



BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN PERNYATAAN PENELITIAN

A. Landasan Teori

1. Teori Keagenan

Teori keagenan menjelaskan bahwa hubungan agensi muncul saat satu orang atau lebih pemilik (pemegang saham) memperkerjakan orang lain (agen) untuk memberikan suatu jasa yaitu mengelola perusahaannya dan mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut (Jensen & Meckling, 1976).

McColgan (2001) menyatakan bahwa dalam teori keagenan terdapat suatu karakteristik hubungan keagenan yang dapat didefinisikan sebagai suatu kontra di mana pihak pemilik memperkerjakan pihak lain (agen) untuk melakukan beberapa pekerjaan atas nama pemilik. Agen merupakan pihak yang dikontrak oleh pemegang saham untuk bekerja demi kepentingan pemegang saham yaitu menaikkan nilai perusahaan. Untuk itu, agen diberikan sebagian kekuasaan untuk membuat keputusan bagi kepentingan pemegang saham. Hubungan keagenan tersebut terkadang menimbulkan masalah antara agen dan pemegang saham. Konflik yang terjadi karena antara pemegang saham dan agen memiliki tujuan yang berbeda dan masing-masing menginginkan tujuan mereka terpenuhi.

Masalah keagenan ditandai dengan adanya perbedaan kepentingan (*conflict of interest*) dan ketidakrataan distribusi informasi (*asymmetric information*) antara pemilik dengan agen (Daly, 2015).

Conflict of interest merupakan permasalahan yang terjadi antara pemilik dan agen dalam hal perbedaan pendapat dan tujuan dari masing-masing pihak berdasarkan posisi dan kepentingannya terhadap perusahaan. Dengan demikian dua konflik perbedaan



kepentingan di dalam perusahaan dimana masing-masing pihak berusaha untuk mencapai dan mempertahankan tingkat kepentingan yang dikehendaknya. Manajemen diasumsikan seringkali bertindak berdasarkan kepentingan pribadinya sehingga terjadi konflik kepentingan antara pemilik dan manajemen yang akhirnya merugikan pemilik

Asymmetric Information, yaitu informasi yang tidak seimbang yang disebabkan karena adanya distribusi informasi yang tidak merata antara pemegang saham dan agen. Dalam hal ini pemegang saham seharusnya memperoleh informasi yang sama dengan informasi yang diketahui oleh manajemen dalam tingkat hasil yang diperoleh dari usaha agen, permasalahan yang dialami perusahaan, dan informasi-informasi penting lainnya, namun ternyata informasi tersebut yang diperoleh oleh pemegang saham tidak seluruhnya disajikan oleh manajemen. Akibatnya informasi yang diperoleh pemegang saham kurang lengkap sehingga pemegang saham tidak dapat mengantisipasi risiko atau peluang yang sebenarnya dialami oleh perusahaan.

Fama (1980), asimetri informasi mempunyai dua tipe sebagai berikut:

(1) *Adverse Selection*

Pada tipe ini, pihak yang merasa memiliki informasi lebih sedikit dibandingkan pihak lain tidak akan mau untuk melakukan perjanjian dengan pihak lain tersebut apapun bentuknya, dan jika tetap melakukan perjanjian, pihak yang memiliki sedikit informasi tersebut akan membatasi dengan kondisi yang sangat ketat dan biaya yang sangat tinggi.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.



(2) *Moral Hazard*

Moral hazard terjadi ketika manajer melakukan tindakan tanpa sepengetahuan pemilik untuk keuntungan pribadinya dan menurunkan kesejahteraan pemilik.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan untuk mengurangi masalah keagenan tersebut, akan timbul suatu biaya yaitu biaya keagenan (*agency cost*) yang meliputi: *monitoring cost*, *bonding cost*, dan *residual cost*.

Monitoring cost adalah biaya yang timbul dan ditanggung oleh pemilik untuk memonitor perilaku agen, yaitu untuk mengukur, mengamati, dan mengontrol perilaku agen. Contoh biaya ini adalah biaya audit untuk menetapkan rencana kompensasi manajer, pembatasan anggaran, dan aturan-aturan operasi.

Bonding cost adalah biaya yang ditanggung oleh agen untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa agen akan bertindak untuk kepentingan pemilik, misalnya biaya yang dikeluarkan oleh agen untuk menyediakan laporan keuangan kepada pemilik. Pemegang saham hanya akan mengizinkan *bonding cost* terjadi jika biaya tersebut dapat mengurangi *monitoring cost*.

Residual cost adalah biaya yang timbul dari kenyataan bahwa tindakan agen kadang kala berbeda dari tindakan yang memaksimalkan kepentingan pemilik.

Berbagai konflik kepentingan dalam perusahaan baik antara pemilik dengan agen, agen dengan kreditur, atau pemegang saham mayoritas dengan minoritas disebabkan adanya hubungan keagenan (*agency relationship*). Pihak pemilik dapat membatasi perbedaan kepentingannya dengan memberikan tingkat insentif yang layak kepada agen dan harus bersedia mengeluarkan biaya pengawasan (*monitoring cost*) untuk mencegah penyimpangan dari agen. Hal tersebut dinamakan dengan biaya keagenan.





Kesimpulannya menurut teori keagenan, para manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan mereka sendiri, bukan bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan melalui keputusan-keputusan pendanaan yang diambil.

2. Hubungan Keagenan

Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak dimana satu atau lebih orang (*principal*) memerintah orang lain (agen) untuk melakukan suatu jasa atas nama prinsipal serta memberi wewenang kepada agen untuk membuat keputusan yang terbaik bagi *principal*. Hubungan keagenan muncul ketika satu atau lebih individu, yang disebut sebagai *principal* menyewa individu atau organisasi lain, yang disebut sebagai agen, untuk bertindak atas namanya dan mendelegasikan kekuasaan untuk membuat keputusan kepada agen. Dalam perusahaan, hubungan keagenan utama yang terjadi antara (Birgham dan Houston, 2006:16):

1. pemegang saham dengan manajer
2. pemegang saham (melalui manajer) dengan kreditur
3. pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas

a. Pemegang Saham dengan Manajer

Potensi konflik keagenan di kebanyakan perusahaan besar, adalah hal yang penting karena manajer perusahaan besar biasanya hanya memiliki presentase saham yang kecil. Dalam situasi seperti ini, memaksimalkan kekayaan pemegang saham dapat berada pada urutan kesekian dari sejumlah tujuan manajerial lain yang menimbulkan konflik. Banyak yang berpendapat bahwa tujuan utama beberapa manajer adalah untuk



memaksimalkan ukuran dari perusahaan mereka. Menurut Shah (2014), dengan menciptakan sebuah perusahaan yang besar dan tumbuh dengan pesat, para manajer dapat meningkatkan keamanan jabatan mereka, meningkatkan kekuatan, status, dan gaji mereka, dan memberikan lebih banyak kesempatan untuk manajer tingkat bawah dan menengah.

Para manajer dapat didorong untuk bertindak demi kepentingan utama para pemegang saham melalui insentif-insentif yang diberikan atas setiap kinerja yang baik atau hukuman untuk kinerja yang buruk.

Menurut Birgham dan Houston (2007: 26), terdapat beberapa mekanisme spesifik yang digunakan untuk memotivasi para manajer untuk bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham, antara lain:

1) Kompensasi Manajerial

Kompensasi dirancang untuk menarik dan mempertahankan manajer-manajer yang berkualitas dan untuk menyelaraskan tindakan manajer sedekat mungkin dengan kepentingan pemegang saham yang umumnya berkepentingan dengan meningkatkan nilai perusahaan. Para manajer kemungkinan besar akan memfokuskan perhatian pada meningkatkan nilai perusahaan jika mereka sendiri adalah pemegang saham dari perusahaan tersebut. Sering kali, perusahaan memberikan saham kinerja (*performance share*), dimana eksekutif menerima sejumlah saham terantung dari kinerja aktual perusahaan dan jasa yang berkelanjutan dari eksekutif tersebut.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak cipta dimiliki IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



(2) Intervensi Langsung Pemegang Saham

Para investor, seperti investor institusional dapat menggunakan kekuatannya untuk menerapkan pengaruh yang cukup besar atas operasi sebagian perusahaan. Mereka dapat berbicara dengan manajemen perusahaan dan membuat saran bagaimana bisnis tersebut sebaiknya dijalankan. Dampaknya, investor institusional dapat bertindak sebagai wakil bagi kelompok pemegang saham.

(3) Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

(3) Ancaman Pemecatan

Penyingkiran manajemen dari sebuah perusahaan oleh pemegang sahamnya hanya memiliki kemungkinan kecil, sehingga hanya memberikan sedikit ancaman. Situasi ini terjadi karena saham dari sebagian besar perusahaan telah didistribusikan ke banyak pihak, disertai dengan pengendalian manajemen atas mekanisme pengambilan suara yang begitu kuat, sehingga hampir tidak mungkin bagi para pemegang saham yang tidak setuju mendapatkan suara yang dibutuhkan untuk menggulingkan suatu tim manajemen.

(4) Ancaman Pengambilalihan

Pengambilalihan (*hostile takeover*) yaitu ketika manajemen tidak menginginkan perusahaannya diambil alih, kemungkinan besar akan terjadi ketika saham sebuah perusahaan dinilai terlalu rendah relatif terhadap potensinya akibat pengelolaan yang buruk. Dalam pengambilalihan, para manajer dari perusahaan yang diakuisisinya biasanya dipecat, dan jika ada yang menetap akan mendapatkan status dan wewenang yang tidak sama.



b. Pemegang Saham (Melalui Manajer) dengan Kreditur

© Hakipta milik BI KIG (Institute of Business and Informatica Kwik Kian Gie)

Kreditur memiliki klaim atas sebagian dari arus laba perusahaan untuk pembayaran pokok utang dan bunga, dan mereka memiliki klaim atas aset perusahaan saat terjadi kebangkrutan. Akan tetapi, pemegang saham memiliki kendali (melalui manajer) atas keputusan-keputusan yang mempengaruhi profitabilitas dan risiko perusahaan. Misalnya pemegang saham, yang bertindak melalui manajemen, menyebabkan sebuah perusahaan menjalankan satu proyek baru yang besar dan jauh lebih berisiko daripada yang diantisipasi oleh para krediturnya. Peningkatan risiko ini akan menyebabkan tingkat pengembalian yang diminta dari utang perusahaan ikut meningkat, dan hal ini akan mengakibatkan jatuhnya nilai dari utang yang belum jatuh tempo.

Jika proyek yang berisiko tersebut berhasil, maka seluruh keuntungannya akan diterima oleh pemegang saham, karena pengembalian kreditur ditetapkan pada tingkat risiko rendah yang lama. Namun, jika proyek tersebut gagal, para kreditur mungkin harus menanggung kerugiannya. Hal ini jelas tidak menguntungkan bagi kreditur.

Begitu pula jika para manajernya meminjam tambahan dana dan menggunakannya untuk membeli kembali saham perusahaan yang beredar sebagai usaha untuk menaikkan tingkat pengembalian ekuitas pemegang saham (Birgham dan Houston, 2006: 31).

c. Pemegang Saham Mayoritas dengan Pemegang Saham Minoritas

Pemegang saham mayoritas biasanya juga menjadi manajer di perusahaan tersebut, atau paling tidak menunjuk manajer pilihannya, akibatnya manajer di perusahaan tersebut dapat mengambil keputusan hanya berdasarkan kepentingan

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.



pemegang saham mayoritas. Shleifer & Vishny (1986) mengomentari banyaknya masalah keagenan antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas dari pengambilalihan hak-hak investor kecil oleh pemegang saham yang memiliki kontrol yang besar. Beberapa temuan penting terkait permasalahan keagenan tipe ini diungkapkan oleh La porta et al (1999), Classens et al (2000), Facio & Lang (2002), Serta Villalonga & Amit (2004), sebagai berikut:

Sebagian besar perusahaan di dunia dikontrol oleh pemegang saham mayoritas, yang secara umum melibatkan pendiri dari perusahaan keluarga.

Keluarga seringkali mampu meningkatkan porsi kontrol mereka melebihi porsi saham yang mereka miliki melalui mekanisme *dual-class stock*, *pyramidal ownership*, *interlocking shareholding*, dan *cross-holding*.

Ketika keluarga menggunakan mekanisme peningkatan kontrol untuk menciptakan pemisah antar *flow right* dan *control right*, nilai perusahaan akan turun.

Maraknya kecenderungan bentuk kepemilikan tidak langsung (*indirect ownership*) disamping kepemilikan langsung (*direct ownership*). Dengan kepemilikan tidak langsung, keluarga menempatkan saham di perusahaan dalam bentuk *trust*, *foundations*, *corporations* dan *limited partnership*.

3. Struktur Kepemilikan

Menurut Bolbol et al (2008), struktur kepemilikan perusahaan adalah komposisi / proporsi kepemilikan saham oleh berbagai pihak baik oleh individu, institusi, asing, atau pemerintah di dalam perusahaan tersebut. Jumlah kepemilikan saham dinyatakan dalam persentase yang dapat dihitung dengan cara membagi jumlah saham yang dipegang dengan total seluruh saham yang beredar. Secara garis besar, struktur kepemilikan dibagi menjadi



2 blok yaitu, blok kepemilikan internal seperti kepemilikan individual, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan keluarga dan blok kepemilikan eksternal seperti kepemilikan institusional, kepemilikan pemerintah, maupun institusi swasta, serta kepemilikan asing.

Jensen dan Meckling (1976) menjelaskan bahwa struktur kepemilikan bisa dijadikan dasar penerapan tata kelola perusahaan (*corporate governance*) yang nantinya akan dapat mengurangi masalah keagenan, ini dikarenakan struktur kepemilikan perusahaan akan memberikan pengaruh terhadap operasional perusahaan serta proses pengawasan yang dilakukan terhadap kegiatan manajemen perusahaan.

Struktur kepemilikan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap mekanisme tata kelola perusahaan dan kinerja perusahaan, Schleifer dan Vishny (1996). Claessens dan Fan (2003) mengungkapkan bahwa karakteristik struktur kepemilikan menentukan permasalahan keagenan yang terjadi. Pada perusahaan di negara seperti Amerika Serikat dan Inggris yang memiliki struktur kepemilikan yang menyebar, masalah keagenan terjadi antara pemegang saham dengan agen, dimana agen bertindak sebagai profesional murni dan relatif tidak memiliki kepemilikan yang signifikan pada perusahaan. Sedangkan di Asia, yang sebagian besar perusahaan besarnya memiliki struktur kepemilikan yang terkonsentrasi (*concentrated ownership*), masalah keagenan bergeser dari permasalahan antara pemegang saham dengan agen menjadi konflik antara pemegang saham mayoritas atau pengendali (*controlling owner*) dengan pemegang saham minoritas (*minority owner*).

Selain itu pemilik saham yang memiliki kepemilikan mayoritas saham perusahaan tentunya bukanlah investor spekulasi melainkan investor yang benar-benar ingin berinvestasi demi memajukan perusahaan tersebut. Pemilik tersebut tentunya lebih memperhatikan dengan nilai perusahaan dan cenderung lebih protektif terhadap harta



kekayaannya yang berada pada perusahaan tersebut. Sehingga ini akan mendorong pemilik perusahaan untuk meminimalisir segala bentuk tindak kecurangan yang dapat merugikan. Salah satu cara yang dapat ditempuh adalah dengan mendapatkan audit dengan kualitas yang tinggi (Pratama, 2013).

Nur'aeni (2010) menyatakan bahwa ada dua jenis kepemilikan dalam perusahaan di Indonesia yaitu kepemilikan yang menyebar dan kepemilikan yang terkonsentrasi. Dalam tipe perusahaan dengan kepemilikannya menyebar memberikan imbalan yang lebih besar kepada pihak manajemen daripada perusahaan yang kepemilikannya lebih terkonsentrasi. Jenis kepemilikan perusahaan yang kedua adalah perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi. Dalam tipe perusahaan seperti ini, timbul dua kelompok pemegang saham yaitu, kelompok pemegang saham pengendali dan kelompok pemegang saham minoritas. Pemegang saham pengendali atau pemegang saham mayoritas dapat mempengaruhi keputusan manajemen yang dapat merugikan pemilik minoritas karena saham yang dimilikinya lebih besar bila dibandingkan dengan pemilik minoritas.

4. Konsentrasi Kepemilikan

Kepemilikan dikatakan terkonsentrasi jika sebagian besar saham dimiliki oleh sebagian kecil individu atau kelompok sehingga pemegang saham tersebut memiliki jumlah saham yang relatif dominan dibandingkan pemegang saham lainnya. Sedangkan kepemilikan dikatakan tersebar apabila saham perusahaan dimiliki oleh banyak pemegang saham dengan jumlah saham yang relatif sama sehingga tidak ada pemegang saham yang dominan terhadap pemegang saham lainnya karena memiliki kontrol yang sama besar (Yustiana 2014).



Menurut Sari (2013), konsentrasi kepemilikan menggambarkan bagaimana dan siapa saja yang memegang kendali atas keseluruhan atau sebagian besar atas kepemilikan perusahaan serta keseluruhan atau sebagian besar pemegang kendali atas aktivitas bisnis pada suatu perusahaan. Kepemilikan saham bisa disebut terkonsentrasi jika jumlah saham yang dimiliki pemegang saham relatif dominan dibanding jumlah saham yang dimiliki pemegang saham yang lain. Pemegang saham mayoritas bisa mempengaruhi keputusan perusahaan. Pemegang saham mayoritas memegang kendali sebagian besar perusahaan sehingga bisa memberikan tekanan kepada manajemen untuk mengungkapkan informasi tentang risiko atau peluang yang lebih luas.

Putri (2013) menyatakan bahwa kepemilikan saham dikatakan menyebar, jika kepemilikan saham secara relatif merata dimiliki publik, tidak ada yang memiliki saham dalam jumlah sangat besar dibandingkan dengan lainnya. Jika kepemilikan saham menyebar, maka kemampuan untuk mengendalikan perusahaan berkurang karena lemahnya pengawasan.

a. Kepemilikan Keluarga

Hidayanti (2013) menyatakan Indonesia merupakan salah satu Negara berkembang yang masih memiliki dominan kepemilikan saham oleh keluarga diperusahaan. Kepemilikan saham di negara berkembang sebagian besar dikontrol oleh kepemilikan keluarga, termasuk perusahaan di Indonesia.

Menurut Fama dan Jensen (1983) perusahaan dengan kepemilikan keluarga lebih efisien daripada perusahaan yang dimiliki publik karena biaya pengawasan yang dikeluarkan atau *monitoring cost*-nya lebih kecil. Sedangkan berpendapat bahwa dengan adanya kepemilikan keluarga di suatu perusahaan maka perusahaan tersebut dapat

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.



meningkatkan profitabilitas di dalam perusahaan tersebut bila dibandingkan dengan perusahaan yang dikendalikan oleh pemilik non-keluarga.

Perusahaan keluarga memiliki karakteristik yang membedakan keputusan struktur modal mereka dari perusahaan-perusahaan yang bukan keluarga. Perusahaan keluarga memiliki keinginan yang lebih kuat untuk mengontrol dan mengurangi risiko kebangkrutan karena keinginan mereka untuk mentransfer bisnis ke anak cucunya, agar dapat memperkerjakan saudara-saudaranya, dan untuk meningkatkan nama keluarga. Kontrol keluarga juga sangat penting dilakukan untuk melindungi sumber daya perusahaan dari tindak pengambilalihan yang dilakukan pihak luar.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) kepemilikan keluarga merupakan kepemilikan terkonsentrasi karena persentase jumlah saham yang dimiliki pihak keluarga lebih besar. Perusahaan dengan kepemilikan keluarga berfokus pada efek terhadap kinerja perusahaan dan efek pengungkapan perusahaan. Jika kepemilikan keluarga mampu mengurangi permasalahan tata kelola maka hal ini akan mengurangi masalah keagenan antara agen dengan pemilik dan ini mampu meningkatkan kinerja perusahaan.

b. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial dapat didefinisikan sebagai kepemilikan saham yang dimiliki oleh direksi, manajer, karyawan, dan perangkat internal perusahaan lainnya. Kepemilikan manajerial dapat meminimalisir perilaku oportunistik yang dilakukan oleh manajemen.

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan kepemilikan manajerial adalah kondisi yang menunjukkan bahwa manajer perusahaan yang bertugas untuk mengendalikan



perusahaan turut serta memiliki saham dalam perusahaan tersebut. Pihak manajer tersebut adalah mereka yang duduk di dewan komisaris dan dewan direksi perusahaan.

Keberadaan manajemen perusahaan mempunyai latar belakang yang berbeda-beda, yaitu :

- a. mereka mewakili pemegang saham institusional.
- b. mereka adalah tenaga-tenaga profesional yang diangkat oleh pemegang saham dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).
- c. rawan terjadinya masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajemen.

Kepemilikan manajerial adalah proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Semakin besar proporsi kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan maka manajemen akan berupaya lebih giat untuk memenuhi kepentingan pemegang saham yang juga adalah dirinya sendiri. Sehingga masalah keagenan akan berkurang jika manajer adalah sekaligus pemilik dan pada akhirnya akan dapat meningkatkan kinerja perusahaan secara keseluruhan jika manajemen memenuhi kepentingan pemegang saham yang juga adalah dirinya sendiri (Jensen dan Meckling, 1976).

c. Kepemilikan Asing

Menurut Undang-Undang No. 25 Tahun 2007 pasal 1 ayat ke 6 tentang Penanaman Modal, penanam modal asing diartikan sebagai perseorangan warga negara asing, badan usaha asing, dan pemerintah asing yang melakukan penanaman modal di wilayah negara Republik Indonesia.

Shleifer dan Vishny (1997) kepemilikan asing adalah jumlah saham yang dimiliki oleh pihak asing (luar negeri) baik oleh individu maupun lembaga terhadap



saham perusahaan di Indonesia. Selama ini kepemilikan asing merupakan pihak yang dianggap peduli terhadap pengungkapan tanggung jawab sosial perusahaan. Kebutuhan investor asing mengenai proteksi terhadap pengelolaan saham dan pengungkapan laporan keuangan mengharuskan investor asing mendorong manajemen perusahaan untuk lebih transparan dalam mengungkapkan laporan keuangan perusahaan. Mekanisme tata kelola perusahaan diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka, yakin bahwa manajer tidak akan mencuri / menggelapkan atau menginvestasikan ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan berkaitan dengan dana / modal yang telah ditanamkan oleh investor, dan berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer.

d. Kepemilikan Institusional

Jensen dan Meckling (1976) kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga yang didirikan di Indonesia seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain. Pemegang saham institusional yang memiliki kepemilikan saham besar memiliki intensi untuk memantau pengambilan keputusan perusahaan serta dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Sehingga dengan adanya kepemilikan saham yang besar oleh investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen serta dalam pengambilan keputusan perusahaan.

Investor institusional dapat meminta manajemen perusahaan untuk mengungkapkan informasi sosial dalam laporan tahunannya untuk transparansi kepada pemegang saham untuk memperoleh legitimasi dan menaikkan nilai perusahaan melalui

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak Cipta dimiliki IBI BKKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBI BKKG.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBI BKKG.



mekanisme pasar modal sehingga mempengaruhi harga saham perusahaan. **P**ertumbuhan yang dominan dari kepemilikan institusional di pasar modal mencerminkan konsentrasi dan kenaikan kekayaan oleh investor institusional, sehingga keputusan investor institusional dalam pasar modal berdampak pada nilai saham perusahaan (Anggraini, 2011).

Agrawal dan Knoeber (1996) mengatakan keberadaan struktur kepemilikan institusional dapat mengurangi adanya masalah keagenan. Masalah keagenan akan menurun karena adanya penerapan sistem *monitoring* yang dilakukan oleh para investornya seperti: dana pensiun, perusahaan asuransi dan perseroan terbatas maupun institusi independen yang memiliki otoritas untuk memberikan penilaian kinerja kepada manajemen.

e. *Ultimate Ownership*

Menurut La Porta et al (1999), *ultimate ownership* adalah pemilik yang memiliki kekuatan terbesar dalam voting perusahaan. Artinya, jika perusahaan memiliki kepemilikan lebih besar dari 50% atau 50%+1, maka setiap keputusan perusahaan mutlak ditentukan oleh pemilik tersebut.

5. Tata Kelola Perusahaan (Corporate Governance)

IICG (*The Indonesian Institute for Corporate Governance*) mendefinisikan konsep *Corporate Governance* sebagai serangkaian mekanisme untuk mengarahkan dan mengendalikan suatu perusahaan agar operasional perusahaan berjalan sesuai dengan pemilik perusahaan. Parkinson (1995) menyatakan bahwa *corporate governance* adalah proses supervisi dan pengendalian yang dimaksudkan untuk meyakinkan bahwa



manajemen perusahaan bertindak sejalan dengan kepentingan para pemegang saham. *Corporate governance* diartikan sebagai sistem yang berfungsi untuk mengarahkan dan mengendalikan perusahaan. Forum for Corporate Governance in Indonesia (2001) mendefinisikan *Corporate Governance* sebagai suatu proses dan struktur yang digunakan oleh perusahaan guna memberikan nilai tambah pada perusahaan secara berkesinambungan dalam jangka panjang bagi pemegang saham dengan tetap memperhatikan kepentingan pihak lainnya berlandaskan peraturan perundang-undangan dan norma yang berlaku.

Corporate Governance diperlukan untuk mendorong pasar yang transparan, efisien, dan konsisten dengan peraturan perundang-undangan. *Corporate Governance* diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima keuntungan atas modal yang telah mereka investasikan. *Corporate Governance* berkaitan dengan bagaimana para investor yakin bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka, yakin bahwa manajer tidak akan mencuri / menggelapkan atau menginvestasikan ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan berkaitan dengan modal yang telah ditanamkan oleh investor, dan berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Shleifer dan Vishny, 1997). Dengan kata lain *corporate governance* diharapkan dapat berfungsi untuk menekan atau menurunkan masalah keagenan.

Perseroan memiliki kerangka kerja *corporate governance* sesuai dengan Undang-Undang RI No 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas. Kerangka kerja ini terdiri dari Rapat umum Pemegang Saham, Dewan Komisaris, Direksi, Komite Audit, Internal Audit dan Sekretaris Perusahaan yang bekerja bersama – sama untuk mengembangkan, menerapkan, memantau dan meninjau sistem kebijakan, prosedur standar operasi dan

pengendalian internal yang membantu untuk memastikan perusahaan berjalan secara efektif, adil dan profesional.

Code Of Good Corporate Governance yang diterbitkan oleh Komite Nasional

Corporate Governance terdapat 5 prinsip yang harus dilakukan setiap perusahaan , yaitu:

Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.





1. Transparansi (*Transparency*)

Untuk menjaga objektivitas dalam menjalankan bisnis, perusahaan harus menyediakan informasi yang jujur, relevan, dan mudah diakses oleh segala pihak yang berkepentingan. Perusahaan harus mengambil inisiatif untuk mengungkapkan tidak hanya masalah yang disyaratkan oleh peraturan perundang-undangan, tetapi juga hal-hal yang penting untuk pengambilan keputusan oleh pemegang saham, kreditur dan pihak lainnya. Perusahaan berkewajiban mengungkapkan segala aktivitas penting yang berkaitan dengan perusahaan, seperti kontrak kerja yang bernilai tinggi dengan perusahaan lain, risiko-risiko yang dihadapi dan kebijakan perusahaan yang akan dijalankan.

2. Akuntabilitas (*Accountability*)

Perusahaan harus dapat mempertanggungjawabkan kinerjanya secara transparan dan wajar. Untuk itu perusahaan harus dikelola secara benar, terukur dan sesuai dengan kepentingan perusahaan dengan tetap memperhitungkan kepentingan pemegang saham dan pihak lain. Akuntabilitas merupakan prasyarat yang diperlukan untuk mencapai kinerja yang berkesinambungan.

3. Responsibilitas (*Responsibility*)

Perusahaan harus mematuhi peraturan perundang-undangan serta melaksanakan tanggung jawab terhadap masyarakat dan lingkungan sehingga dapat terpelihara kesinambungan usaha dalam jangka panjang dan mendapat pengakuan sebagai *good corporate citizen*. OECD menyatakan bahwa prinsip tanggung jawab ini menekankan pada adanya system yang jelas untuk mengatur mekanisme pertanggungjawaban perusahaan kepada *shareholder* dan *stakeholder*. Hal ini dimaksudkan agar tujuan yang

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.



hendak dicapai dalam *good corporate governance* dapat direalisasikan, yaitu untuk mengakomodasikan kepentingan dari berbagai pihak yang berkaitan dengan perusahaan seperti masyarakat, pemerintah, asosiasi bisnis dan sebagainya.

4. Independensi (*Independency*)

Untuk melancarkan pelaksanaan asas GCG, perusahaan harus dikelola secara independen sehingga masing – masing fungsi perusahaan tidak saling mendominasi dan tidak dapat diintervensi oleh pihak lain.

5. Kewajiban dan kesetaraan (*Fairness*)

Dalam melaksanakan kegiatannya, perusahaan harus senantiasa memperhatikan kepentingan pemegang saham dan pihak lainnya berdasarkan asas kewajaran dan kesetaraan.

Selain itu, mekanisme *corporate governance* (tata kelola perusahaan) juga dapat membawa beberapa manfaat antara lain :

- a. meningkatkan kinerja perusahaan melalui terciptanya proses pengambilan keputusan yang lebih baik, meningkatkan efisiensi perusahaan, serta lebih meningkatkan pelayanan kepada pemilik.
- b. mempermudah diperolehnya dana pembiayaan yang lebih murah, yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan.
- c. mengembalikan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya di perusahaan tersebut.
- d. pemegang saham akan merasa puas dengan kinerja perusahaan karena sekaligus akan meningkatkan *shareholders's values* dan dividen.



Berbagai macam definisi yang timbul disebabkan karena pada awalnya *corporate governance* lahir sebagai prinsip-prinsip dan nilai-nilai yang harus dikembangkan oleh perusahaan agar tetap bertahan. Karena menyangkut prinsip dan nilai tersebut maka dalam prakteknya *corporate governance* muncul di tiap negara dengan isu yang berbeda-beda disesuaikan dengan sistem ekonomi yang ada di setiap negara. Selain itu dalam prakteknya, agar dapat dilaksanakan, prinsip dan nilai *corporate governance* harus disesuaikan dengan kondisi yang ada pada suatu perusahaan dan sangat tergantung dengan bentuk perusahaan, jenis usaha dan komposisi kepemilikan modal perusahaan.

Esensi dari *corporate governance* adalah peningkatan kinerja perusahaan melalui pemantauan kinerja manajemen dan adanya akuntabilitas manajemen terhadap pemilik dan pihak lainnya. Dalam hal ini manajemen lebih terarah dalam mencapai sasaran-sasaran manajemen dan tidak disibukkan untuk hal – hal yang bukan menjadi sasaran pencapaian kinerja manajemen. Struktur *corporate governance* dapat dibagi menjadi dua bagian, yaitu struktur pengendalian internal dan struktur pengendalian eksternal. Struktur pengendalian eksternal terdiri dari pihak-pihak berkepentingan yang berasal dari luar perusahaan seperti pasar modal, pasar uang, regulator (pemerintah), dan pihak lainnya. Struktur pengendalian internal perusahaan terdiri dari dewan komisaris dan dewan direksi.

6. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan untuk menentukan besarnya bagian pendapatan (*earning*) yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan bagian yang akan ditahan (*retained earning*) di perusahaan (Weston dan Copeland, 1992).



Kebijakan dividen mempunyai dampak yang sangat penting bagi investor maupun bagi perusahaan yang membayar dividen. Penetapan pembagian dividen menjadi masalah menarik karena akan memenuhi harapan investor, disisi lain kebijakan tersebut jangan sampai menghambat pertumbuhan apalagi mengancam kelangsungan hidup perusahaan.

Terdapat dua pertanyaan mendasar berkaitan dengan kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan yaitu apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai pasar saham perusahaan? dan bila kebijakan dividen berpengaruh, faktor apakah yang menentukan tingkat pembagian dividen yang optimal sehingga memaksimalkan nilai perusahaan dan meminimalkan biaya modal (*cost of capital*), (Megginson, 1997).

Rasio antara pemberian dividen dengan laba bersih disebut *dividen payout ratio*. Semakin kecil *dividend payout ratio*, maka akan semakin kecil dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Sebaliknya, semakin besar *dividen payout ratio* semakin besar pula dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, dan semakin kecil laba yang ditahan untuk kegiatan operasional perusahaan berikutnya.

Selain *dividend payout ratio* ada juga yang disebut dengan *dividend per share* atau dividen per lembar saham. Yang membedakan antara *dividend payout ratio* dan dividen per lembar saham adalah, bahwa angka dividen per lembar saham diperoleh dari pembagian antara jumlah dividen yang dibayarkan dengan jumlah saham biasa yang beredar. Seperti halnya *dividend payout ratio*, semakin besar *dividend per share*, berarti semakin besar pula dividen yang dibagikan kepada pemegang saham. Dalam hal ini diperlukan kebijakan didalam pemberian dividen.

Di dalam menentukan kebijakan dividen, perusahaan perlu memperhatikan tingkat bunga yang berlaku. Apabila tingkat bunga cenderung naik, maka perusahaan lebih

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.



menyukai pendanaan yang bersumber dari laba ditahan. Akan tetapi apabila tingkat bunga cenderung turun, maka pendanaan yang bersumber dari hutang lebih disukai perusahaan.

Akibatnya kebijakan pemberian dividen perusahaan dapat berubah.

Terdapat berbagai pendapat atau teori mengenai kebijakan dividen antara lain Teori dividen tidak relevan, Teori *the bird in the hand*, dan Teori perbedaan pajak.

a. Teori Dividen Tidak Relevan

Pendukung utama dari teori ini adalah, dimana kebijakan dividen tidak mempunyai pengaruh terhadap harga saham maupun terhadap biaya modalnya. Miller dan Modigliani (1963) berpendapat bahwa bagaimanapun kebijakan dividen itu tidak akan mempengaruhi harga saham, sebab dalam pasar modal sempurna, para pemegang saham tidak membedakan antara dividen dan laba ditahan, apakah pemberian dividen lebih besar kepada pemegang saham, atau mengalokasikan sebagian besar keuntungan perusahaan kepada laba ditahan. Miller dan Modigliani menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan tidak ditentukan dari besar kecilnya *dividen payout ratio*, tapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (*EBIT*).

b. Teori *Bird in The Hand*

Teori *Bird in the Hand* dicetuskan oleh Lintner (1963) berpendapat untuk menentang teori dividen tidak relevan milik Modigliani dan Miller. Teori ini beranggapan bahwa, nilai perusahaan akan naik apabila rasio pembayaran dividen dinaikkan, karena para investor kurang yakin terhadap penerimaan keuntungan modal (*capital gain*) yang akan dihasilkan dari laba yang ditahan dibandingkan seandainya mereka menerima dividen, sehingga dalam teori ini diasumsikan investor selalu bersifat



risk averse sehingga lebih memilih dividen dibayarkan daripada di investasikan kembali.

c. Teori Preferensi Pajak

Teori ini beranggapan bahwa investor lebih menyukai pembagian dividen yang rendah daripada yang tinggi. Hal ini disebabkan karena keuntungan modal dari *capital gain* dikenakan tarif pajak lebih rendah dari pendapatan dividen. Untuk investor yang memiliki mayoritas saham akan lebih suka jika perusahaan menanamkan kembali laba ke dalam perusahaan. Pertumbuhan laba yang akan menaikkan harga saham akan menghasilkan *capital gain* yang pajaknya lebih rendah dari pendapatan dividen.

Weston dan Copeland (1992) menyatakan faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah:

a. Undang-undang

Undang-undang menentukan bahwa pembayaran dividen harus dari laba, baik laba tahun berjalan maupun laba tahun lalu yang ada terdapat dalam laba ditahan (*retained earnings*) dalam neraca. Peraturan menekankan pada tiga hal yaitu: pengaturan laba bersih, larangan pengurangan modal (*capital impairment rule*), dan peraturan kepailitan (*insolvency rule*). Undang-undang ini penting karena merupakan kerangka untuk merumuskan kebijakan dividen. Akan tetapi, dalam batas-batas kerangka tersebut, faktor-faktor keuangan dan ekonomi mempunyai pengaruh yang penting pada kebijakan itu sendiri.

b. Posisi Likuiditas

Laba ditahan tahun-tahun lalu sudah diinvestasikan pada pabrik dan peralatan, persediaan, dan aktiva lainnya; laba tersebut tidak disimpan dalam bentuk kas. Jadi



meskipun suatu perusahaan membukukan laba, perusahaan mungkin tidak dapat membayar dividen kas karena posisi likuiditasnya tidak memungkinkan.

c. **Kebutuhan untuk Melunaskan Hutang**

Apabila perusahaan mengambil hutang untuk membiayai ekspansi atau untuk mengganti jenis pembiayaan lain, perusahaan tersebut menghadapi dua pilihan. Perusahaan dapat membayar hutang itu pada saat jatuh tempo atau menggantikannya dengan jenis surat berharga yang lain atau perusahaan dapat melunaskannya. Jika keputusannya adalah membayar hutang tersebut, maka ini biasanya memerlukan penahanan laba.

d. **Larangan dalam Perjanjian Hutang**

Perjanjian hutang, khususnya apabila merupakan hutang jangka panjang, sering membatasi kemampuan suatu perusahaan untuk membayar dividen kas. Larangan ini untuk melindungi kedudukan pemberi pinjaman, biasanya menyatakan bahwa dividen pada masa yang akan datang hanya dapat dibayar dari laba sesudah penandatanganan perjanjian hutang (jadi, dividen tidak dapat dibayar dari laba ditahan tahun-tahun lalu), atau dividen tidak dapat dibayar apabila modal kerja bersih berada dibawah suatu jumlah yang telah ditentukan.

e. **Tingkat Ekspansi Aktiva**

Semakin cepat aktiva suatu perusahaan berkembang, semakin besar kebutuhannya untuk membiayai ekspansi aktiva. Kalau kebutuhan dananya di masa depan semakin besar, perusahaan akan cenderung menahan laba daripada membagikannya.

f. **Tingkat Laba**

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.



Tingkat hasil pengembalian atas aktiva yang diharapkan akan menentukan pilihan relatif untuk membayar laba tersebut dalam bentuk dividen pada pemegang saham (yang akan menggunakan dana itu pada tempat lain) atau menggunakannya pada perusahaan tersebut.

Stabilitas Laba

Suatu perusahaan yang mempunyai laba stabil sering dapat memperkirakan berapa besar laba di masa yang akan datang. Perusahaan seperti ini biasanya cenderung membayarkan laba dengan persentase yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang labanya berfluktuasi.

h. Tingkat Kemapanan Perusahaan

Suatu perusahaan yang besar dan telah berjalan dengan baik, dan mempunyai catatan profitabilitas dan stabilitas laba, akan mempunyai peluang lebih besar untuk masuk ke pasar modal dan bentuk-bentuk pembiayaan eksternal lainnya. Jadi, perusahaan yang sudah mapan cenderung untuk memberikan tingkat pembayaran dividen yang lebih tinggi dari pada perusahaan kecil atau baru.

i. Kendali (*Control*)

Variabel penting lainnya adalah dampak dari pilihan sumber-sumber keuangan pada kendali situasi perusahaan. Sebagai suatu kebijakan, beberapa perusahaan melakukan ekspansi hanya sampai pada tingkat penggunaan laba internal saja. Pentingnya pembiayaan internal dalam usaha mempertahankan kendali akan memperkecil pembayaran dividen.

j. Posisi Pemegang Saham sebagai Pembayar Pajak



Posisi pemegang saham sebagai pembayar pajak sangat mempengaruhi keinginannya untuk memperoleh dividen. Pada saat-saat tertentu akan terjadi konflik kepentingan antara pemegang saham yang terkena tarif pajak tinggi dengan pemegang saham yang terkena tarif pajak rendah. Yang pertama ingin menginginkan pembagian dividen yang rendah dan menahan laba yang tinggi dengan harapan meningkatkan modal saham perusahaan. Sementara yang kedua menginginkan pembagian dividen yang tinggi.

Menurut Weston dan Copeland (1992) ada tiga macam bagan pembayaran dividen yang utama yaitu :

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak Cipta Dilindungi IBI IKKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



a. Jumlah yang stabil per saham

Ⓒ Kebijakan untuk membayar jumlah yang stabil per saham dilakukan banyak perusahaan, merupakan kebijakan yang disebut kebijakan dividen stabil.

b. Rasio pembayaran konstan

Hanya beberapa perusahaan yang melaksanakan kebijakan dividen berdasarkan persentase tertentu dari laba. Karena laba berfluktuasi, menjalankan kebijakan ini berarti jumlah dividen yang dibagi akan berfluktuasi. Kebijakan ini tidak akan memaksimalkan nilai saham perusahaan karena pasar tidak dapat mengandalkan kebijakan ini untuk memberikan informasi mengenai prospek perusahaan pada saat yang akan datang dan karena kebijakan ini mempengaruhi kebijakan investasi.

c. Dividen tetap yang rendah ditambah dividen ekstra

Kebijakan membayar dividen tetap yang rendah ditambah dividen ekstra merupakan penggabungan antara kebijakan 1 dan 2. Kebijakan ini memberikan fleksibilitas pada perusahaan, tetapi menyebabkan investor sedikit ragu-ragu tentang berapa besarnya pendapatan dividen mereka. Hal yang paling penting dari kebijakan dividen adalah apakah memungkinkan untuk mempengaruhi kekayaan pemegang saham dengan mengubah rasio pembayaran dividen yaitu kebijakan dividen.

Kebijakan dividen juga dipengaruhi oleh biaya keagenan (*agency cost*), konflik yang timbul antara pemegang saham dengan dengan manajer perusahaan atau antara pemegang saham dengan pemberi utang. Hal ini muncul karena manajer hanya mau menanggung sedikit dari biaya yang mereka keluarkan tetapi menikmati manfaatnya secara penuh. Salah satu cara untuk meminimalisasi biaya keagenan ini yaitu dengan membagikan dividen. Pembayaran dividen akan meningkatkan kebutuhan dana eksternal yang lebih

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.



besar. Jika ekuitas baru dikeluarkan, maka manajer akan diawasi oleh kreditur, pemegang saham, manajer investasi, dan calon investor.

Kebijakan dividen penting bagi perusahaan dengan dua alasan yaitu, pembayaran dividen dapat mempengaruhi nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham perusahaan tersebut, dan laba ditahan biasanya merupakan sumber dana internal yang terbesar dan terpenting bagi pertumbuhan perusahaan. Kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa datang sehingga memaksimalkan nilai perusahaan.

Berbagai indikator yang dapat digunakan untuk menghitung dividen perusahaan adalah *Dividen Payout Ratio* yaitu persentase dividen yang dibagikan dari laba perusahaan, *Dividen Per Share* yaitu dividen per lembar saham, dan *Dividend Yield* yaitu persentase dividen dibandingkan dengan harga saham.

7. Pecking Order Theory

Menurut Myers (2001), *pecking order theory* menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah. Dalam *pecking order theory* ini tidak terdapat struktur modal yang optimal. Secara spesifik perusahaan mempunyai urutan preferensi (hierarki) dalam penggunaan dan pendanaan perusahaan. Menurut Lucas dan McDonald (1990), terdapat skenario urutan (hierarki) dalam memilih sumber pendanaan, yaitu :

a. Perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan.



b. Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan memilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu utang yang paling rendah risikonya, turun ke utang yang lebih berisiko.

c. Jika masih dibutuhkan pendanaan, maka langkah terakhir yang dilakukan perusahaan adalah menerbitkan ekuitas (saham).

Untuk mengantisipasi kekurangan persediaan kas karena adanya kebijakan dividen yang konstan dan fluktuasi dari tingkat keuntungan, serta kesempatan investasi, maka perusahaan akan mengambil portofolio investasi yang lancar tersedia. *Pecking order theory* tidak mengindikasikan target struktur modal. *Pecking order theory* menjelaskan urutan pendanaan, Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal, dan kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. *Pecking order theory* ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat utang yang kecil. Maka dari itu, dapat dihubungkan bahwa jika dividen semakin besar, maka pendanaan internal perusahaan akan menurun dan perusahaan dituntut untuk meminjam dana dari eksternal sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan.

8. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah persepsi investor tentang suatu perusahaan, baik kesempatan untuk berkembang, laba perusahaan, prospek dimasa yang akan datang yang biasanya di cerminkan melalui harga saham (Susanti, 2010). Menurut Dzanic (2011) yang melakukan penelitian di Eropa, untuk mengukur nilai perusahaan dapat dilakukan dengan 2 pendekatan yaitu nilai buku dan nilai pasar. Penilaian perusahaan menggunakan pendekatan nilai buku dapat diketahui melalui *Return on Assets* dan *Return on Equity*



perusahaan. Pada pendekatan buku ini, nilai perusahaan dihitung berdasarkan laba bersih perusahaan yang tercatat sehingga nilai perusahaan bersifat absolut.

Tobin's q adalah gambaran statistik yang berfungsi sebagai proksi dari nilai perusahaan dari perspektif investor, seperti dalam definisi yang telah dijelaskan di atas bahwa Tobin's q merupakan nilai pasar dari *firm's assets* dan *replacement value of those assets*. Secara matematis Tobin's q dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$Q = \frac{MVS + MVD}{RVA}$$

Keterangan:

Q = Nilai tobin's q

MVS = Nilai pasar dari saham perusahaan yang beredar

MVD = Nilai pasar dari hutang

RVA = Biaya pergantian semua asset

Perusahaan dengan nilai tobin's q yang tinggi, atau $q_s > 1$ memiliki peluang investasi yang baik, memiliki potensi pertumbuhan yang tinggi, dan menunjukkan bahwa manajemen memiliki performa yang baik dengan aktiva dalam pengelolaannya (Lang et al, 1989).

Di dalam penggunaannya, Tobin's q mengalami modifikasi karena sulitnya mengetahui nilai pasar dari hutang. Modifikasi Tobin's q versi Chung dan Pruitt (1994) telah digunakan secara konsisten karena lebih sederhana. Modifikasi versi ini secara statistik kira-kira mendekati Tobin's q asli dan menghasilkan perkiraan 99,6% dari formulasi aslinya yang digunakan oleh Lindenberg & Ross (1981). Formulasi rumusnya sebagai berikut:

$$Q = \frac{MVS + D}{TA}$$

Keterangan:

Q = Nilai tobin's q



MVS = Nilai pasar saham perusahaan yang beredar
D = Total Hutang
TA = Total Aset

Dimana:

$$D = CL - CA + LTD$$

Keterangan:

D = Total Hutang
CA = Aset Lancar
CL = Hutang Lancar
LTD = Hutang Jangka Panjang

Interpretasi dari skor Tobins q menurut Sudiyatno dan Puspitasari (2010) adalah sebagai berikut:

- Tobin's $q < 1$

Menggambarkan bahwa saham dalam kondisi *undervalued*, manajemen telah gagal dalam mengelola aktiva perusahaan, dan potensi pertumbuhan investasi rendah.

- Tobin's $q = 1$

Menggambarkan bahwa saham dalam kondisi *average*, manajemen *stagnant* dalam mengelola aktiva, dan potensi pertumbuhan investasi tidak berkembang.

- Tobin's $q > 1$

Menggambarkan bahwa saham dalam kondisi *overvalued*, manajemen berhasil dalam mengelola aktiva perusahaan, dan potensi pertumbuhan investasi tinggi.

Selama 2 dekade terakhir, banyak pertentangan antara ekonom untuk mencari hubungan antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan dan cara penilaian perusahaan yang paling efektif. Morck et al (1988) menggunakan nilai Tobin's Q untuk mengukur performa perusahaan dan menemukan hubungan *non-monotonic* yang signifikan antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan. Cho (1998) berpendapat bahwa struktur



kepemilikan menentukan keputusan investasi, yang pada akhirnya menentukan performa perusahaan, hasilnya, Cho menemukan bahwa nilai Tobin's Q meningkat secara signifikan hingga konsentrasi kepemilikan tertentu tercapai, selanjutnya nilai Tobin's Q akan menurun.

B. Penelitian Terdahulu

1. Penelitian yang dilakukan oleh Krismi Budi Sienatra, Sumiati, dan Andarwati pada tahun 2015. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan, leverage, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Hubungan struktur kepemilikan, leverage, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan didasarkan konflik yang terjadi antara pemilik dengan manajer dan pemilik dengan kreditur. Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di bursa efek dalam periode 2010-2013 yang berjumlah 135 perusahaan. Variabel independen yang digunakan adalah (1) kepemilikan dengan proksi kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial, (2) leverage dengan proksi *Debt to Equity Ratio*, dan (3) kebijakan dividen dengan proksi *Dividend Payout Ratio*, sedangkan untuk mengukur variabel dependen peneliti menggunakan nilai Tobin's Q untuk mengukur nilai perusahaan. Hasil dari penelitian yang didapat adalah:

- a. Kepemilikan dan leverage mampu meningkatkan nilai perusahaan
- b. Dividen faktor yang mampu meningkatkan nilai perusahaan

2. Penelitian yang dilakukan oleh Dwi Cahyaningdyah dan Yustieana Dian Ressay pada tahun. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kebijakan manajemen keuangan yang terdiri dari kebijakan investasi, kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan secara parsial dan simultan. Populasi penelitian adalah



perusahaan BUMN yang listing di BEI pada tahun 2008-2010. Variabel independen yang digunakan adalah (1) kebijakan investasi dengan proksi *Total Assets Growth* dan *Market to Book Assets Ratio*, (2) kebijakan pendanaan dengan proksi market *Debt to Equity Ratio*, dan (3) kebijakan dividen dengan proksi *Dividend Payout Ratio*, sedangkan untuk mengukur variabel dependen peneliti menggunakan *Free Cash Flow* untuk mengukur nilai perusahaan. Hasil dari penelitian yang didapat adalah:

- a. Kebijakan investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan pendanaan.
- b. Kebijakan pendanaan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen
- c. Kebijakan investasi berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen
- d. Terdapat pengaruh simultan antara kebijakan keuangan (investasi, pendanaan, dividen) terhadap nilai perusahaan

3. Penelitian yang dilakukan oleh Evy Sumartha pada tahun 2016 dengan. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan terhadap kebijakan dividen dengan konsentrasi kepemilikan sebagai variabel moderasi pada perusahaan manufaktur di BEI. Sampel yang diperoleh sebanyak 97 perusahaan manufaktur selama tahun pengamatan. Variabel independen yang digunakan adalah (1) kepemilikan dengan proksi kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial, (2) konsentrasi kepemilikan sebagai variabel yang memoderasi kepemilikan dan kebijakan pendanaan dengan proksi market *Debt to Equity Ratio*, dan (3) ukuran perusahaan, sedangkan untuk mengukur variabel dependen peneliti *Dividend Payout Ratio* untuk mengukur kebijakan dividen. Hasil dari penelitian yang didapat adalah:

- a. konsentrasi kepemilikan berfungsi sebagai variabel moderating pada hubungan antara struktur kepemilikan dan kebijakan dividen

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.



- b. kepemilikan institusional pada perusahaan yang tidak mempunyai kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap Dividend Payout Ratio
- c. kepemilikan institusional pada perusahaan yang mempunyai kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap Dividend Payout Ratio
- d. Variabel kontrol profitabilitas dan ukuran perusahaan berpengaruh pula terhadap kebijakan dividen perusahaan

C Kerangka Pemikiran

1. Hubungan Struktur Kepemilikan dengan Kinerja Perusahaan

Menurut Jensen dan Meckling (1976), struktur kepemilikan bisa dijadikan dasar penerapan tata kelola perusahaan yang nantinya akan dapat mengurangi masalah keagenan, hal ini dikarenakan struktur kepemilikan akan memberikan pengaruh terhadap operasional perusahaan serta proses pengawasan yang dilakukan terhadap kegiatan manajemen perusahaan.

Nur'aeni (2010) menyatakan bahwa struktur kepemilikan terbagi 2 yaitu terkonsentrasi dan tersebar, dimana kepemilikan yang terkonsentrasi jika sebagian besar saham dimiliki oleh sedikit individu atau kelompok sehingga pemegang saham tersebut memiliki jumlah saham yang relatif dominan. Pemegang saham yang terkonsentrasi cenderung mendapat kontrol perusahaan yang besar karena pemegang saham yang terkonsentrasi bukanlah investor yang spekulan dan lebih menargetkan untuk meningkatkan nilai perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga dengan tujuannya

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

tersebut, kontrol yang dilakukan oleh pemilik akan lebih ketat agar agen tidak dapat melakukan tindakan-tindakan yang dapat merugikan perusahaan.

Dalam struktur kepemilikan yang terkonsentrasi, terdapat kepemilikan mutlak (*ultimate ownership*) Menurut La Porta et al (1999), *ultimate ownership* adalah pemilik yang memiliki kekuatan terbesar dalam voting perusahaan. artinya jika suatu individu atau kelompok memiliki kepemilikan lebih dari 50% atau 50%+1, maka setiap keputusan perusahaan mutlak ditentukan oleh pemilik tersebut, sehingga dapat disimpulkan *ultimate ownership* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2. Hubungan Struktur Kepemilikan dengan Kebijakan Dividen

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dan Shleifer dan Vishny (1997) kebijakan keuangan perusahaan (kebijakan dividen, struktur modal) sangat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan perusahaan. Pemilik yang memiliki saham relatif besar pada suatu perusahaan akan menargetkan perusahaan untuk dapat bertumbuh dimasa yang akan datang sehingga saham yang dimilikinya akan meningkat, hal ini akan menyebabkan turunnya kebijakan dividen karena pemilik lebih memilih *free cash flow* perusahaan dialihkan menjadi laba ditahan sehingga dapat digunakan untuk investasi perusahaan yang akan meningkatkan nilai perusahaan dimasa depan. Selain itu menurut Myers (2001) dalam *pecking order theory*, perusahaan akan memilih menggunakan pendanaan internal terlebih dahulu daripada pendanaan eksternal dikarenakan dengan pendanaan eksternal, karena tingkat kebangkrutan perusahaan akan meningkat sehingga nilai perusahaan akan menurun. Berdasarkan teori-teori tersebut, dapat disimpulkan bahwa struktur kepemilikan yang terpusat berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen.



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



3. Hubungan Kebijakan Dividen dengan Nilai Perusahaan

Weston dan Copeland (1992) menyatakan kebijakan dividen adalah keputusan besarnya laba yang akan dibagikan ke pemegang saham dan besarnya laba yang akan ditahan oleh perusahaan. Syarat suatu perusahaan untuk dapat membagikan dividen adalah perusahaan tersebut harus memiliki cadangan *free cash flow* untuk dapat membagikan dividen kepada pemegang saham. Disisi lain, perusahaan juga dapat menggunakan *free cash flow* yang tersedia untuk melakukan investasi-investasi yang dapat meningkatkan nilai perusahaan di masa yang akan datang. Berdasarkan teori diatas, perusahaan dihadapi dengan 2 pilihan bagaimana *free cash flow* tersebut akan digunakan, (1) perusahaan akan membagikan dividen dan mengurangi kemampuan perusahaan untuk berinvestasi, atau (2) perusahaan tidak membagikan dividen dan menggunakan *free cash flow* untuk berinvestasi. Jika perusahaan memutuskan untuk membagikan dividen, maka kemampuan untuk berinvestasi akan berkurang dan akan menyebabkan perusahaan sulit bertumbuh.

Penelitian yang dilakukan oleh Mayasari et al (2015) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Dapat disimpulkan berdasarkan teori dan penelitian yang sudah dilakukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

4. Hubungan Struktur Kepemilikan dengan Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh Kebijakan Dividen

Berdasarkan teori-teori yang sudah dicetuskan, dapat disimpulkan bahwa pemegang saham mayoritas cenderung mengharapkan dividen yang sedikit karena

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

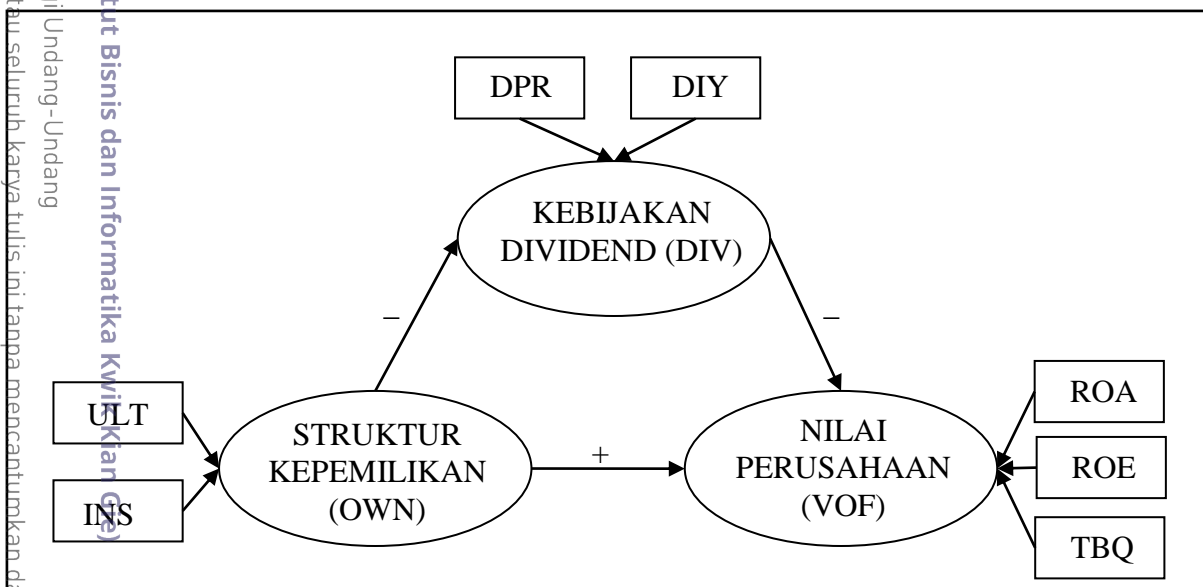
b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



dengan pembagian dividen, kemampuan investasi perusahaan akan berkurang sehingga dapat mengurangi nilai perusahaan. Teori ini dibuktikan oleh Harada dan Nguyen (2011) yang melakukan penelitian di Jepang yang menemukan bahwa konsentrasi kepemilikan berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen perusahaan. Melalui keputusan kebijakan dividen yang ditentukan, pemegang saham dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran



Sumber: dikembangkan dalam studi ini

Keterangan gambar:

OWN : Struktur Kepemilikan

ULT : *Ultimate Ownership*

INS : Kepemilikan Institusional

DIV : Kebijakan Dividen

DIY : *Dividend Yield*

DPR : *Dividend Payout Ratio*



VOF : Nilai Perusahaan

ROA : Return on Assets

ROE : Return on Equity

TBO : Nilai Tobin's Q

Model ini merupakan pengembangan model penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Suryani dan Redawati (2009) terhadap perusahaan industri manufaktur yang terdaftar pada BEI dengan yang meneliti tentang hubungan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh kebijakan keuangan perusahaan.

D. Hipotesis

Berdasarkan kerangka berpikir, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

1. H1 : Terdapat hubungan positif antara struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan.
2. H2 : Terdapat hubungan negatif antara struktur kepemilikan terhadap kebijakan dividen.
3. H3 : Terdapat hubungan negatif antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
4. H4 : Kebijakan dividen memediasi hubungan antara struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan