

BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS PENELITIAN

2.1 Kajian Pustaka

2.1.1 Teori keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan adalah teori yang menjelaskan mengenai prinsip hubungan antara pemilik dan manajer. Suatu perusahaan dari perspektif keagenan dinyatakan sebagai tempat bertemunya kontrak antara berbagai pihak yang berpotensi menimbulkan konflik kepentingan. Jansen dan Meckling (1976) menyatakan teori keagenan adalah mengenai sebuah kontrak antara pemilik (*principals*) dengan manajemen (*agent*). Perusahaan yang memisahkan fungsi pengelolaan dan kepemilikan akan rentan terhadap konflik keagenan.

Kontrak kerja adalah bentuk dari hubungan antara manajemen dengan pemilik. Wujud nyata dari teori keagenan adalah kontrak kerja yang mengatur hak dan kewajiban masing-masing pihak. Seperangkat aturan yang mengikat serta mengatur mekanisme bagi hasil, baik berupa keuntungan ataupun return, serta risiko-risiko yang disetujui pemilik (*principals*) dan manajemen (*agent*) disebut sebagai kontrak kerja. Kontrak kerja tersebut menimbulkan dua kepentingan yang berbeda di dalam perusahaan, yaitu masing-masing pihak berusaha untuk mencapai atau mempertahankan tingkat kemakmuran yang dikehendaki.

Konsep keagenan yang terjadi, menimbulkan suatu ketergantungan yang berbeda dalam kebutuhan informasi perusahaan antara pemilik dengan manajemen. Pihak manajemen yang terlibat langsung dalam setiap kegiatan

perusahaan memiliki informasi yang lebih dibandingkan pihak pemilik. Pemilik mengawasi dan menilai kinerja manajemen melalui laporan keuangan. Ketergantungan pihak pemilik terhadap informasi keuangan dan non keuangan perusahaan sangatlah besar. Ketidakseimbangan informasi antara manajemen dan pemilik menimbulkan suatu kondisi yang disebut asimetri informasi.

Pihak manajemen perusahaan cenderung menyajikan informasi yang tidak sebenarnya kepada pemilik. Hal ini muncul sebagai akibat konflik kepentingan dan asimetri informasi dalam perusahaan. Penyimpangan yang dilakukan oleh pihak manajemen salah satunya adalah dalam proses penyusunan laporan keuangan, manajemen dapat mempengaruhi tingkat laba yang ditampilkan dalam laporan keuangan atau dikenal sebagai manajemen laba.

Menurut Sunarto (2009) pada teori keagenan, manajemen melakukan tindakan manajemen laba dengan dasar dua motivasi yaitu motivasi oportunistik yang mendorong manajemen untuk menyajikan laporan keuangan yang cenderung lebih tinggi daripada sesungguhnya, dengan harapan agar mendapatkan bonus atas kinerja yang terlihat baik. Motivasi signaling mendorong manajemen untuk melakukan manajemen laba dalam rangka memberikan sinyal kemakmuran pemegang saham (*principals*).

2.1.2 Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori signaling didasarkan atas adanya asimetri informasi, yang memunculkan pemikiran bahwa manajer akan mengumumkan kepada investor akan informasi-informasi perusahaan yang mempengaruhi nilai perusahaan

(Hapyani,2009). Brigham dan Houston (2006) menyatakan bahwa isyarat atau sinyal merupakan tindakan yang diambil manajemen untuk memberikan petunjuk bagi investor tentang pandangan manajemen akan prospek perusahaan. Teori ini mengungkapkan bahwa investor dapat membedakan antara perusahaan yang memiliki nilai tinggi dengan perusahaan yang memiliki nilai rendah. Investor dapat melakukan suatu analisis terhadap suatu perusahaan melalui informasi yang dipublikasikan oleh pihak perusahaan. Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan, atau gambaran baik keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup perusahaan.

Teori signaling mengutarakan bahwa tanda-tanda keberhasilan maupun kegagalan manajemen harus dilaporkan kepada principal. Asimetri informasi yang terjadi dalam perusahaan, menimbulkan suatu pola kesenjangan informasi yang besar antara manajemen dan principal. Manajemen mempunyai informasi yang akurat tentang nilai perusahaan yang tidak diketahui oleh investor luar. Adanya informasi tersebut, memunculkan tindakan manajemen untuk berusaha memaksimalkan insentif yang diharapkan, dan juga memenuhi kewajiban menciptakan kemakmuran principal. Manajemen dengan informasi yang dimiliki mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan ke pasar modal. Jika manajemen menyampaikan suatu informasi ke pasar, maka umumnya pasar akan merespon informasi tersebut sebagai suatu sinyal. Sinyal tersebut dianggap sebagai efek dari adanya event tertentu yang dapat mempengaruhi nilai

perusahaan yang tercermin dari perubahan harga saham dan volume perdagangan saham.

Informasi yang diumumkan perusahaan akan membawa sinyal yang mempengaruhi keputusan investasi, bila informasi tersebut mengandung nilai positif maka diharapkan pasar bereaksi pada saat waktu pengumuman. Para pelaku pasar yang menerima informasi akan menganalisis informasi tersebut sebagai sinyal baik atau sinyal buruk. Apabila informasi tersebut sebagai sinyal baik bagi investor, maka terjadi perubahan dalam volume perdagangan saham.

Menurut Wolket *al.*, (2001) dalam Jama'an(2008), teori sinyal menjelaskan alasan perusahaan menyajikan informasi untuk pasar modal. Teori sinyal menunjukkan adanya asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan pihak-pihak yang berkepentingan dengan informasi tersebut. Teori sinyal mengemukakan tentang bagaimana seharusnya perusahaan memberikan sinyal-sinyal pada pengguna laporan keuangan.

Mardiyati dkk., (2012) menyatakan bahwa jika manajer memiliki keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan karenanya ingin agar harga saham meningkat, manajer tersebut tentunya ingin mengkomunikasikan hal tersebut kepada para investor. Manajer bisa menggunakan hutang yang lebih banyak, yang nantinya berperan sebagai sinyal yang lebih terpercaya karena perusahaan yang meningkatkan hutang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa yang akan datang. Investor diharapkan akan menangkap sinyal tersebut, sinyal yang mengindikasikan bahwa perusahaan mempunyai prospek yang prospektif di masa depan. Jadi, kesimpulan yang dapat

ditarik dari penjelasan tersebut bahwa hutang merupakan tanda atau signal positif dari perusahaan.

2.1.3 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dalam penelitian ini didefinisikan sebagai nilai pasar, seperti halnya penelitian yang pernah dilakukan oleh Nurlela dan Islahuddin (2008), karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka makin tinggi kemakmuran pemegang saham. Untuk mencapai nilai perusahaan umumnya para pemodal menyerahkan pengelolaannya kepada para profesional. Para profesional diposisikan sebagai manajer ataupun komisaris (Nurlela dan Islahuddin, 2008).

Samuel (2000) dalam Nurlela dan Islahuddin (2008) menjelaskan bahwa *enterprise value* (EV) atau dikenal juga sebagai *firm value* (nilai perusahaan) merupakan konsep penting bagi investor, karena merupakan indikator bagi pasar menilai perusahaan secara keseluruhan. Sedangkan Wahyudi (2005) dalam Nurlela dan Islahuddin (2008) menyebutkan bahwa nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli andai perusahaan tersebut dijual.

Suatu perusahaan dikatakan mempunyai nilai yang baik jika kinerja perusahaan juga baik. Nilai perusahaan dapat tercermin dari harga sahamnya. Jika nilai sahamnya tinggi bisa dikatakan nilai perusahaannya juga baik. Karena tujuan utama perusahaan adalah meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan

kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Gapensi, 1996 dalam Wahidahwati, 2002).

Nilai Perusahaan dalam penelitian ini diproksi dengan *Price Book Value* (PBV). *Price Book Value* (PBV) merupakan salah satu indikator dalam menilai perusahaan. PBV menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. PBV merupakan perbandingan dari harga suatu saham dengan nilai buku. PBV menunjukkan seberapa jauh sebuah perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif dengan jumlah modal yang diinvestasikan, sehingga semakin tinggi rasio PBV menunjukkan semakin berhasil perusahaan menciptakan nilai bagi pemegang saham (Ang, 1997 dalam Nathaniel, 2008).

PBV sangat erat kaitannya dengan harga saham. Perubahan harga saham akan merubah rasio PBV. Rasio PBV yang semakin tinggi mengindikasikan harga saham yang semakin tinggi pula. Harga saham yang tinggi mencerminkan nilai perusahaan yang tinggi. Begitu pula sebaliknya, semakin kecil nilai PBV perusahaan berarti harga saham semakin rendah. Hal ini mencerminkan nilai perusahaan rendah. Perusahaan yang harga sahamnya senantiasa tinggi mengindikasikan prospek pertumbuhan perusahaan yang baik. Dengan kata lain, rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh (Brigham, 1999 dalam Wahyudi dan Pawestri, 2006).

Keberadaan PBV sangat penting bagi investor untuk menentukan strategi investasi di pasar modal. Berdasarkan nilai PBV, investor juga dapat memprediksi saham-saham yang mengalami *undervalued* atau *overvalued*, sehingga dapat

menentukan strategi investasi yang sesuai dengan harapan investor untuk memperoleh dividen dan *capital gain* yang tinggi (Yulianto, 1998 dalam Pandowo, 2002)

2.1.4 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan (*retained earnings*) guna pembiayaan investasi dimasa mendatang. Kebijakan dividen merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Kebijakan ini akan melibatkan dua pihak yang mempunyai kepentingan yang berbeda, yaitu pihak pertama para pemegang saham dan pihak kedua adalah manajemen. Dividen merupakan pembagian laba perusahaan kepada para pemegang saham yang besarnya sebanding dengan jumlah lembar saham yang dimiliki (Baridwan, 2004:434). Dividen merupakan nilai pendapatan bersih perusahaan setelah pajak dikurangi dengan laba ditahan yang ditahan sebagai cadangan perusahaan menurut Ang 1997 (dalam Handayani, 2010:12). Menurut Hanafi (2004:361), dividen merupakan kompensasi yang diterima oleh pemegang saham, disamping *capital gain*. Dividen ini untuk dibagikan kepada para pemegang saham sebagai keuntungan dari laba perusahaan. Dividen ditentukan berdasarkan rapat umum anggota pemegang saham dan jenis pembayarannya tergantung kepada kebijakan pimpinan. Menurut AL-Shubiri (2011), dividen dapat didefinisikan sebagai distribusi laba dalam asset nyata diantara para pemegang saham sesuai dengan proporsi kepemilikan mereka.

Semakin besar proporsi kepemilikan saham yang mereka miliki maka semakin besar pula dividen yang akan mereka dapatkan.

Tujuan pembagian dividen adalah:

- 1) Untuk memaksimumkan kemakmuran bagi para pemegang saham. Hal ini karena sebagian investor menanamkan dananya di pasar modal untuk memperoleh dividen dan tingginya dividen yang dibayarkan berarti bahwa prospek perusahaan dimasa yang akan datang bagus.
- 2) Untuk menunjukkan likuiditas perusahaan. Dengan dibayarkan dividen, diharapkan kinerja perusahaan dimata investor bagus. Sering kita jumpai bahwa sebagian perusahaan memberikan dividen dalam jumlah tetap untuk setiap periode. Hal ini dilakukan karena perusahaan ingin diakui oleh investor bahwa perusahaan yang bersangkutan mampu menghadapi gejolak ekonomi dan mampu memberikan hasil kepada investor.
- 3) Sebagian investor memandang bahwa risiko dividen lebih rendah disbanding risiko *capital gain*.
- 4) Untuk memenuhi kebutuhan para pemegang saham akan pendapatan tetap yang digunakan untuk keperluan konsumsi.
- 5) Dividen dapat digunakan sebagai alat komunikasi antara manajer dan pemegang saham. Informasi secara keseluruhan tentang kondisi intern perusahaan sering tidak diketahui oleh investor sehingga melalui dividen pertumbuhan perusahaan dan prospek perusahaan bisa diketahui.

Menurut Ang 1997 (dalam Handayani, 2010:12), dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham ditinjau dari bentuknya ada 2 (dua) macam, yaitu:

1) Dividen Tunai (*Cash Dividend*)

Dividen tunai merupakan bagian keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk tunai. Tujuan dari pemberian dividen dalam bentuk tunai adalah untuk memacu kinerja saham di bursa efek, yang juga merupakan *return* dari para pemegang saham. Dividen tunai umumnya lebih menarik bagi para pemegang saham dibandingkan dengan dividen saham. Yang perlu diperhatikan oleh pimpinan perusahaan sebelum membuat pengumuman adanya dividen kas ialah apakah jumlah uang kas yang ada mencukupi untuk pembagian dividen tersebut.

2) Dividen Saham (*Stock Dividend*)

Dividen saham merupakan bagian keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk saham. Pemberian *stock dividend* tambahan sering dimaksudkan untuk menahan kas untuk membiayai aktivitas perusahaan yang dihubungkan dengan pertumbuhan perusahaan.

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2006:297) kebijakan dividen menyangkut masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham, dan laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau laba yang ditahan untuk diinvestasikan kembali. Dengan demikian dimungkinkan membagi laba sebagai dividen dan pada saat yang sama menerbitkan saham baru. Menurut Hashemijoo *et al.* (2012) kebijakan dividen mengacu pada kebijakan perusahaan yang menentukan jumlah pembayaran dividen dan jumlah saldo laba untuk menginvestasikan kembali dalam proyek-proyek baru dan menurut Hussalney *et*

al. (2010) kebijakan dividen merupakan pembagian keuntungan antara pemegang saham dan perusahaan. Menurut Riyanto (1995:265) mendefinisikan kebijakan dividen bersangkutan dengan penentuan pembagian pendapatan antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan di dalam perusahaan, yang berarti laba tersebut harus ditahan di dalam perusahaan. Menurut Kolb 1983 (dalam Handayani, 2010:18), kebijakan dividen penting karena dua alasan, yaitu: 1) Pembayaran dividen mungkin akan mempengaruhi harga saham. 2) Pendapatan yang ditahan biasanya merupakan sumber tambahan modal sendiri yang terbesar dan terpenting untuk pertumbuhan perusahaan. Kedua alasan tersebut merupakan dua sisi kepentingan perusahaan yang kontroversial. Agar kedua kepentingan itu dapat terpenuhi secara optimal, manajemen perusahaan seharusnya memutuskan secara hati-hati dan teliti kebijakan dividen yang harus dipilih.

Kebijakan dividen perlu dianalisa dan diputuskan dengan lebih bijaksana, karena apabila dividen dibagikan kepada pemegang saham, maka hal ini akan mengurangi besarnya dana internal yang akan dipakai untuk memperluas operasi perusahaan. Dampak lebih jauh adalah pertumbuhan perusahaan akan menurun, sedangkan apabila dividen tidak dibagikan bisa jadi pemegang saham mempersepsikan bahwa perusahaan tersebut kekurangan dana yang selanjutnya menyebabkan harga sahamnya akan turun. Dengan demikian, kebijakan dividen harus dibuat dengan lebih bijaksana dalam kaitannya dengan struktur modal perusahaan.

Kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan bentuknya bisa bermacam-macam. Menurut Riyanto (2001:269) menyatakan bahwa ada macam-macam kebijakan dividen yang dilakukan oleh perusahaan antara lain sebagai berikut:

1) Kebijakan dividen yang stabil

Banyak perusahaan yang menjalankan kebijakan dividen yang stabil, artinya jumlah dividen per lembar saham yang dibayarkan setiap tahunnya relative tetap selama jangka waktu tertentu meskipun pendapatan per lembar saham setiap tahunnya berfluktuasi.

2) Kebijakan dividen dengan penetapan jumlah dividen minimal plus jumlah ekstra tertentu

Kebijakan ini menetapkan jumlah rupiah minimal dividen per lembar saham tiap tahunnya. Dalam keadaan keuangan yang lebih baik perusahaan akan membayarkan dividen ekstra diatas jumlah minimal tersebut.

3) Kebijakan dividen dengan penetapan *dividend payout ratio* yang konstan

Perusahaan yang menjalankan kebijakan ini menetapkan *dividend payout ratio* yang konstan misalnya 50%. Ini berarti bahwa jumlah dividen per lembar saham yang dibayarkan setiap tahunnya akan berfluktuasi sesuai dengan perkembangan keuntungan *netto* yang diperoleh setiap tahunnya.

4) Kebijakan dividen yang fleksibel

Kebijakan dividen yang terakhir adalah penetapan *dividend payout ratio* yang fleksibel, yang besarnya setiap tahun disesuaikan dengan posisi *financial* dan kebijakan *financial* dari perusahaan yang bersangkutan.

Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan di bagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang. Beberapa teori kebijakan dividen yang di kemukakan oleh Dr.Dermawan Sjahrial, M.M. (2002) antara lain:

1) Teori Dividen Tidak Relevan

Modigliani dan Miller (MM) berpendapat, nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya Dividend Payout Ratio, tapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak dan kelas risiko perusahaan. Jadi menurut MM, dividen tidak relevan untuk diperhitungkan karena tidak akan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Menurut MM kenaikan nilai perusahaan dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk mendapatkan keuntungan atau earning power dari asset perusahaan. Pernyataan MM ini didasarkan pada beberapa asumsi seperti :

- a) Pasar modal yang sempurna dimana para investor bersikap rasional
- b) Tidak ada biaya emisi saham
- c) Tidak ada pajak
- d) Leverage tidak berpengaruh terhadap biaya modal
- e) Para investor dan manajer mempunyai informasi yang sama
- f) Distribusi pendapatan diantara dividen dengan laba ditahan tidak berpengaruh terhadap biaya ekuitas
- g) Kebijakan Capital Budgeting terlepas dari kebijakan dividen

Beberapa ahli menentang pendapat MM tentang dividen tidak relevan dengan menunjukkan adanya biaya emisi saham baru yang akan mempengaruhi nilai perusahaan. Modal sendiri dapat berasal dari laba ditahan dan menerbitkan saham biasa baru. Jika modal sendiri berasal dari laba ditahan, biaya modal sendiri sebesar K_s (biaya modal sendiri dari laba ditahan). Tapi bila berasal dari saham biasa baru, biaya modal sendiri adalah K_e (biaya modal sendiri dari saham biasa baru). Jika ada pajak maka penghasilan investor dari dividen dan dari capital gains (kenaikan harga saham) akan dikenai pajak. Seandainya tingkat pajak untuk dividen dan capital gains adalah sama, investor cenderung lebih suka menerima capital gains dari pada dividen karena pajak pada capital gains baru dibayar saat saham dijual dan keuntungan diakui.

2) Teori the bird in the hand

Gordon dan Lintner menyatakan bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika Dividend Payout rendah karena investor lebih suka menerima dividen dari pada capital gains. Menurut mereka, investor memandang dividend yield lebih pasti dari pada capital gains yield. Perlu diingat bahwa dilihat dari sisi investor, biaya modal sendiri dari laba ditahan (K_s) adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan investor pada saham. K_s adalah keuntungan dari dividen (dividend yield) ditambah keuntungan dari capital gains (capital gains yield).

Kebanyakan pemilik saham lebih menyukai pembayaran dividen saat ini daripada menundanya untuk direalisasi dalam bentuk “capital gain” nanti. Tarif pajak untuk “capital gain” memang sering lebih rendah daripada untuk dividen, namun para pemilik saham banyak yang lebih menyukai dividen saat ini, karena

dengan pembayaran dividen sekarang maka penerimaan uang tersebut sudah pasti, sedangkan apabila ditunda ada kemungkinan bahwa apa yang diharapkan meleset.

Menurut Modigliani dan Miller pendapat Gordon dan Lintner merupakan suatu kesalahan, karena akhirnya investor akan kembali menginvestasikan dividen yang diterima pada perusahaan yang sama atau perusahaan yang memiliki resiko yang hampir sama.

3) Teori perbedaan pajak

Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan capital gains, para investor lebih menyukai capital gains karena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh karena itu investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan dividend yield tinggi, capital gains yield rendah dari pada saham dengan dividend yield rendah, capital gains yield tinggi. Jika pajak atas dividend lebih besar dari pajak atas capital gains, perbedaan ini akan makin terasa. Suatu teori yang menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap dividen dan capital gains maka para investor lebih menyukai capital gains karena dapat menunda pembayaran pajak dengan alasan :

- a) Keuntungan modal dikenakan tarif pajak yang lebih rendah daripada untuk pembagian dividen, karena itu investor yang kaya mungkin lebih suka perusahaan menahan dan menanamkan kembali laba di dalam perusahaan.
- b) Pajak atas keuntungan tidak dibayarkan sampai saham terjual, karena adanya nilai efek waktu, satu dolar pajak yang dibayarkan di masa

mendatang mempunyai biaya efektif yang lebih rendah daripada satu dolar yang dibayarkan hari ini.

- c) Jika selebar saham dimiliki oleh seseorang sampai ia meninggal, sama sekali tidak ada pajak keuntungan modal yang terutang, ahli waris dapat terhindar dari pajak keuntungan modal.

4) Teori Signaling Hypothesis

Menyatakan bahwa, jika ada kenaikan dividen sering kali diikuti dengan kenaikan harga saham. Terdapat bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen dari pada capital gains. Tapi MM berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas biasanya merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dividen masa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah kenaikan normal (biasanya) diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit dividen waktu mendatang. Seperti teori dividen yang lain , teori Signaling Hypotesis ini juga sulit dibuktikan secara empiris. Adalah nyata bahwa perubahan dividen mengandung beberapa informasi. Tapi sulit dikatakan apakah kenaikan dan penurunan harga setelah adanya kenaikan dan penurunan dividen semata-mata disebabkan oleh efek sinyal atau disebabkan karena efek sinyal dan preferensi terhadap dividen.

5) Teori Clientele Effect

Teori ini menyatakan bahwa kelompok (clienteles) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu Dividend Payout Ratio yang tinggi. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan.

Jika ada perbedaan pajak bagi individu (misalnya orang lanjut usia dikenai pajak lebih ringan) maka pemegang saham yang dikenai pajak tinggi lebih menyukai capital gains karena dapat menunda pembayaran pajak. Kelompok ini lebih senang jika perusahaan membagi dividen yang kecil. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang dikenai pajak relatif rendah cenderung menyukai dividen yang besar. Bukti empiris menunjukkan bahwa efek dari Clientele ini ada. Tapi menurut MM hal ini tidak menunjukkan bahwa lebih baik dari dividen kecil, demikian sebaliknya. Efek Clientele ini hanya mengatakan bahwa bagi sekelompok pemegang saham, kebijakan dividen tertentu lebih menguntungkan mereka.

Kebijakan dividen dalam penelitian ini diproksi dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR). *Dividend Payout Ratio* adalah perbandingan antara *dividend per share* dengan *earning per share* (Simatupang, 2010:40). DPR merupakan persentase dari pendapatan yang akan dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai *cash dividend* (Riyanto, 2001:266). Rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) menentukan jumlah laba yang dibagi dalam bentuk dividen kas dan

laba yang ditahan sebagai sumber pendanaan. Rasio ini menunjukkan persentase laba perusahaan yang dibayarkan kepada pemegang saham yang berupa dividen kas. Apabila laba perusahaan yang ditahan untuk keperluan operasional perusahaan dalam jumlah besar, berarti laba yang akan dibayarkan sebagai dividen menjadi lebih kecil. Sebaliknya jika perusahaan lebih memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka hal tersebut akan mengurangi porsi laba ditahan dan mengurangi sumber pendanaan intern. Namun, dengan lebih memilih membagikan laba sebagai dividen tentu saja akan meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham, sehingga para pemegang saham akan terus menanamkan sahamnya untuk perusahaan tersebut.

2.1.5 Kebijakan hutang

Kebijakan hutang merupakan istilah yang digunakan perusahaan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajiban *financial* suatu perusahaan. Faktor utang mempengaruhi kebijakan perusahaan dalam pembayaran dividen pada *shareholder*. Perusahaan dalam menjalankan kinerjanya memerlukan modal baik dari internal maupun eksternal perusahaan. Selain memperhatikan profit, perusahaan juga harus memperhatikan tingkat kebijakan hutang untuk menjaga keseimbangan keuangan di dalam perusahaan tersebut. Kebijakan hutang menunjukkan sampai sejauh mana efek dengan pendapatan tetap seperti utang dan saham preferen digunakan dalam struktur modal suatu perusahaan (Brigham dan Houston, 2011:165). Salah satu faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen suatu perusahaan adalah kebutuhan dana untuk

membayar utang (Riyanto, 2001:267). Utang merupakan instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Sampai batas tertentu, semakin tinggi proporsi utang suatu perusahaan maka semakin tinggi harga saham perusahaan itu, namun pada titik tertentu lainnya peningkatan utang akan menurunkan nilai perusahaan (Chen dan Steiner, 1999). *Static trade off theory* memfokuskan bahasan pada *trade off* antara *cost of debt* dan *benefit of debt* (Huang dan Ritter, 2004). *Static trade off* berasumsi bahwa struktur modal suatu perusahaan ditentukan dengan mempertimbangkan manfaat pengurangan pajak ketika utang meningkat di satu sisi dan meningkatnya *agency cost* (biaya agensi) pada sisi yang lain. Model *Static Trade off* ini merupakan evolusi atau pengembangan dari teori *irrelevance*-nya Modigliani dan Miller dan saat ini merupakan *mainstream* dari teori struktur modal (Arifin, 2005). Mendasarkan pada *trade off theory*, perusahaan berupaya mempertahankan struktur modal yang ditargetkan dengan tujuan memaksimalkan nilai perusahaan. Menurut Mamduh (2004) dalam *Pecking Order Theory* mengasumsikan bahwa manajer akan pertama kali memilih untuk menggunakan dana internal dalam mendanai proyek-proyeknya. Namun ketika sumber internal sudah tidak mencukupi lagi maka penggunaan sumber pendanaan eksternal dalam bentuk utang dilakukan oleh perusahaan. Perusahaan menganggap bahwa penggunaan utang dirasa lebih aman daripada menerbitkan saham baru dengan beberapa alasan. Pertama, adalah pertimbangan biaya emisi. Biaya emisi utang akan lebih murah dari biaya emisi saham baru. Hal ini disebabkan karena penerbitan saham baru akan menurunkan harga saham lama. Kedua, manajer khawatir jika penerbitan saham baru akan

ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal dan membuat harga saham akan turun. Hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya asimetri informasi antara pihak manajer dengan pihak modal. Banyak studi empiris (misalnya Masulis dan Trueman, 1988) menemukan adanya kenaikan harga saham ketika ada pengumuman kenaikan utang untuk mendapatkan kontrol atas perusahaan lain. Sebaliknya penurunan utang seperti *equity-for-debt exchange offers*, penawaran saham baru, dan penawaran akuisi dengan menggunakan pembayaran saham perusahaan sendiri akan menjadi harga saham turun (Arifin, 2005;79). Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan adanya utang dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen yang dapat menghindari investasi yang sia-sia, dengan demikian akan meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai tersebut dikaitkan dengan harga saham dan penurunan utang akan menurunkan harga saham, sehingga pendanaan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan (Masulis dan Trueman, 1988).

Kebijakan hutang dalam penelitian ini dikonfirmasi dengan *Debt to Assets Ratio* (DAR), yaitu rasio yang digunakan untuk mengukur sampai seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh modal pinjaman. Rasio ini digunakan untuk membandingkan total pinjaman dengan aktiva serta untuk mengetahui besarnya penggunaan utang dibandingkan seluruh modal perusahaan (Wiagustini, 2010:79).

2.1.6 Kepemilikan

Istilah kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* tetapi juga oleh prosentase kepemilikan manajer dan institusional. Mursalim (2009) mengungkapkan bahwa kepemilikan, yaitu suatu perbandingan antara jumlah saham yang dimiliki oleh pihak dalam atau manajemen perusahaan (*insider ownership*) dengan jumlah saham yang dimiliki oleh pihak luar (*outsiders ownership*). Kepemilikan menentukan sifat dari masalah agensi yaitu apakah konflik antara manajer dan pemilik saham adalah yang dominan terjadi di perusahaan ataukah konflik antara pihak pemilik kontrol perusahaan dan pemilik saham minoritas yang lebih dominan terjadi. Dua aspek utama dari kepemilikan adalah konsentrasi dan komposisi kepemilikan.

1) Konsentrasi kepemilikan

Tingkat konsentrasi kepemilikan suatu perusahaan menentukan pembagian kekuasaan antara manajer dan pemilik saham. Ketika pemiliknya relatif tersebar, kontrol yang dilakukan pemilik saham cenderung lemah karena buruknya pengawasan yang dilakukan oleh pemilik saham. Pemilik saham kecil tidak akan tertarik melakukan pengawasan karena mereka menanggung seluruh biaya pengawasan namun hanya memperoleh sebagian kecil dari keuntungan perusahaan. Ketika kepemilikan perusahaan relative terkonsentrasi, pemilik saham besar dapat memainkan peranan penting dalam mengawasi pihak manajemen perusahaan. Manajemen perusahaan biasanya berada ditangan pemilik saham yang memegang kontrol atas perusahaan. Beberapa penelitian empiris

menemukan bahwa hubungan antara tingkat konsentrasi kepemilikan dan keuntungan adalah berbentuk U yang artinya ketika konsentrasi kepemilikan meningkat dari tingkat yang sangat rendah maka biaya-biaya agensi akan berkurang akibat meningkatnya pengawasan yang dilakukan pemilik saham, namun ketika kepemilikan saham meningkat sampai batas tertentu maka biaya-biaya agensi akan melebihi keuntungan-keuntungannya yang pada akhirnya akan menurunkan tingkat keuntungan.

2) Komposisi kepemilikan

Aspek kedua dari kepemilikan adalah mengenai komposisinya, yaitu siapa yang menjadi pemilik saham dan yang lebih penting adalah siapa diantara mereka yang memegang kontrol kelompok. Pemilik saham dapat berupa manajer perusahaan, investor yang berbentuk institusi atau lembaga, pihak publik maupun pihak asing.

2.1.7 Kepemilikan institusional

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain (Tarjo, 2008). Pemegang saham institusional biasanya berbentuk entitas seperti perbankan, asuransi, dana pensiun, reksa dana dan institusi lain. Investor institusional umumnya merupakan pemegang saham yang cukup besar karena memiliki pendanaan yang besar. Semakin besar tingkat kepemilikan saham institusional semakin besar pula

pengawasan yang dilakukan untuk menghalangi perilaku *opportunistic* manajer (Dian dan Lidyah, 2011).

Kepemilikan institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme monitoring yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer. Hal ini disebabkan investor institusional terlibat dalam pengambilan yang strategis sehingga tidak mudah percaya terhadap tindakan manipulasi laba (Jensen dan Meckling, 1976). Adanya kepemilikan investor institusional dalam bentuk perusahaan akan meningkatkan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja *insiders*. Kepemilikan saham oleh institusi merupakan salah satu *monitoring agents* yang penting yang memainkan peranan aktif dan konsisten dalam melindungi investasi saham yang mereka pertaruhkan dalam perusahaan (Endraswati, 2012). Berdasarkan beberapa pendapat tersebut, dapat dikatakan kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen karena dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Monitoring tersebut tentunya akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham, pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal.

2.2 Hipotesis Penelitian

Hipotesis merupakan jawaban sementara atas pokok permasalahan yang akan diuji kebenarannya. Berdasarkan rumusan masalah, tujuan penelitian, teori-teori yang mendukung, dan hasil penelitian sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut Perbedaan indikator keuangan metode *general price level accounting* dengan indikator keuangan pada laporan keuangan historis.

2.2.1 Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Dividen merupakan salah satu indikator penting yang diharapkan oleh para investor atas investasi yang dilakukan pada suatu perusahaan. Dividen menjadi cerminan suatu perusahaan dalam keadaan menghasilkan laba, bila dividen yang diberikan tidak sesuai dengan harapan para investor, maka akan muncul kecenderungan para pemilik saham akan menjual saham miliknya di perusahaan tersebut. Investor dapat menilai Kebijakan Dividen yang dilakukan oleh perusahaan melalui *dividend payout ratio*. *Dividend payout ratio* mewujudkan seberapa besar porsi keuntungan yang dibagikan oleh perusahaan untuk dijadikan dividen. Setiap perusahaan memiliki porsi besar dividen yang sesuai dengan *dividend payout ratio*, serta besarnya dari *dividend payout ratio* menentukan besarnya *dividend per share* (dividen per lembar saham). Dapat dikatakan bahwa jika dividen yang dibagikan besar, maka akan meningkatkan harga saham dan meningkatkan nilai perusahaan.

Menurut Gordon (1962) dalam Brigham dan Gapenski (1996) mengatakan bahwa dalam *bird in the hand theory*, para pemegang saham lebih menyukai tingkat dividen yang tinggi, karena lebih pasti dibandingkan *capital gain*. Dividen yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan. Manajer perusahaan memiliki kepercayaan bahwa investor lebih menyukai perusahaan yang mengikuti dividen yang stabil (Brigham, 2006). Berdasarkan hal tersebut, maka yang menjadi hipotesis penelitian ini adalah

H₁ : Kebijakan dividen berpengaruh positif pada nilai perusahaan.

2.2.2 Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Hutang merupakan salah satu sumber pembiayaan eksternal yang digunakan oleh perusahaan untuk membiayai kebutuhan dananya. Dalam pengambilan keputusan akan penggunaan hutang ini harus mempertimbangkan besarnya biaya tetap yang muncul dari hutang berupa bunga yang akan menyebabkan semakin meningkatnya kebijakan hutang keuangan dan semakin tidak pastinya tingkat pengembalian bagi para pemegang saham biasa. Tingkat penggunaan hutang dari suatu perusahaan dapat ditunjukkan oleh salah satunya menggunakan rasio hutang terhadap ekuitas (DER), yaitu rasio jumlah hutang terhadap jumlah modal sendiri.

Hutang adalah pengorbanan manfaat ekonomi yang akan timbul dimasa yang akan datang yang disebabkan oleh kewajiban-kewajiban di saat sekarang dari suatu badan usaha yang akan dipenuhi dengan mentransfer aktiva atau memberikan jasa kepada badan usaha lain dimasa datang sebagai akibat dari transaksi-transaksi yang sudah lalu (Baridwan, 2004). Hutang merupakan suatu

mekanisme yang bisa digunakan untuk mengurangi atau mengontrol konflik keagenan. Dengan adanya hutang perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga dan *principal* (Jensen, 1986, dalam Masdupi, 2005). Penggunaan hutang perusahaan akan memaksa manajemen untuk bertindak lebih efisien dan tidak konsumtif karena adanya risiko kebangkrutan (Bathala dkk, 1994 dalam Nugroho, 2002).

Kebijakan hutang dapat dihubungkan dengan nilai perusahaan. kebijakan hutang merupakan kebijakan perusahaan tentang seberapa jauh sebuah perusahaan menggunakan pendanaan hutang. Dengan adanya hutang, semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham perusahaan tersebut (Mardiyati dkk., 2012).

Sukirni (2012) juga meneliti mengenai pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan, dimana dalam penelitian tersebut ditemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh secara positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Rustendi dan Jimmi (2008) juga melakukan penelitian mengenai pengaruh hutang dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur. Kesimpulan dari penelitian tersebut yaitu hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Ghosh dan Ghosh (2008) melakukan penelitian yang menemukan kesimpulan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan di masa mendatang. Kesimpulan tersebut berbeda dengan kesimpulan penelitian yang dilakukan oleh Cheng dan Tzeng (2011) yaitu kebijakan hutang

memiliki hubungan yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Babaei *et al.*, (2013) mengenai korelasi antara kebijakan hutang dan nilai perusahaan pada perusahaan yang *listed* di Bursa Efek Tehran menemukan hasil yaitu kebijakan hutang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan atas kajian teoritis serta hasil empirik dari penelitian-penelitian sebelumnya, maka dirumuskan hipotesis:

H₂ : *Kebijakan hutang* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2.2.3 Kepemilikan Institusional Sebagai Pemoderasi Pengaruh *Dividen Payout Ratio* Dan Nilai Perusahaan

Modigliani Miller berpendapat bahwa dividen tidak relevan yang berarti tidak ada kebijakan yang optimal karena dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Gordon-Lintner berpendapat dividen lebih kecil resikonya daripada capital gain, sehingga dividen setelah pajak dan menawarkan Dividend Yield yang lebih tinggi akan meminimumkan biaya modal. Sedangkan kelompok lain berpendapat bahwa karena dividen cenderung dikenakan pajak dari pada capital gain, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan dividend yield. Kelompok ini menyarankan dengan *dividend payout ratio* (DPR) yang lebih rendah akan memaksimumkan nilai perusahaan. Dari ketiga pendapat yang nampak bertentangan tersebut, jika mempertimbangkan kandungan informasi maka dapat dikatakan bahwa pembayaran dividen dilihat sebagai signal bahwa perusahaan memiliki prospek yang baik. Sebaliknya penurunan pembayaran dividen akan dilihat sebagai prospek perusahaan yang

buruk. Maka dalam hal ini kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan (Taswan 2003).

Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku opportunistic manajer. Menurut Shleifer and Vishny (dalam Barnea dan Rubin, 2005) bahwa institutional shareholders, dengan kepemilikan saham yang besar, memiliki insentif untuk memantau pengambilan keputusan perusahaan. Begitu pula penelitian Wening (2009) Semakin besar kepemilikan oleh institusi keuangan maka semakin besar pula kekuatan suara dan dorongan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan. Penelitian Smith (1996) (dalam Suranta dan Midiastuty, 2004) menunjukkan bahwa aktivitas monitoring institusi mampu mengubah struktur pengelolaan perusahaan dan mampu meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Hal ini didukung oleh Cruthley et al., (dalam Suranta dan Midiastuty, 2004) yang menemukan bahwa monitoring yang dilakukan institusi mampu mensubstitusi biaya keagenan lain sehingga biaya keagenan menurun dan nilai perusahaan meningkat.

Berdasarkan landasan teori dan hasil penelitian tersebut, maka hipotesis dalam penelitian ini ditentukan sebagai berikut :

H₃ : Kepemilikan institusional mampu memoderasi pengaruh *dividen payout ratio* dan nilai perusahaan

2.2.4 Kepemilikan Institusional Sebagai Pemoderasi Pengaruh Kebijakan Hutang Dan Nilai Perusahaan

Kepemilikan institusional mempunyai arti penting dalam memonitor manajemen dalam mengelola perusahaan. Investor institusional dapat disubstitusikan untuk melaksanakan fungsi monitoring mendisiplinkan penggunaan *debt* (utang) dalam struktur modal. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien fungsi monitoring terhadap manajemen dalam pemanfaatan *asset* perusahaan serta pencegahan pemborosan oleh manajemen.

Bukti empiris mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan ditunjukkan dalam penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) yang membuktikan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Meningkatkan kepemilikan institusional menjadikan fungsi pengawasan akan berjalan secara efektif dan menjadikan manajemen semakin berhati-hati dalam memperoleh dan mengelola pinjaman (utang), karena jumlah utang yang semakin meningkat Berdasarkan landasan teori dan hasil penelitian tersebut, maka hipotesis dalam penelitian ini ditentukan sebagai berikut :

H₄ : Kepemilikan institusional mampu memoderasi pengaruh kebijakan hutang dan nilai perusahaan