh Rachmawati dan Triatmoko (2007) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Menurut Chen, Blenman, dan Chen (2008) dalam penelitiannya di Selandia Baru menyatakan bahwa peningkatan jumlah kepemilikan institusional mempromosikan kinerja perusahaan yang kuat. Hasil penelitian yang diperoleh oleh Slovin dan Sushka (1993) dalam Yulianti

(2009) yang menunjukkan bahwa nilai perusahaan akan meningkat jika pemilik institusi dapat menjadi alat monitoring yang cukup efektif.

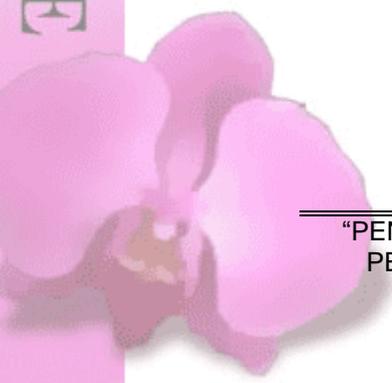
Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H2 : Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

3. Pengaruh komisaris independen terhadap nilai perusahaan

Adanya komisaris independen diharapkan mampu meningkatkan peran dewan komisaris sehingga tercipta *good corporate governance* di dalam perusahaan. Manfaat *corporate governance* akan dilihat dari premium yang bersedia dibayar oleh investor atas ekuitas perusahaan (harga pasar). Jika ternyata investor bersedia membayar lebih mahal, maka nilai pasar perusahaan yang menerapkan *good corporate governance* juga akan lebih tinggi dibanding perusahaan yang tidak menerapkan atau mengungkapkan praktek *good corporate governance* (Kusumawati dan Riyanto, 2005) dalam Rachmawati dan Triatmoko (2007). Salah satu perusahaan yang sering timbul dalam penerapan *good corporate governance* adalah adanya dewan direksi yang dipimpin oleh seorang Presiden Direktur memiliki kekuatan yang lebih besar dibandingkan dewan komisaris. Padahal, fungsi dewan komisaris adalah mengawasi kinerja dari dewan direksi yang dipimpin oleh Presiden Direktur tersebut. Efektivitas dewan komisaris dalam menyeimbangkan kekuatan Presiden Direktur sangat dipengaruhi oleh independensi dari dewan komisaris tersebut (Lipton dan Lorsch, 1992).

Semakin meningkatnya tekanan pada perusahaan, maka kebutuhan akan dukungan dari luar akan semakin meningkat. Daily dan Dalton (1994) juga menyatakan, bahwa apabila ada resistensi dari Presiden Direktur untuk menerapkan strategi supaya mampu mengatasi kinerja perusahaan yang terus menerus menurun, maka adanya komisaris yang berasal dari luar akan mendorong pengambilan keputusan untuk melakukan pembenahan dan perubahan. Hal ini disebabkan oleh kecenderungan bahwa semakin tinggi representasi dewan komisaris dari dalam (insider board), maka keterlibatan direksi dalam pengambilan keputusan yang strategis akan semakin rendah.



Didasarkan pada pemikiran bahwa semakin tinggi proporsi komisaris independen dalam perusahaan, maka diharapkan pemberdayaan dewan komisaris ini dapat melakukan tugas pengawasan dan pemberian nasihat kepada direksi secara efektif dan lebih memberikan nilai tambah bagi perusahaan (Carningsih, 2009).

Pada penelitian Samuel (2009) menyatakan bahwa pengaruh dewan komisaris terhadap nilai perusahaan adalah positif signifikan. Dan penelitian yang dilakukan oleh Siallagan dan Machfoedz (2006) membuktikan bahwa komisaris independen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

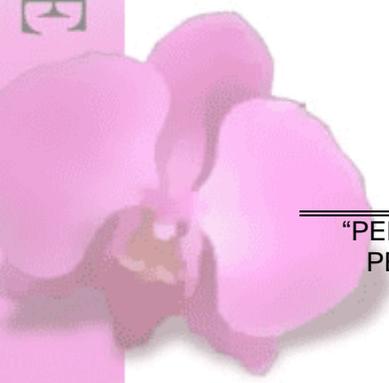
Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H3 : Ukuran komisaris independen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

4. Kebijakan dividen memoderasi kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan dewan komisaris independen terhadap nilai perusahaan
- Iturriaga dan Crisóstomo (2010) menyebutkan bahwa teori sinyal dan teori arus kas bebas menjelaskan bahwa dividen mempengaruhi nilai perusahaan dengan mempertimbangkan ada atau tidaknya pertumbuhan dalam perusahaan. Perusahaan memberikan sinyal akan pertumbuhannya dengan cara membayar dividen. Peningkatan pembayaran dividen diharapkan memberikan pengaruh yang positif terhadap nilai perusahaan. Pembayaran dividen merupakan indikasi perusahaan yang profitable, memiliki prospek yang baik dimasa depan sehingga berpotensi bagi kesejahteraan investor dimasa depan. Jensen (1986) menyatakan bahwa salah satu masalah antara manajer dan pemegang saham yaitu pemegang saham lebih menyukai pembayaran dividen dari pada diinvestasikan lagi sementara manajer sebaliknya. Berkaitan dengan kebijakan dividen, Haruman (2008) berpendapat kebijakan dividen merupakan *corporate action* yang penting yang harus dilakukan perusahaan kebijakan tersebut dapat menentukan berapa banyak keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham. Keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham ini akan menentukan

kesejahteraan para pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik pula dan pada akhirnya perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dianggap menguntungkan dan tentunya penilaian terhadap perusahaan tersebut akan semakin baik pula.

Nilai perusahaan dapat dilihat dari kemampuan perusahaan membayar dividen. Ada saatnya dividen tersebut tidak dibagikan oleh perusahaan karena perusahaan merasa perlu untuk menginvestasikan kembali laba yang diperolehnya. Besarnya dividen tersebut dapat mempengaruhi harga saham. Apabila dividen yang dibayar tinggi, maka harga saham cenderung tinggi sehingga nilai perusahaan juga tinggi dan jika dividen dibayarkan kepada pemegang saham kecil maka harga saham perusahaan yang membagikannya tersebut juga rendah. Kemampuan sebuah perusahaan membayar dividen erat hubungannya dengan kemampuan perusahaan memperoleh laba. Jika perusahaan memperoleh laba yang tinggi, maka kemampuan perusahaan akan membayarkan dividen juga tinggi. Dengan dividen yang besar akan meningkatkan nilai perusahaan (Harjito dan Martono (2005) dalam Mahendara et al., (2012)). Osman dan Muhammed (2010) mengemukakan bahwa pembayaran dividen berkaitan dengan teori sinyal. Sebagai agen, manajemen memberikan sinyal melalui laporan keuangan tentang kondisi perusahaan. Salah satu bentuk sinyal tersebut adalah pembayaran dividen. Pembayaran dividen yang meningkat dianggap sebagai sinyal yang baik akan kondisi perusahaan serta menunjukkan prospek akan profitabilitas perusahaan yang tinggi di masa depan. Hal ini berdampak pada peningkatan harga saham ketika perusahaan membagikan dividen meningkat dan menurunnya harga saham jika dividen yang dibayarkan menurun. Hal ini menunjukkan bahwa pembayaran dividen mempengaruhi nilai perusahaan. Sulong dan Nor (2010) menyatakan bahwa perusahaan diharapkan membayar dividen lebih tinggi pada perusahaan yang memiliki komisaris independen yang lebih besar. Dividen merupakan bagian dari laba perusahaan yang dibagikan dalam rangka



peningkatan kesejahteraan pemegang saham. Semakin sejahtera pemegang saham akan semakin tinggi nilai perusahaan.

Kepemilikan institusional adalah salah satu bentuk GCG, yaitu corporate governance eksternal (Abor dan Fiador, 2013). Pemegang saham institusional memiliki kemampuan pengawasan terhadap perusahaan sehingga mengurangi konflik keagenan. Al-Najjar (2009) menyatakan bahwa pemegang saham institusional berbeda dari pemegang saham perseorangan dari segi pengawasannya karena pemegang saham institusional dapat memperoleh informasi yang lebih spesifik dengan cara-cara tertentu. Pozen (2004, dalam Nurcahyo, 2014) mengungkapkan bahwa pemegang saham institusional dapat melakukan diskusi informal dengan manajer perusahaan untuk memperoleh informasi.

H4a: kebijakan dividen mampu memoderasi hubungan antara kepemilikan manajerial dan nilai perusahaan

H4b: kebijakan dividen mampu memoderasi hubungan antara kepemilikan institusional dan nilai perusahaan

H4c: kebijakan dividen mampu memoderasi hubungan antara komisaris independen dan nilai perusahaan

