

BAB 1 PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Pemisahan antara kepemilikan saham dan manajemen di perusahaan-perusahaan besar sangat diperlukan. Sebagian besar perusahaan itu memiliki ratusan atau ribuan pemegang saham dan tidak mungkin jika semuanya harus terlibat dalam manajemen perusahaan, sehingga perlu otoritas untuk mendelegasikan usahanya kepada manajemen. Keuntungan dari adanya pemisahan antara kepemilikan dan manajemen ini antara lain adalah apabila ada perubahan kepemilikan saham maka tidak akan mengganggu operasi perusahaan yang sudah berjalan. Perusahaan akan menyewa manajer profesional untuk menjalankan usahanya. Tetapi ada kemungkinan timbul masalah apabila terdapat perbedaan tujuan antara manajer dengan pemegang saham.

Konflik antara tujuan pemegang saham dengan tujuan manajer ini menciptakan masalah *principal-agent*. Pemegang saham sebagai prinsipal dan manajer sebagai agen dari pemegang saham. Pemegang saham ingin manajemen meningkatkan nilai perusahaan tetapi manajer memiliki keinginan sendiri. *Agency costs* ini dapat terjadi ketika manajer tidak berusaha untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan pemegang saham mengeluarkan *cost* untuk mengawasi manajer dan mempengaruhi tindakannya (Myers, 2003). Biaya ini tidak akan terjadi apabila pemegang saham sekaligus bertindak sebagai manajer seperti halnya perusahaan perorangan.

Permasalahan *principal-agent* ini dapat diselesaikan apabila setiap orang memiliki informasi yang sama, walaupun hal ini sangat sulit, karena manajer, pemegang saham, dan kreditur memiliki informasi yang berbeda tentang perusahaan. Informasi yang relatif lebih banyak dimiliki manajer dibandingkan dengan pihak luar dapat memunculkan informasi yang tidak seimbang (*information asymetry*). Adanya informasi yang tidak seimbang mengenai perusahaan antara manajer dan pihak-pihak luar tersebut, mempersulit pihak luar untuk mengawasi semua perilaku dan keputusan manajer.

Berdasarkan *agency theory*, manajer tidak akan bertindak untuk memaksimalkan *return* ke pemegang saham sampai terdapat struktur *governance* yang baik diterapkan untuk melindungi kepentingan pemegang saham, terutama di perusahaan-perusahaan besar. Jensen & Meckling (1976), berpendapat bahwa mekanisme untuk mengatasi konflik keagenan antara lain dengan meningkatkan kepemilikan *insider* (*insider ownership*) sehingga dapat menyejajarkan kepentingan pemilik dengan manajer. Mekanisme tersebut dikenal dengan istilah *good corporate governance* atau tata kelola perusahaan yang baik dalam menjalankan usahanya. *Corporate governance* merupakan mekanisme pengendalian untuk mengatur dan mengelola bisnis dengan maksud untuk meningkatkan kemakmuran dan akuntabilitas perusahaan, yang tujuan akhirnya untuk mewujudkan *shareholder value*.

Peranan agen di dalam perusahaan dijalani oleh dewan komisaris dan direksi yang diberi suatu kewenangan untuk mengurus aktivitas perusahaan dan mengambil sebuah keputusan mengatasnamakan pemiliknya untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Dari sudut manajemen keuangan, pengelolaan kinerja perusahaan ini meliputi tiga keputusan, yaitu keputusan finansial (*financial decision*), keputusan investasi (*investment decision*), dan kebijakan dividen (*dividend policy*).

Kebijakan perusahaan tentang pembayaran dividen merupakan topik manajemen perusahaan yang penting, karena tidak hanya menggambarkan *return* kepada pemegang saham tetapi juga mengandung informasi yang berguna untuk menilai perusahaan. Isu mengenai apakah perusahaan harus membayar dividen atau tidak, berapa besar yang harus dibayarkan, dan dampaknya pada nilai pasar dan kesejahteraan pemegang saham dengan adanya distribusi dividen telah banyak didiskusikan.

Kebijakan pembayaran dividen merupakan salah satu area dalam keputusan perusahaan yang tidak bisa dilepaskan dari konflik kepentingan. Easterbrook (1984) menyatakan bahwa dividen merupakan hasil atau jawaban dari permasalahan agensi (*agency conflicts*), karena manajer lebih suka menahan *earnings* untuk meningkatkan konsumsi pribadi atau mengurangi risiko sumber daya manusianya, rendahnya standar *governance* dan rendahnya proteksi

pemegang saham menghasilkan rasio pembayaran dividen yang lebih rendah. Sebaliknya pembayaran dividen dapat mengurangi *agency conflicts*. Jensen (1986) mendukung untuk menurunkan *free cash flows* yang tersedia untuk manajer dalam rangka meningkatkan disiplin finansial, yaitu dengan memberikan dividen yang lebih besar sehingga dapat memberikan substitusi efektifitas biaya untuk pengawasan pemegang saham.

Faktor-faktor utama yang mempengaruhi kebijakan pengeluaran dividen menurut Fama dan French (2001) adalah profitabilitas, kesempatan untuk investasi, dan ukuran perusahaan. Mereka berpendapat bahwa perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi atau dengan ukuran perusahaan yang besar akan membayar dividen dan sebaliknya perusahaan yang memiliki kesempatan yang besar untuk berinvestasi akan lebih sedikit membayar dividen.

Pembayaran dividen dapat berupa kas / tunai atau dengan saham. Banker *et al.* (1993) menyatakan bahwa pembagian dividen dalam bentuk saham menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kesempatan investasi yang signifikan atau mungkin perusahaan sedang mengalami kekurangan kas untuk membayar dividen sehingga harus menggantinya dengan dividen saham. Mereka menyarankan untuk perusahaan yang memiliki kesempatan besar untuk berinvestasi membayar dividennya dengan saham.

Jadi faktor-faktor yang membuat perusahaan membayar atau tidak membayar dividen dapat berupa faktor dari dalam perusahaan itu sendiri seperti profitabilitas, kesempatan untuk investasi dan ukuran perusahaan atau faktor-faktor yang dihasilkan dari permasalahan agensi seperti konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham atau antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas.

Penelitian empiris tentang hubungan antara *corporate governance* dan rasio pembayaran dividen telah banyak dilakukan. Jiraporn *et al.* (2008) menyatakan bahwa terdapat dua kemungkinan hipotesis dalam literatur yang meneliti hubungan antara *corporate governance* dan rasio pembayaran dividen yang berkaitan dengan *agency cost*, yaitu *outcome hypothesis* dan *substitution hypothesis*. *Outcome hypothesis* sebagian besar berdasarkan *free cash flows hypothesis* (Jensen, 1986). Manajer perusahaan dengan *governance* yang rendah

lebih suka menahan kas dalam perusahaan dan menggunakannya untuk kepentingan pribadi, seperti berinvestasi di proyek-proyek yang meningkatkan prestise pribadi dan tidak perlu memberikan *return* yang cukup kepada pemegang saham. Sebaliknya perusahaan dengan *governance* yang kuat, manajer tidak mungkin mengabaikan *free cash flows* sehingga untuk menarik perhatian, mereka membayarkan kas kepada pemegang saham. Kebijakan dividen ini merupakan hasil (*outcome*) dari adanya *governance*. Prediksi empiris dari hipotesis ini adalah perusahaan dengan *governance* yang kuat membayar dividen lebih besar, atau dengan kata lain terdapat pengaruh yang positif antara kualitas *corporate governance* dengan rasio pembayaran dividen.

Beberapa penelitian yang membuktikan hipotesis ini antara lain oleh Ronneboog dan Szilagyi (2006) yang melaporkan bahwa perusahaan dengan pemegang saham yang kuat memaksa pembagian dividen yang lebih tinggi pada perusahaan di Belanda. Michaely dan Roberts (2006) menyimpulkan bahwa *governance* yang kuat mendorong pembayaran dividen yang lebih tinggi dan lebih konsisten di Inggris. La Porta *et al.* (2000), menguji 4.000 perusahaan di 33 negara dan hasilnya mendukung model *outcome* ini yaitu perusahaan membayar lebih banyak dividen di negara-negara yang hak pemegang saham minoritasnya dilindungi dengan lebih baik.

Pandangan dalam *substitution hypothesis* adalah berdasarkan argumen yang dibuat La Porta *et al.* (2000) dan memandang perusahaan membutuhkan dana eksternal dari pasar modal. Untuk dapat meningkatkan modal tersebut perusahaan harus dapat menarik investor tanpa mengeksploitasi pemegang saham. Salah satu caranya adalah dengan membayar dividen. Bagi perusahaan yang memiliki *governance* yang lebih lemah, reputasi yang baik lebih berharga sehingga membutuhkan pembagian dividen yang lebih besar. Sebaliknya, untuk perusahaan dengan *governance* yang kuat, kebutuhan reputasi tersebut lebih lemah dan demikian juga keperluan membayar dividen lebih kecil. Dengan kata lain, dividen yang lebih besar mensubstitusi *governance* yang lebih lemah. Jadi, terdapat prediksi hubungan yang berlawanan antara kualitas *corporate governance* dan rasio pembayaran dividen, yaitu perusahaan dengan *governance* yang lebih kuat membayar dividen yang lebih rendah. Beberapa penelitian yang membuktikan

hipotesis ini antara lain Officer (2007), Pan (2007), Jiraporn dan Ning (2006), serta Nielsen (2007) yang melaporkan pengaruh yang negatif antara *corporate governance* dan rasio pembayaran dividen, dalam hal ini *corporate governance* diukur dengan *Governance Index* yang dikembangkan oleh Gompers *et al.* (2003). Sedangkan John dan Knyazeva (2006), menggunakan indeks yang lebih luas seperti struktur dewan (*account board structure*), *institutional blockholding*, dan indeks dari Gompers *et al.* juga membuktikan adanya efek substitusi antara kualitas *governance* dan rasio pembayaran dividen.

Proksi *corporate governance* terkait dengan kebijakan dividen bisa dilihat dari sisi manajer (dalam hal ini direksi) yang mengambil kebijakan dividen, komisaris dan komisaris independen yang mengawasi kebijakan manajemen, atau dari sisi struktur kepemilikan saham (baik itu kepemilikan saham manajerial, institusi maupun keluarga) yang merupakan pihak yang menerima dividen. Jumlah direksi yang besar dapat berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen (Mediastuti dan Machfoedz, 2003) karena dapat mengurangi konflik kepentingan yang timbul dari hubungan keagenan antara manajemen dengan pemegang saham, dan bersifat negatif (Yermack, 1996) karena akan membuat jalur komunikasi koordinasi akan semakin panjang sehingga akan melemahkan kerjasama dan proses pengambilan keputusan. Sementara jumlah komisaris dan komisaris independen yang besar akan membuat kegiatan *monitoring* manajer menjadi lebih baik (Fama, 1980) dan dapat menyelesaikan masalah agensi (Jensen dan Meckling, 1976).

Kepemilikan manajerial yang meningkat dapat menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham, sehingga terdapat peningkatan insentif bagi *owner-manager* untuk memaksimalkan nilai perusahaan ketika terjadi peningkatan kepemilikan manajerial (Jensen dan Meckling, 1976). Sementara kepemilikan institusional yang besar (lebih dari 5%) pada perusahaan mengindikasikan adanya kemampuan untuk mengawasi manajemen dengan lebih baik (Mangel dan Singh, 1993).

Perusahaan publik di Indonesia memiliki komposisi struktur kepemilikan yang berbeda dengan perusahaan di Eropa atau Amerika yang struktur kepemilikannya menyebar (*dispersed ownership*) sehingga konflik keagenan bisa

terjadi antara manajer dan pemegang saham, sementara struktur kepemilikan di Indonesia sangat terkonsentrasi (Santoso, 2008) sehingga konflik keagenannya adalah antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Yun (2007) menyatakan bahwa keuntungan dari struktur yang terkonsentrasi ini adalah memiliki kepemimpinan yang kuat dan tim manajemen yang kohesif yang dibentuk oleh pemilik keluarga (*family-owned*) atau anggota pengendali. Tetapi, terdapat masalah yaitu perusahaan yang didominasi oleh satu keluarga cenderung memberikan hak *governance* perusahaan untuk kepentingannya sendiri dan mengorbankan pemegang saham minoritas.

Dari literatur yang ada, terdapat penemuan yang mengindikasikan bahwa struktur pemegang saham yang dominan memainkan peranan aktif atau efektif dalam *corporate governance*. Sebagai contoh di Jerman, Franks dan Mayer (1994) menemukan bahwa pemegang saham yang besar diasosiasikan dengan perputaran direktur yang lebih besar. Demikian juga Kaplan dan Minton (1994) menemukan bahwa perusahaan di Jepang dengan pemegang saham yang besar lebih mungkin mengganti manajernya karena kinerja perusahaannya lebih menjadi buruk.

Karya akhir ini mempunyai dua tujuan yaitu meneliti pengaruh *corporate governance* terhadap kebijakan pembayaran dividen dan meneliti pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan publik di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2006-2007. *Corporate governance* diukur menggunakan ukuran direksi, ukuran komisaris, persentase komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, dan kepemilikan keluarga. Kebijakan dividen menggunakan proksi *dividend payout ratio* yaitu dividen dibagi dengan *net income*. Sedangkan nilai perusahaan diproksikan oleh Tobin's Q ratio (James Tobin, 1969) yang merupakan perbandingan antara nilai pasar saham suatu perusahaan dengan nilai penggantian (*replacement value*) aset perusahaan.

1.2 Perumusan Masalah

Berdasarkan berbagai informasi yang telah dijelaskan sebelumnya, maka dalam penelitian ini akan dirumuskan permasalahan sebagai berikut:

1. Apakah terdapat pengaruh positif jumlah direksi terhadap kebijakan dividen?

2. Apakah terdapat pengaruh positif jumlah komisaris terhadap kebijakan dividen?
3. Apakah terdapat pengaruh positif persentase komisaris independen terhadap kebijakan dividen?
4. Apakah terdapat pengaruh positif kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen?
5. Apakah terdapat pengaruh positif kepemilikan keluarga terhadap kebijakan dividen?
6. Apakah terdapat pengaruh positif kepemilikan institusi terhadap kebijakan dividen?
7. Apakah terdapat pengaruh positif kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh positif jumlah direksi terhadap kebijakan dividen.
2. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh positif jumlah komisaris terhadap kebijakan dividen.
3. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh positif persentase komisaris independen terhadap kebijakan dividen.
4. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh positif kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen.
5. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh positif kepemilikan keluarga terhadap kebijakan dividen.
6. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh positif kepemilikan institusi terhadap kebijakan dividen.
7. Untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh positif kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

1.4 Manfaat Penelitian

Dengan dilakukannya penelitian ini, maka manfaat yang diharapkan dapat diperoleh adalah sebagai berikut:

- Memberikan masukan bagi perusahaan, mengenai pelaksanaan *corporate governance* berhubungan dengan kebijakan dividen serta mengenai kebijakan dividen dengan nilai perusahaan.
- Memberikan masukan kepada Bapepam-LK mengenai peraturan yang terkait dengan *corporate governance*.
- Memberikan pertimbangan bagi investor dalam berinvestasi dengan melihat apakah kebijakan dividen dan faktor-faktor lainnya dapat meningkatkan nilai perusahaan.
- Memberikan tambahan kepastakaan/referensi empiris mengenai penelitian pengaruh *corporate governance* terhadap kebijakan pembayaran dividen serta pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan publik di Indonesia.
- Memberikan tambahan pengetahuan empiris kepada penulis mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap kebijakan dividen serta pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan pada perusahaan publik di Indonesia. di Indonesia.

1.5 Batasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan penelitian, yaitu:

- Indikator *corporate governance* hanya dilihat dari ukuran direksi, ukuran komisaris, persentase komisaris independen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, dan kepemilikan keluarga.
- Terdapat tiga alternatif dalam mengukur *payout ratio* (Jiraporn *et al.*, 2008) yaitu rasio dividen dibagi total aset, rasio dividen dibagi penjualan dan rasio dividen dibagi *net income*. Dalam penelitian ini kebijakan dividen menggunakan proksi dari rasio dividen dibagi *net income*.
- Paling tidak terdapat tiga teori tentang dividen yaitu *dividend irrelevant theory*, *the bird in the hand theory* dan *tax differential (preference) theory*. Penelitian ini terkait dengan masalah agensi sehingga untuk teori dividen yang dipakai adalah *the bird in the hand theory*.
- Penelitian ini hanya meneliti pengaruh antara *corporate governance* terhadap kebijakan dividen dan meneliti pengaruh kebijakan dividen

terhadap nilai perusahaan, tetapi tidak meneliti secara simultan hubungan *corporate governance* dengan nilai perusahaan.

- Variabel kas dan setara kas di akhir tahun digunakan sebagai proksi ketersediaan kas yang dapat digunakan untuk membayar dividen, sedangkan keputusan pembayaran dividen biasanya baru dilakukan pada saat RUPS di tahun berikutnya. Dalam penelitian ini diasumsikan nilai kas dan setara kas antara akhir tahun sampai tanggal keputusan pembayaran dividen tidak berbeda signifikan.
- Pengaruh pajak atas dividen tidak dipertimbangkan dalam penelitian ini.

1.6 Sistematika Penulisan

Secara garis besar sistematika penulisan karya akhir ini adalah sebagai berikut :

BAB 1 PENDAHULUAN

Bab ini membahas mengenai latar belakang, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, batasan penelitian serta sistematika penulisan yang akan digunakan dalam penelitian ini.

BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini berisi tinjauan pustaka yang berhubungan dengan karya akhir ini yang meliputi teori *corporate governance*, peraturan yang terkait dengan *corporate governance* di Indonesia, struktur kepemilikan, dividen, nilai perusahaan serta penelitian terdahulu yang terkait dengan penulisan karya akhir ini.

BAB 3 METODE PENELITIAN

Bab ini memuat metode penelitian yang digunakan, meliputi kerangka pemikiran, pengembangan hipotesis, model penelitian, definisi operasional, sampel dan pengambilan data, serta metode analisis data.

BAB 4 HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bab ini akan membahas hasil dari pengujian hipotesis mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap kebijakan dividen serta pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.

BAB 5 KESIMPULAN

Bab ini merupakan penutup dari karya akhir yang berisi kesimpulan atas penelitian yang telah dilakukan, keterbatasan penelitian, dan saran untuk penelitian selanjutnya dan kepada pihak-pihak terkait (Bapepam-LK, investor dan perusahaan).

