

BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

2.1 *Corporate governance*

Teori-teori keuangan telah dikembangkan baik secara teoritis maupun empiris untuk menyelidiki lebih lanjut permasalahan yang disebabkan oleh perbedaan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer perusahaan, antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas, serta antara pemegang saham dengan kreditur (*agency problem*).

2.1.1 Teori-teori *Corporate governance*

Syakhroza (2003) menyatakan teori *corporate governance* dapat diformulasikan dalam model-model *corporate governance* yang bersifat *mainstream* seperti *finance* model (*agency theory*), *stewardship* model (*stewardship theory*), *stakeholders* model (*stakeholders theory*) atau *political* model (*political theory*) serta *myopic market* model.

Agency theory mengasumsikan bahwa manajer akan bertindak secara oportunistik dengan mengambil keuntungan pribadi sebelum memenuhi kepentingan pemegang saham. Teori Agensi ini timbul karena adanya perkembangan ilmu manajemen modern yang menggeser teori klasik, yaitu adanya aturan yang memisahkan pemilik perusahaan (*principal*) dengan para pengelola perusahaan (*agent*). Ketika perusahaan berkembang menjadi besar, apalagi pemegang saham semakin tersebar, semakin banyak *agency cost* yang terjadi dan pemilik semakin tidak dapat melakukan kontrol yang efektif terhadap manajer yang mengelola perusahaan. Menurut Jensen dan Meckling (1976) potensi konflik kepentingan bisa terjadi di antara pihak-pihak yang berhubungan seperti antara pemegang saham dengan manajer perusahaan (*agency costs of equity*) atau antara pemegang saham dengan kreditur (*agency costs of debt*). Menurut mereka *agency cost* itu meliputi tiga hal, yaitu *monitoring costs*, *bonding costs* dan *residual loss*. *Monitoring costs* merupakan pengeluaran yang dibayar oleh prinsipal untuk mengukur, mengamati dan mengontrol perilaku agen agar tidak menyimpang. Biaya ini timbul karena adanya ketidakseimbangan informasi antara prinsipal dan agen. Dalam situasi tertentu, agen memungkinkan untuk

membelanjakan sumber daya perusahaan (*bonding costs*) untuk menjamin bahwa agen tidak akan bertindak yang dapat merugikan prinsipal atau untuk meyakinkan bahwa prinsipal akan memberikan kompensasi jika dia benar-benar melakukan tindakan tersebut. Akan tetapi masih bisa terjadi perbedaan antara keputusan-keputusan agen dengan keputusan-keputusan yang dapat memaksimalkan kesejahteraan agen. Nilai uang yang ekuivalen dengan pengurangan kesejahteraan yang dialami prinsipal disebut dengan *residual loss*. Teori *agency* ini sangatlah sulit untuk diterapkan dan banyak kendala serta masih belum memadai, sehingga diperlukan suatu konsep yang lebih jelas mengenai perlindungan terhadap para *stakeholders*, yang menyangkut masalah-masalah konflik kepentingan dan biaya-biaya agensi yang akan timbul, sehingga berkembanglah suatu konsep baru yang memperhatikan dan mengatur kepentingan-kepentingan para pihak yang terkait dengan kepemilikan dan pengoperasional (*stakeholders*) suatu perusahaan, yang dikenal dengan konsep *corporate governance*.

Stewardship model mengasumsikan bahwa manajer adalah pelayan perusahaan yang baik dan rajin bekerja untuk mencapai tingkat laba dan tingkat pengembalian modal yang tinggi bagi pemegang saham. Manajer dapat memotivasi dirinya sendiri serta bekerja dengan inisiatif sendiri dan penuh tanggung jawab. Berdasarkan teori ini, keberadaan dewan komisaris yang berperan sebagai pengawas direksi mungkin menjadi tidak efektif.

Stakeholders model mengasumsikan bahwa perusahaan merupakan suatu sistem dari jaringan *stakeholders* yang beroperasi di dalam sistem yang lebih besar dalam suatu sistem masyarakat yang menyediakan infrastruktur pasar dan hukum bagi aktivitas perusahaan (Clarkson, 1994). Tujuan perusahaan dalam hal ini adalah menciptakan nilai bagi seluruh *stakeholders* dengan menciptakan barang dan jasa. Dalam model ini *corporate governance* merupakan sistem yang dirancang untuk memungkinkan dilakukan *check and balance mechanism* untuk menjamin terpeliharanya keseimbangan internal dan eksternal organisasi.

Political model menyatakan bahwa alokasi kekuasaan dalam perusahaan, *privilege*, atau alokasi laba di antara pemilik, manajer dan *stakeholders* lainnya ditentukan oleh pertimbangan-pertimbangan politis. Dalam hal ini pemerintah dapat berperan penting dalam menentukan alokasi tersebut. Alokasi kekuasaan

dalam teori *corporate governance* juga harus dilihat dari perspektif budaya, sehingga dapat dikatakan tidak ada satu model *corporate governance* yang dapat digunakan sekaligus untuk beberapa negara, bahkan oleh beberapa perusahaan dalam satu negara.

Myopic market model menyatakan bahwa pasar sudah efisien, yaitu informasi yang tersedia di pasar sudah lengkap dan sempurna, serta tidak ada informasi yang tidak simetris sehingga kinerja perusahaan tercermin sepenuhnya pada harga pasar. Pasar dapat berfungsi sebagai mekanisme kontrol yang efektif terhadap perilaku perusahaan. Walaupun pada kenyataannya informasi di pasar cenderung terdistorsi karena belum bekerjanya pasar secara efisien.

2.1.2 Pengertian *Corporate governance*

Organization Economic Cooperation and Development (OECD) berpendapat bahwa *corporate governance* adalah struktur hubungan serta kaitannya dengan tanggung jawab di antara pihak-pihak terkait yang terdiri dari pemegang saham, anggota dewan direksi dan komisaris termasuk manajer, yang dirancang untuk mendorong terciptanya suatu kinerja yang kompetitif yang diperlukan dalam mencapai tujuan utama perusahaan.

Monks (2003) mendefinisikan *corporate governance* sebagai suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan yang dapat menciptakan nilai tambah untuk semua *stakeholder*. Sedangkan menurut *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG), *Corporate governance* adalah proses dan struktur yang diterapkan dalam menjalankan perusahaan, dengan tujuan utama untuk meningkatkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholders* lainnya.

Sementara itu Cadbury Committee dari Inggris seperti yang dikutip oleh *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI, 2001) mendefinisikan *corporate governance* sebagai seperangkat aturan yang merumuskan hubungan antara para pemegang saham, manajer, kreditor, pemerintah, karyawan, dan pihak-pihak yang berkepentingan lainnya baik internal maupun eksternal sehubungan dengan hak-hak dan tanggung jawab mereka, atau sistem yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan. Paling tidak ada dua hal yang ditekankan dalam konsep ini yaitu pentingnya hak pemegang saham untuk

memperoleh informasi dengan benar dan tepat pada waktunya serta adanya kewajiban bagi perusahaan untuk melakukan pengungkapan (*disclosure*) secara akurat, tepat waktu, transparan terhadap semua informasi kinerja perusahaan, kepemilikan, dan *stakeholder*.

2.1.3 Prinsip-prinsip *Corporate governance*

OECD mengembangkan seperangkat prinsip-prinsip *corporate governance*, atau yang lebih dikenal sebagai *The OECD Principles Of Corporate Governance*. Prinsip-prinsip dasar dari *good corporate governance* meliputi:

1. *Transparency* (keterbukaan informasi), yaitu keterbukaan dalam melaksanakan proses pengambilan keputusan dan keterbukaan dalam mengemukakan informasi materiil dan relevan mengenai perusahaan.
2. *Accountability* (akuntabilitas), yaitu kejelasan fungsi, struktur, sistem, dan pertanggungjawaban organ perusahaan sehingga pengelolaan perusahaan terlaksana secara efektif.
3. *Responsibility* (pertanggungjawaban), yaitu kesesuaian (kepatuhan) di dalam pengelolaan perusahaan terhadap prinsip korporasi yang sehat serta peraturan perundangan yang berlaku.
4. *Independency* (kemandirian), yaitu suatu keadaan dimana perusahaan dikelola secara profesional tanpa benturan kepentingan dan pengaruh atau tekanan dari pihak manajemen yang tidak sesuai dengan peraturan dan perundangan-undangan yang berlaku dan prinsip-prinsip korporasi yang sehat.
5. *Fairness* (kesetaraan dan kewajaran), yaitu perlakuan yang adil dan setara di dalam memenuhi hak-hak *stakeholder* yang timbul berdasarkan perjanjian serta peraturan perundangan yang berlaku. (Kaihatu, 2006)

Prinsip-prinsip dasar *good corporate governance* yang dikeluarkan OECD menyatakan bahwa kerangka kerja *corporate governance* seharusnya (1) melindungi hak pemegang saham, (2) memperlakukan seluruh pemegang saham dengan sama, (3) mengakui hak-hak *stakeholder* sesuai dengan hukum yang berlaku dan menerapkan konsep *corporate* yang baik, (4) mengungkapkan seluruh hal yang material perusahaan dengan akurat dan tepat waktu, termasuk

kondisi keuangan, kinerja, kepemilikan dan tata kelola perusahaan; serta (5) memastikan panduan strategik perusahaan, pengawasan manajemen oleh dewan yang efektif dan pertanggung-jawaban dewan kepada perusahaan dan pemegang saham.

Prinsip-prinsip dasar *good corporate governance* ini diharapkan menjadi titik rujukan bagi para regulator (pemerintah) dalam membangun *framework* bagi penerapan *good corporate governance*. Bagi para pelaku usaha dan pasar modal prinsip-prinsip ini dapat menjadi *guidance* atau pedoman dalam mengelaborasi *best practices* bagi peningkatan nilai dan kelangsungan hidup perusahaan.

2.1.4 Manfaat *Corporate governance*

Manfaat dari pelaksanaan *good corporate governance* menurut FCGI (2001):

- Meningkatkan kinerja perusahaan melalui terciptanya proses pengambilan keputusan yang lebih baik, meningkatkan efisiensi operasional perusahaan serta lebih meningkatkan pelayanan kepada *stakeholders*.
- Mempermudah diperolehnya dana pembiayaan yang lebih murah sehingga dapat lebih meningkatkan *corporate value*.
- Mengembalikan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya di Indonesia.
- Pemegang saham akan merasa puas dengan kinerja perusahaan karena sekaligus akan meningkatkan *shareholders value* dan dividen.

Sedangkan menurut IICG (2000), keuntungan yang bisa diambil oleh perusahaan apabila menerapkan konsep *good corporate governance* adalah:

- Meminimalkan *agency cost*.

Selama ini para pemegang saham harus menanggung biaya yang timbul akibat dari pendelegasian wewenang kepada manajemen. Biaya-biaya ini bisa berupa kerugian karena manajemen menggunakan sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi maupun berupa biaya pengawasan yang harus dikeluarkan perusahaan untuk mencegah terjadinya hal tersebut.

- Meminimalkan *cost of capital*

Perusahaan yang baik dan sehat akan menciptakan suatu referensi positif bagi para kreditur. Kondisi ini sangat berperan dalam meminimalkan biaya

modal yang harus ditanggung bila perusahaan akan mengajukan pinjaman, selain itu dapat memperkuat kinerja keuangan juga akan membuat produk perusahaan akan menjadi lebih kompetitif.

- Meningkatkan nilai saham perusahaan

Suatu perusahaan yang dikelola secara baik dan dalam kondisi sehat akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya. Sebuah *survey* yang dilakukan oleh *Russel Reynolds Associates* (1977) mengungkapkan bahwa kualitas dewan komisaris adalah salah satu faktor utama yang dinilai oleh investor institusional sebelum mereka memutuskan untuk membeli saham perusahaan tersebut.

- Mengangkat citra perusahaan

Citra perusahaan merupakan faktor penting yang sangat erat kaitannya dengan kinerja dan keberadaan perusahaan tersebut dimata masyarakat dan khususnya para investor. Citra (*image*) suatu perusahaan kadangkala akan menelan biaya yang sangat besar dibandingkan dengan keuntungan perusahaan itu sendiri, guna memperbaiki citra tersebut.

2.1.5 Mekanisme *Governance*

Terdapat dua mekanisme dalam penerapan *corporate governance* yaitu mekanisme intern dan mekanisme ekstern. Mekanisme tersebut berguna untuk menyelesaikan konflik agensi yang terjadi di perusahaan. Mekanisme intern berkaitan dengan pengendalian intern perusahaan seperti struktur kepemilikan, kompensasi eksekutif, dewan direksi, dewan komisaris, komite audit, dan pengungkapan keuangan (*financial disclosure*). Mekanisme ekstern merupakan mekanisme kontrol yang memanfaatkan semua perangkat yang ada di luar perusahaan, baik itu ekonomi, hukum dan sosial untuk mengontrol jalannya perusahaan agar sesuai dengan keinginan pemegang saham dan *stakeholders* lainnya (Sidharta dan Cynthia, 2003). Perangkat tersebut meliputi pasar uang dan pasar modal yang bersaing, perangkat hukum dan perundang-undangan yang lengkap, penegakan hukum yang adil, pasar barang dan jasa yang aktif dan terbuka serta konsumen yang aktif dan sadar akan hak dan kewajibannya. Mekanisme ini lebih berperan untuk mendisiplinkan manajer dibandingkan mekanisme intern, karena lebih mempunyai kekuatan dan pengaruh.

2.2 *Corporate governance* di Indonesia

Penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) telah menjadi fokus utama dalam pengembangan iklim usaha di Indonesia terutama dalam rangka mendorong pertumbuhan ekonomi. Perbaikan dan pengembangan *corporate governance* terus dilakukan, mengingat posisi Indonesia dalam bidang ini masih sangat memprihatinkan. Survey tahun 1999 yang dilakukan PricewaterhouseCoopers dengan responden investor institusional di Singapura menunjukkan bahwa praktek *corporate governance* di Indonesia masih sangat rendah. Sementara hasil survey *Corporate Governance Watch 2007* yang dikeluarkan oleh CLSA Asia-Pacific Markets suatu investment group independen di Hong Kong, menempatkan Indonesia pada posisi terendah bersama Philipina dari 11 pasar Asia yang disurvei, dengan kelemahannya pada peraturan, praktik, penegakkan, akuntansi, budaya *governance* dan lingkungan politik.

Berbagai upaya telah dilakukan untuk menunjang dan mewujudkan GCG. Pada tahun 1999 Pemerintah membentuk Komite Nasional Kebijakan *Corporate governance* (KNKCG) yang kemudian pada November 2004 berganti nama menjadi Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG), yang lingkup tugasnya lebih luas tidak hanya membuat kebijakan *governance* di sektor korporasi tetapi juga di sektor publik. Komite ini memiliki fungsi untuk memprakarsai pengembangan tata kelola yang baik sekaligus memantau perbaikan tata kelola perusahaan di Indonesia. Pada tahun 2001 KNKCG telah berhasil menerbitkan pedoman praktik GCG (*Code of Good Corporate Governance*). Swasta juga berperan dalam mengembangkan *corporate governance* ini, dengan membentuk organisasi non-pemerintah seperti *Forum for Corporate Governance for Indonesia* (FCGI) pada tahun 2000, *The Indonesian Institute for Corporate governance* (IICG), *Corporate Leadership Development in Indonesia* (CLDI), dan *Indonesian Institute of Independent Commissioners* (IIIC).

Bae *et al.* (2003) menyatakan bahwa untuk memperbaiki *corporate governance*, Pemerintah harus memperkuat ketentuan hukum yang melindungi kepentingan pemegang saham dan meningkatkan penegakan hukum dan peraturan tersebut. Demikian juga perusahaan harus memperbaiki *corporate governance*-nya. Becht *et al.* (2005) menyatakan bahwa paling tidak terdapat sedikitnya dua

alasan perlunya intervensi dari regulator. Pertama, regulasi yang dikeluarkan regulator (pemerintah) akan mendukung peraturan-peraturan pokok yang ada di perusahaan, karena peraturan yang dibuat oleh pendiri perusahaan atau pemegang saham bersifat subyektif dan tidak efisien dan tidak mungkin dapat melibatkan seluruh pihak yang terlibat sehingga dengan regulasi yang ada dapat mencapai persetujuan yang komprehensif. Kedua, walaupun perusahaan pada awalnya memiliki hak untuk mendesain peraturan yang efisien, mereka mungkin ingin membatalkan atau mengubahnya di kemudian hari, masalah akan timbul ketika perusahaan tidak memiliki komitmen untuk tidak mengubah atau membatalkan peraturan yang telah dibuatnya. Ketika pemegang saham tersebar dan tidak terlibat aktif dalam perusahaan hal itu mungkin terjadi bahwa manajemen mengubah aturan untuk kepentingannya sendiri.

Berkaitan dengan *corporate governance* perusahaan publik di Indonesia paling tidak terdapat dua peraturan yang terkait, yaitu undang-undang perseroan dan undang-undang di pasar modal.

2.2.1 Undang-undang Perseroan

Struktur dewan di Indonesia menurut FCGI mengacu pada sistem *two tier system* (Model *Continental European*) seperti yang diterapkan di negara Jerman, Jepang, Belanda, karena sistem hukum Indonesia berasal dari sistem hukum Belanda. Pada *two tier system* ini, perusahaan mempunyai dua dewan yang terpisah, yaitu Dewan Pengawas atau Dewan Komisaris (*Board of Commissioners*) dan Dewan Manajemen atau Dewan Direksi (*Board of Directors*). Perbedaannya dengan sistem *one-tier* adalah pada sistem *one-tier* hanya memiliki satu dewan (*board of director-BOD*) yang terdiri dari dua organ, yaitu *Chief Executive Officer* (CEO) yang bertanggung jawab untuk mengelola perusahaan dan *chairman* yang merupakan direksi non-eksekutif yang bertanggung jawab untuk mengawasi pelaksanaan kegiatan perusahaan.

Undang-undang perusahaan di Indonesia (perseroan terbatas) yang diatur dalam Undang-Undang (UU) Republik Indonesia Nomor 1 tahun 1995 sebagaimana telah diganti dengan UU Nomor 40 tahun 2007, merupakan kerangka hukum *corporate governance* yang paling penting di Indonesia (FCGI). Berdasarkan undang-undang tersebut, perusahaan merupakan entitas hukum yang

terpisah dengan direksi dan komisaris yang merepresentasikan perusahaan. Direksi dan komisaris diangkat dan diberhentikan oleh Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Dengan demikian, dewan direksi maupun dewan komisaris bertanggung jawab langsung pada RUPS.

Organ perusahaan di Indonesia terdiri dari RUPS, Dewan Komisaris dan Dewan Direksi, yang mempunyai peran penting dalam pelaksanaan *Good Corporate Governance* secara efektif. RUPS merupakan organ perseroan yang mempunyai wewenang yang tidak diberikan kepada Direksi atau Dewan Komisaris dalam batas yang ditentukan dalam UU baru ini dan/atau anggaran dasar, sementara menurut UU lama RUPS adalah organ perseroan yang memegang kekuasaan tertinggi dalam perseroan. RUPS merupakan wadah para pemegang saham untuk mengambil keputusan penting yang berkaitan dengan modal yang ditanam dalam perusahaan, dengan memperhatikan ketentuan anggaran dasar dan peraturan perundang-undangan.

Dewan direksi secara langsung dipilih oleh pemegang saham pada RUPS. Dewan direksi adalah Organ Perseroan yang berwenang dan bertanggung jawab penuh atas pengurusan Perseroan untuk kepentingan Perseroan, sesuai dengan maksud dan tujuan Perseroan serta mewakili Perseroan, baik di dalam maupun di luar pengadilan sesuai dengan ketentuan anggaran dasar. Dewan ini menentukan kebijakan yang akan diambil atau strategi perusahaan tersebut secara jangka pendek maupun jangka panjang. Direksi tidak boleh memiliki *conflict of interest* dalam memutuskan sesuatu serta mengambil kebijakan untuk kepentingan perusahaan dan tidak selalu untuk kepentingan para pemegang saham. Fama dan Jensen (1983) menyarankan bahwa direktur perusahaan yang efektif sebaiknya sebagian besar terdiri dari direktur independen yang berasal dari luar.

Dewan Komisaris adalah Organ Perseroan yang bertugas melakukan pengawasan secara umum dan/atau khusus sesuai dengan anggaran dasar serta memberi nasihat kepada Direksi, dan sesuai dengan Pedoman Umum *good corporate governance* (GCG) Indonesia, dewan komisaris ini merupakan faktor sentral dalam GCG karena mempunyai tugas untuk memastikan bahwa perusahaan melaksanakan GCG, yaitu secara legal bertanggung jawab untuk menetapkan sasaran korporat, mengembangkan kebijakan yang luas, dan memilih

personil tingkat atas untuk melaksanakan sasaran dan kebijakan, serta menelaah kinerja manajemen untuk meyakinkan bahwa perusahaan dijalankan secara baik. Peran dewan komisaris dalam suatu perusahaan lebih ditekankan pada fungsi *monitoring* dari implementasi kebijakan direksi. Mekanisme pengawasan utama tersedia untuk pemilik perusahaan (pemegang saham) adalah keberadaan dewan komisaris dimana ditugaskan untuk memastikan bahwa direktur dan manajemen perusahaan bekerja dengan baik guna kepentingan pemegang saham (Fama, 1980).

2.2.2 Undang-undang Pasar Modal

Perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selain tunduk pada undang-undang perseroan, juga tunduk pada Undang-undang Nomor 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal serta peraturan-peraturan terkait yang dikeluarkan oleh Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) serta otoritas terkait seperti BEI. Bapepam telah mengeluarkan berbagai peraturan yang terkait dengan *corporate governance* seperti peraturan yang mengharuskan perusahaan publik untuk memiliki direktur dan komisaris yang independen, peraturan tentang tanggung jawab dewan direksi dan komisaris independen, peraturan bahwa perusahaan harus mengungkapkan informasi yang material melalui laporan tahunan dan laporan keuangan kepada pemegang saham dan kepada Bapepam secara tepat waktu, akurat, dapat dimengerti dan obyektif. Selain itu perusahaan harus mengambil inisiatif untuk tidak hanya mengungkapkan materi-materi yang diwajibkan oleh peraturan, tetapi juga materi-materi yang penting yang berguna bagi investor, pemegang saham, kreditur dan *stakeholder* lainnya untuk mengambil keputusan.

Anggota dari dewan komisaris dan direksi yang juga memegang saham perusahaan dan semua orang dalam lainnya seperti yang dimaksud dalam pasal 95 undang-undang pasar modal tidak boleh mengambil keuntungan dari informasi dari dalam yang dimilikinya berkaitan dengan saham-saham tersebut.

Direksi Bursa Efek Indonesia (sebelumnya bernama Bursa Efek Jakarta) telah mengeluarkan surat keputusan nomor Kep-315/BEJ.06-2000 yang telah diperbaharui dengan Kep-339/BEJ/07-2001 yang menyatakan bahwa perusahaan publik yang tercatat di bursa harus memenuhi persyaratan yang diperlukan paling

paling lambat 31 Desember 2001. Berdasarkan ketentuan tersebut perusahaan harus memiliki komisaris independen yang jumlahnya secara proporsional sebanding dengan jumlah saham yang dimiliki oleh bukan pemegang saham pengendali dengan ketentuan jumlah komisaris independen sekurang-kurangnya 30% (tiga puluh perseratus) dari jumlah seluruh anggota komisaris, dengan persyaratan sebagai berikut:

1. Tidak mempunyai hubungan afiliasi dengan pemegang saham pengendali perusahaan tercatat yang bersangkutan.
2. Tidak mempunyai hubungan afiliasi dengan direktur dan/atau komisaris lainnya perusahaan tercatat yang bersangkutan.
3. Tidak bekerja rangkap sebagai direktur di perusahaan lainnya yang terafiliasi dengan perusahaan tercatat yang bersangkutan.
4. Memahami peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal.

2.3 Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan suatu perusahaan menunjuk kepada konfigurasi saham yang dimiliki oleh investor, baik individual maupun institusional, baik yang berada dalam maupun di luar organisasi perusahaan. Struktur kepemilikan sangat tergantung bagaimana perusahaan memenuhi kebutuhan pendanaannya. Pendanaan internal dengan penjualan saham atau melalui laba di tahan, sedangkan pendanaan eksternal dilakukan melalui jasa intermediasi seperti bank. Struktur kepemilikan merupakan elemen dasar dalam *corporate governance* suatu perusahaan.

Wicaksono (2000), seperti yang dikutip oleh Cynthia (2003), menjelaskan bahwa keberhasilan penerapan *corporate governance* tidak terlepas dari struktur kepemilikan perusahaan. Struktur kepemilikan tercermin baik melalui instrumen saham maupun instrumen hutang sehingga melalui struktur tersebut dapat ditelaah kemungkinan bentuk masalah keagenan yang akan terjadi. Ada beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam struktur kepemilikan, antara lain:

1. Kepemilikan sebagian kecil saham perusahaan oleh manajemen mempengaruhi kecenderungan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham dibanding sekedar mencapai tujuan perusahaan semata.

2. Kepemilikan yang terkonsentrasi memberi insentif kepada pemegang saham mayoritas untuk berpartisipasi secara aktif dalam perusahaan.
3. Identitas pemilik menentukan prioritas tujuan sosial perusahaan dan maksimalisasi nilai pemegang saham, misalnya perusahaan milik pemerintah cenderung untuk mengikuti tujuan politik dibanding tujuan perusahaan.

Struktur kepemilikan ini dapat dibedakan menjadi dua, yaitu kepemilikan yang tersebar (*dispersed ownership*) dan kepemilikan yang terkonsentrasi (*concentrated ownership*).

2.3.1 Kepemilikan yang Tersebar (*Dispersed Ownership*)

Pada model ini perusahaan memiliki pemegang saham yang banyak dengan jumlah saham yang sedikit. Pemegang saham minoritas ini kurang mengawasi aktivitas perusahaan dan cenderung tidak terlibat dalam pengambilan keputusan atau kebijakan perusahaan. Oleh karena itu, pemegang saham tersebut disebut *outsider*, dan kepemilikan yang tersebar tersebut disebut sebagai *outsider system* dan menurut Roche (2005), kepemilikan yang tersebar ini merupakan model dari negara-negara *common law* seperti Amerika Serikat dan Inggris. *Outsider system* atau *Anglo-American* ini merupakan *market-based* model yang dikarakteristikkan oleh perusahaan yang individualis dan kepemilikan privat, pasar modal yang mapan dan likuid, dengan jumlah pemegang saham yang banyak dan konsentrasi investor yang kecil. Pengendalian perusahaan diwujudkan melalui pasar dan investor luar.

Dalam *outsider system* ini terdapat anggota dewan yang independen untuk mengawasi perilaku manajerial agar tetap terkontrol, sehingga menurut Roche (2005), sistem ini lebih dapat dipertanggungjawabkan, tidak korupsi serta membantu perkembangan pasar modal yang likuid. Meskipun demikian, sistem ini memiliki kelemahan, yaitu kepemilikan yang terkonsentrasi ini hanya tertarik pada maksimalisasi *profit* jangka pendek, dan mereka cenderung untuk menyetujui kebijakan dan strategi yang menguntungkan keuntungan jangka pendek, tetapi tidak mempertimbangkan kinerja perusahaan jangka panjang. Kadang-kadang, hal ini dapat membuat konflik antara manajer dan pemilik, dan seringkali pergantian kepemilikan karena pemegang saham melepaskan sahamnya

untuk mendapatkan *profit* pada saham lain yang lebih menguntungkan, sehingga hal tersebut dapat melemahkan stabilitas perusahaan. Investor minoritas ini kurang mengawasi keputusan dewan dan tidak dapat mempertahankan direktur yang dapat dipercaya, sehingga apabila terdapat direktur yang mendukung keputusan yang tidak sejalan dengan perusahaan mungkin masih tetap di dewan.

Dalam tipe perusahaan seperti ini masalah keagenan yang sering timbul masalah antara *agent* (pihak manajemen) dengan *owners* (pemegang saham). Penelitian Goldberg dan Idson (1995) menunjukkan bahwa perusahaan yang kepemilikannya lebih menyebar memberikan imbalan yang lebih besar kepada pihak manajemen dibandingkan dengan perusahaan yang kepemilikannya lebih terkonsentrasi. Salah satu pemecahan atas masalah keagenan ini adalah dengan membuat agar pihak manajemen juga ikut memiliki saham (*insider ownership*). Penelitian Kim *et al.* (1988) menemukan bahwa perusahaan dengan *insider ownership* yang lebih besar mempunyai kinerja investasi yang lebih baik daripada perusahaan dengan *insider ownership* yang kecil. Meskipun demikian tidaklah berarti bahwa nilai perusahaan dapat dimaksimalkan dengan memaksimalkan *insider ownership*. Hal ini disebabkan karena penurunan biaya keagenan tidaklah *monotonic* dengan peningkatan *insider ownership* (Murali and Welch 1989).

2.3.2 Kepemilikan yang Terkonsentrasi (*Concentrated Ownership*)

Pada tipe perusahaan yang seperti ini, terdapat dua kelompok pemegang saham, yaitu pemegang saham mayoritas yang bertindak sebagai pengendali dan pemegang saham minoritas. Menurut Bae *et al.* (2003) kepemilikan yang terkonsentrasi ini merupakan salah satu ciri dari *control based* model, selain menekankan pada *insider board*, pengungkapan yang terbatas, dan ketergantungan pada keuangan atau sistem perbankan keluarga. Karakteristik perusahaan ini banyak dijumpai di negara-negara yang sedang berkembang (seperti Indonesia, Korea) dan *Continental European*. Masalah keagenan yang timbul terutama adalah antara pengendali dan pemegang saham minoritas. Masalah keagenan menjadi semakin makin serius karena seringkali perusahaan yang terdaftar di bursa merupakan salah satu unit usaha dari grup sehingga masalah *self-dealing* yang dapat merugikan pemegang saham minoritas sering

terjadi. Karena itu bukan hanya diperlukan adanya peraturan yang mencegah hal ini tetapi juga harus ada mekanisme untuk menegakkan peraturan tersebut.

Roche (2005) berpendapat bahwa perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi, mempunyai beberapa keuntungan seperti pemegang saham mayoritas (*insider*) memiliki kekuatan dan insentif untuk mengawasi manajemen dengan lebih dekat, sehingga dapat meminimalkan timbulnya mismanajemen dan kecurangan. Selain itu, karena kepemilikan mereka yang signifikan dan adanya hak pengendalian, *insider* cenderung untuk menjaga investasinya dalam perusahaan untuk jangka waktu yang lama. Sebagai hasilnya *insider* cenderung untuk mendukung keputusan yang akan meningkatkan kinerja perusahaan jangka panjang sebagai lawan dari keputusan yang didesain untuk memaksimalkan keputusan jangka pendek.

Masalah keagenan antara manajer dengan pemegang saham mayoritas tidak begitu serius karena pihak manajemen praktis diangkat dan diberhentikan oleh pemegang saham pengendali. Jensen dan Meckling (1976), menyatakan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi dapat meminimalkan masalah agensi yang muncul dari pemisahan fungsi antara kepemilikan dan pengendalian.

Kelemahan dari sistem ini antara lain, pemegang saham mayoritas dapat berkolusi dengan manajemen untuk mengambil alih asset perusahaan dengan biaya dari pemegang saham minoritas. Ini merupakan risiko yang signifikan bagi pemegang saham minoritas yang tidak dilindungi dengan hukum. Hal yang sama, ketika manajer mengendalikan sejumlah besar saham atau hak suara yang digunakan untuk mempengaruhi keputusan dewan yang menguntungkan mereka dengan biaya perusahaan. Jadi terdapat masalah keagenan antara pemegang saham minoritas dengan pengendali (pemegang saham mayoritas). Selain itu kemungkinan terjadi masalah keagenan antara pemilik dan kreditur lebih besar daripada tipe perusahaan yang kepemilikannya menyebar.

Samad (2004) dalam penelitiannya pada perusahaan-perusahaan di Malaysia menemukan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi dapat membuat kinerja perusahaan menjadi lebih baik, dan komposisi kepemilikan tersebut merupakan elemen penting untuk memacu kinerja perusahaan yang lebih baik.

Aspek dari struktur kepemilikan perusahaan adalah komposisinya, siapa pemegang sahamnya, dan lebih penting siapa yang mengendalikan atau pemegang saham signifikannya. Pemegang saham bisa individu, keluarga atau grup keluarga, perusahaan induk, bank, investor institusional atau perusahaan non keuangan. Keluarga atau grup keluarga sebagai pemegang saham yang signifikan, lebih tertarik sebagai pengendali daripada *profit*, sementara investor institusional sebagai pemegang saham yang signifikan lebih tertarik pada *profit* saja.

2.3.2.1 Kepemilikan Keluarga

Kepemilikan saham di negara berkembang sebagian besar dikontrol oleh kepemilikan keluarga, termasuk perusahaan di Indonesia (Arifin, 2003). Perusahaan seperti ini lebih efisien daripada perusahaan yang dimiliki publik karena biaya pengawasannya (*monitoring cost*) lebih kecil (Fama dan Jensen, 1983). Arifin (2003), seperti yang dikutip Siregar dan Utama (2008), menemukan bahwa perusahaan publik di Indonesia, perusahaan yang dikendalikan keluarga, perusahaan negara, atau perusahaan yang dikendalikan institusional, memiliki masalah agensi yang lebih kecil daripada perusahaan yang dikendalikan publik atau perusahaan tanpa pemegang saham pengendali. Perusahaan yang dikendalikan keluarga memiliki masalah agensi yang lebih sedikit karena terdapat konflik yang lebih sedikit antara prinsipal dan agen, tetapi terdapat masalah agensi lain yaitu antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas.

Chen *et al.* (2005) dalam penelitian pada perusahaan-perusahaan di Hong Kong menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan keluarga dengan *return on assets*, *return on equity* atau *market-to-book ratio*. Hanya untuk perusahaan kecil terdapat hubungan yang negatif antara pembayaran dividen dengan kepemilikan keluarga sampai dengan 10% dari saham yang beredar dan hubungan yang positif untuk kepemilikan keluarga antara 10% sampai 35%. Hubungan positif antara pembagian dividen dan kepemilikan keluarga yang memegang kendali untuk perusahaan kecil yang diobservasi ini konsisten dengan perkiraan bahwa investor menginginkan pembagian dividen yang lebih tinggi dari perusahaan yang memiliki risiko.

2.3.2.2 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial dapat mengurangi masalah agensi karena kinerja manajer akan lebih baik seiring dengan peningkatan kepemilikan saham dalam perusahaan tersebut. Manajer akan berusaha lebih giat untuk memperbaiki kinerja perusahaan, yang akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan dan meningkatkan kekayaannya sendiri. 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.

Zhang (2008) meneliti hubungan *corporate governance* dan kebijakan dividen pada perusahaan China yang terdaftar di Mainland dan Hong Kong menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki keanggotaan manajerial yang lebih tinggi dalam dewan (*board*) cenderung membayar dividen kas lebih rendah.

Penelitian Nurfaiziah, Harjito dan Ringayati (2007) menemukan bahwa antara kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen menunjukkan hubungan positif tetapi tidak signifikan. Kepemilikan manajerial dan dividen tidak berlaku hubungan yang saling mengganti dalam peranan pengawasan agensi, tetapi yang ada hanya hubungan saling melengkapi. Kepemilikan manajerial yang tinggi membuat manajer semakin mampu dalam mengatur dividen.

2.3.2.3 Kepemilikan Institusi

Kepemilikan saham institusional adalah saham perusahaan yang dipegang oleh institusi lain. Institusi merupakan sebuah lembaga yang memiliki kepentingan besar terhadap investasi yang dilakukan termasuk investasi saham. Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar (lebih dari 5%) mengindikasikan kemampuannya untuk memonitor manajemen. Mangel dan Singh (1993) juga menyatakan bahwa tingkat pengawasan yang baik terhadap manajemen di dalam perusahaan berhubungan positif dengan tingginya persentase kepemilikan institusional. Dengan demikian proporsi kepemilikan institusional bertindak sebagai pencegah terhadap pemborosan yang dilakukan manajemen.

2.4 Dividen

2.4.1 Teori Dividen

Menurut Brigham dan Houston (2001), paling tidak terdapat tiga teori mengenai dividen yang terkait dengan preferensi pemegang saham dan nilai perusahaan, yaitu *dividend irrelevant theory*, *the bird in the hand theory* dan *the tax differential (preference) theory*

a. *Dividend irrelevant theory*

Teori ini dikemukakan oleh Merton Miller dan Franco Modigliani (1961) yang biasa dikenal dengan Teori “M dan M”, yang menyatakan bahwa pada dunia yang sempurna, besar kecilnya dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, tetapi yang berpengaruh adalah kemampuan menghasilkan pendapatan dari aset perusahaan dan resiko yang berkaitan dengan aset tersebut. Nilai perusahaan ditentukan oleh kebijakan investasi aset dan bukannya pada kebijakan dividen perusahaan.

Asumsi-asumsi yang dipakai dalam teori ini adalah tidak ada pajak baik untuk pemegang saham maupun untuk perusahaan; kebijakan investasi aset perusahaan independen dari kebijakan dividennya; tidak terdapat *flotation cost* dan *transaction cost*; investor *indiferen* terhadap dividen maupun *capital gain*; serta investor dan manajer mempunyai informasi yang sama (*symmetric information*) mengenai kesempatan investasi di masa yang akan datang.

Teori ini menyatakan bahwa di pasar terdapat *clientele effect*, yaitu adanya pendapat bahwa perusahaan dinilai menarik oleh pemegang saham yang dalam menentukan preferensinya berdasarkan pembayaran dan stabilitas dividen menurut pola pembayaran dan stabilitas dari perusahaan tersebut. Pemegang saham yang menginginkan dividen yang stabil sebagai pendapatannya akan menginginkan pembayaran dividen yang sama tiap periode pembayaran. Sedangkan pemegang saham yang menyukai *capital gain* akan lebih menyukai perusahaan yang berkembang, yang pendapatannya banyak diinvestasikan kembali dalam bisnis sehingga pembayaran dividennya menjadi tidak stabil. Jika pemegang saham (*clientele*) mendapatkan apa yang mereka inginkan, M dan M berpendapat bahwa nilai saham dari perusahaan tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Menurut Gitman (2000) teori M dan M ini konsisten dengan *The*

Residual Theory of Dividends yang berfokus bahwa para investor lebih senang apabila perusahaan menahan keuntungannya untuk diinvestasikan kembali daripada jika keuntungan tersebut dibayarkan berupa dividen.

b. *The bird in the hand theory*

Teori ini dikemukakan oleh Myron J. Gordon dan John Lintner yang menyatakan bahwa investor tidak bersikap indeteren terhadap dividen dan *capital gain*, karena investor mengharapkan *return* yang meningkat seiring dengan menurunnya dividen yang diterima. Investor memandang dividen beresiko lebih rendah daripada pertumbuhan *return* yang diharapkan, sehingga dividen dinilai lebih tinggi daripada *capital gain*. Investor lebih menyukai dividen, sehingga apabila perusahaan membagikan dividen yang tinggi maka harga saham perusahaan akan naik. Teori ini disebut *bird-in-the-hand theory* karena pembayaran dividen saat ini (*a bird in the hand*) akan mengurangi ketidakpastian yang dihadapi oleh investor, dan akan berpengaruh pada peningkatan nilai saham di bursa.

c. *Tax Differential (Preference) Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Litzenberg dan Ramaswamy, yang menyatakan bahwa dividen yang diterima oleh pemegang saham akan dikenakan pajak yang lebih tinggi daripada pajak atas *capital gain*, sehingga hal ini dapat menyebabkan investor lebih menyukai laba yang diperoleh perusahaan ditahan untuk investasi yang akan menghasilkan *capital gain* di masa depan daripada dibayarkan dalam bentuk dividen karena alasan pajak. Teori ini menyatakan bahwa *dividend payout* yang rendah akan memaksimalkan nilai perusahaan, dan hal ini lebih disukai oleh pemegang saham.

2.4.2 Kebijakan Dividen

Kebijakan pembagian deviden merupakan keputusan yang sangat penting dalam suatu perusahaan. Kebijakan ini melibatkan dua pihak yang mempunyai kepentingan yang berbeda, yaitu manajemen dan pemegang saham, sehingga tidak terlepas dari masalah *agency cost*. Salah satu manfaat dari *corporate governance* perusahaan adalah untuk meminimalkan *agency cost* tersebut, sehingga dapat dikatakan terdapat hubungan antara *corporate governance* dan *dividend payout*.

Dividen merupakan pembayaran kepada para pemegang saham oleh pihak perusahaan atas keuntungan yang diperolehnya. Kebijakan pembayaran dividen menurut Titman (2002) merupakan kebijakan perusahaan yang berkaitan dengan distribusi kas kepada pemegang sahamnya. Manajemen perusahaan memiliki alternatif untuk memperlakukan laba bersihnya, apakah diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan, dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, atau kombinasi keduanya. Pilihan untuk membagi atau tidak dividen merupakan sumber konflik agensi antara manajer dengan pemegang sahamnya (Easterbrook, 1984). Pemegang saham menginginkan laba tersebut dibagikan dalam bentuk dividen, sementara manajer menginginkan laba tersebut diinvestasikan kembali pada proyek-proyek yang menguntungkan.

Pembagian dividen dapat digunakan untuk mengurangi *agency cost* seperti hasil penelitian Chen dan Steiner (1999). Menurut mereka, dividen merupakan bagian dari pengawasan perusahaan dan terdapat efek substitusi-pengawasan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan utang serta antara kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen yang ditemukan dalam penelitian ini. Pemegang saham takut jika manajer akan mengendalikan sumber daya yang ada untuk kepentingan pribadinya atau mengambil proyek investasi yang tidak menguntungkan untuk keuntungan pribadi manajer sampai laba di tahan dibayarkan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen, sehingga secara teoritis kebijakan pembagian dividen didesain untuk meminimalkan jumlah *capital cost*, *agency cost* dan *related cost*.

Sementara La Porta *et al.* (2000) menemukan bahwa dengan membayar dividen dapat menjadi sebuah mekanisme dalam melindungi pemegang saham minoritas. Hal ini didukung oleh Faccio *et al.* (2000) yang menemukan hasil yang sama pada penelitiannya yaitu pembayaran dividen dapat mengurangi pengambilalihan hak pemegang saham mayoritas terhadap pemegang saham minoritas. Schooley dan Barney (1994) juga menemukan bahwa kebijakan dividen dan kepemilikan saham CEO merupakan mekanisme yang saling berhubungan yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency costs*.

Kebijakan ini sangat penting dengan berbagai alasan bahwa perusahaan menggunakan dividen sebagai suatu mekanisme untuk memberi sinyal keuangan

kepada pihak luar berkaitan dengan stabilitas dan prospek pertumbuhan perusahaan (*Signaling Theory*) dan dividen ini dapat digunakan oleh investor untuk melakukan penilaian saham perusahaan (misal dengan menggunakan *Dividend Discount Model* dan *Gordon Growth Model*). Pembayaran dividen kas kepada pemegang saham yang selalu meningkat berarti perusahaan berbuat lebih kepada pemegang sahamnya. Woolridge dan Ghosh (1988 dan 1991) mengatakan bahwa perusahaan biasanya tidak suka mengurangi atau menghilangkan pembayaran dividen (*dividend cut*) karena akan memberikan pertanda buruk terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu perusahaan melakukan pengumuman dividen atau meningkatkan dividen untuk mengindikasikan bahwa kinerjanya baik. *Dividend cut* bisa disebabkan oleh kinerja finansial perusahaan yang buruk atau karena perusahaan mengalihkan dana internal yang ada pada kesempatan investasi yang menarik. Keputusan yang diambil perusahaan untuk membagikan dividen atau tidak harus mempertimbangkan antara dividen saat ini dengan pertumbuhan perusahaan di masa mendatang sehingga bermuara pada maksimalisasi laba.

Menurut Atmaja (2001), dalam prakteknya ada beberapa faktor yang mempengaruhi manajemen dalam menentukan kebijakan dividen diantaranya adalah perjanjian utang, pembatasan saham preferen, fluktuasi laba, pengendalian, ketidakcukupan laba, ketersediaan kas, kebutuhan dana untuk berinvestasi.

Jensen *et al.* (1992) dalam risetnya menyatakan bahwa kepemilikan *insider* adalah faktor penentu penting dalam proses kebijakan pembagian dividen, karena semakin besar *insider holding* akan menghasilkan *agency cost* yang semakin rendah. Menurut mereka terdapat hubungan negatif antara *insider holding* dengan tingkat pembagian dividen. Selain itu terdapat dampak positif dari profitabilitas terhadap kebijakan pembagian dividen serta adanya dampak negatif dari rasio utang, risiko bisnis dan pertumbuhan terhadap kebijakan pembagian dividen.

Sementara Harada dan Nguyen (2006) yang meneliti konsentrasi kepemilikan, konflik agensi, dan kebijakan dividen di Jepang, menemukan bahwa kebijakan pembagian dividen berhubungan negatif dengan konsentrasi kepemilikan. Hasil ini berlawanan dengan argumen bahwa dividen merupakan substitusi untuk pengawasan pemegang saham, tetapi mendukung asumsi bahwa

pemegang saham pengendali mendapatkan manfaat dari *expense* pemegang saham minoritas. Konsisten dengan *payout* yang lebih rendah, perusahaan dengan pemegang saham dominan akan mengurangi untuk meningkatkan dividen ketika profitabilitas meningkat, dan menghilangkan dividen ketika terdapat kesempatan yang bagus untuk melakukan investasi. Di sisi lain mereka akan meningkatkan dividen ketika utangnya tinggi dan sedikit menghilangkan dividen ketika utang meningkat, yang serupa dengan transfer kekayaan dari kreditur. Secara keseluruhan konsentrasi kepemilikan memegang peranan yang penting dalam keputusan perusahaan terutama berkaitan dengan konflik kepentingan antara pemegang saham minoritas dengan mayoritas.

Fama dan French (2001) menyatakan bahwa terdapat tiga faktor yang mempengaruhi kebijakan pembagian dividen, yaitu profitabilitas, kesempatan investasi dan ukuran perusahaan. Semakin besar dan semakin untung perusahaan maka akan membayar dividen yang lebih besar dan semakin besar kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan maka semakin kecil perusahaan membayar dividen.

2.5 Nilai Perusahaan

Nilai suatu perusahaan dapat diukur dengan menggunakan *Tobin's Q* ratio. Pengukuran rasio ini adalah dengan membandingkan nilai pasar saham suatu perusahaan yang terdaftar di pasar keuangan dengan nilai penggantian (*replacement value*) *asset* perusahaan. Rasio ini dikemukakan oleh James Tobin (1969) dengan rumus sebagai berikut:

$$QRatio = \frac{TotalMarketValueofFirm}{TotalAssetValue}$$

Jika nilai pasar semata-mata merefleksikan *asset* yang tercatat suatu perusahaan maka *Tobin's Q* akan sama dengan 1. Jika *Tobin's Q* lebih besar dari 1, maka nilai pasar lebih besar dari nilai *asset* perusahaan yang tercatat. Hal ini menandakan bahwa nilai pasar menggambarkan beberapa *asset* yang tidak diukur atau tidak dicatat perusahaan atau menandakan bahwa saham *overvalued*. Apabila *Tobin's Q* kurang dari 1, nilai pasarnya lebih kecil dari nilai tercatat *asset* perusahaan. Ini menandakan bahwa saham *undervalued*.

2.6 Penelitian Sebelumnya

2.6.1 *Corporate governance* dan Kebijakan Pembagian Dividen

Penelitian empiris menunjukkan dua hasil yang berbeda, yaitu pengaruh *corporate governance* terhadap kebijakan pembagian dividen dapat bersifat positif atau negatif, sesuai dengan *outcome hypothesis* dan *substitution hypothesis* yang dikemukakan Jiraporn *et al.* (2008).

Outcome hypothesis menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif *corporate governance* terhadap kebijakan pembagian dividen. Kebijakan dividen merupakan hasil (*outcome*) dari *corporate governance*. Perusahaan dengan *governance* yang bagus akan membayar dividen lebih besar seperti yang dinyatakan oleh La Porta *et al.* (2000).

Penelitian empiris yang membuktikan hipotesis ini antara lain dilakukan oleh Ronneboor dan Szilagyi (2006) yang melakukan penelitian pada perusahaan di Belanda serta Michaely dan Roberts (2006) yang meneliti perusahaan di Inggris. Sementara Kowalewski *et al.* (2007) yang melakukan penelitian terhadap 110 perusahaan non keuangan di Polandia periode 1998-2004, menemukan bahwa perusahaan yang ukurannya lebih besar dan labanya lebih besar memiliki rasio dividen *payout* yang lebih besar, sedangkan perusahaan yang lebih berisiko dan lebih banyak berutang lebih suka membayar dividen yang lebih kecil. Selain itu pengukuran standar *corporate governance* menggunakan *Transparency Disclosure Index* (TDI) untuk perusahaan publik di Polandia dan hasilnya menunjukkan bahwa kenaikan dalam TDI menggambarkan praktek *corporate governance* yang secara statistik signifikan dengan kenaikan dalam *dividend-to-cash-flow ratio*.

Substitution hypothesis menyatakan bahwa terdapat pengaruh negatif *corporate governance* terhadap kebijakan pembagian dividen. Perusahaan dengan *governance* yang kuat akan membayar dividen yang lebih kecil, sebaliknya perusahaan dengan *governance* rendah akan membayar dividen besar karena perusahaan harus memberi sinyal positif kepada investor.

Penelitian empiris yang membuktikan hipotesis ini dilakukan oleh Officer (2007), Pan (2007), Jiraporn dan Ning (2006), serta Nielsen (2007), seperti yang dikutip oleh Jiraporn *et al.* (2008), yang melaporkan bahwa terdapat hubungan

yang negatif antara kekuatan *corporate governance* dan rasio pembayaran dividen.

2.6.2 Kebijakan Pembagian Dividen dan Nilai Perusahaan

Teori Residual dari dividen menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki kesempatan investasi bagus di masa sekarang atau masa depan akan menahan sebagian besar labanya untuk usahanya, meminjam di pasar modal untuk menjaga 'struktur modal yang optimal', dan pembagian dividen relatif kecil dibandingkan dengan pendapatannya. Sebaliknya, jika perusahaan tidak memiliki kesempatan investasi yang bagus, maka perusahaan tersebut akan membagikan dividen relatif besar.

Nilai perusahaan, apabila diukur dengan *Tobin's Q-ratio* memiliki nilai lebih besar dari 1 maka perusahaan memiliki insentif untuk berkembang, sementara jika *Q-ratio* di bawah 1 maka perusahaan tersebut tidak memiliki insentif untuk mengembangkan asetnya berdasarkan lini bisnisnya sekarang (Langsen, 1988). Berdasarkan hal-hal tersebut, teori residual dividen ini konsisten dengan dasar-dasar *Tobin's Q-ratio*. Perusahaan yang memiliki *Q-ratio* tinggi (sehingga memiliki kesempatan untuk mengembangkan asetnya), akan memiliki rasio *dividend payout* yang lebih kecil. Sementara perusahaan yang memiliki *Q-ratio* kecil (dan tidak memiliki insentif untuk melipatgandakan asetnya) akan memiliki rasio *dividend payout* yang tinggi.

Sementara teori agensi memprediksikan bahwa dividen diasosiasikan dengan harga premium (*Tobin's Q Ratio* > 1) karena tingkat dividen yang lebih tinggi mengurangi kecenderungan manajer untuk membuang-buang kas bebasnya (Dewenter dan Warther, 1998).

Penelitian empiris menunjukkan hasil yang berbeda. Langsen (1988) menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara *Q-ratio* dengan *dividend payout ratio*. Sementara Zhang (2008) menyatakan bahwa kebijakan pembagian dividen dapat berpengaruh atau tidak berpengaruh pada nilai perusahaan (yang diukur dengan *Tobin's Q ratio*). Dalam penelitiannya pada perusahaan-perusahaan China yang terdaftar di bursa Hongkong dan di bursa Mainland, menunjukkan bahwa untuk perusahaan publik China yang terdaftar di bursa Hongkong, pasar di Hong Kong membayar harga premium kepada

perusahaan yang membayar dividen lebih tinggi, tetapi bagi perusahaan China yang terdaftar di bursa Mainland hasilnya adalah pembagian dividen tidak berhubungan dengan penilaian yang tinggi.

Sementara penelitian Purbawangsa (2007) pada industri manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2000-2004 menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, semakin tinggi dividen yang dibayarkan, semakin rendah nilai perusahaan. Terdapat dua alasan yang menjelaskan temuan tersebut yaitu pertama, investor lebih menyukai laba ditahan daripada dividen, karena pertimbangan pajak yang dikenakan kepada *capital gains* lebih rendah. Pandangan ini menyarankan agar perusahaan membayarkan dividen yang rendah jika ingin memaksimumkan nilai perusahaannya. Kedua, investor menganggap bahwa pembayaran dividen merupakan *bad news*.

