

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Nilai Perusahaan

Tujuan utama perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Wahidawati, 2002 dalam Permanasari, 2010). Nilai perusahaan pada dasarnya diukur dari beberapa aspek salah satunya adalah harga pasar saham perusahaan, karena harga pasar saham perusahaan mencerminkan penilaian investor atas keseluruhan ekuitas yang dimiliki (Wahyudi dan Pawestri, 2006 dalam Permanasari, 2010). Rika dan Ishlahuddin (2008) mendefinisikan nilai perusahaan sebagai nilai pasar. Alasannya karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran atau keuntungan bagi pemegang saham secara maksimum jika harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka makin tinggi keuntungan pemegang saham sehingga keadaan ini akan diminati oleh investor karena dengan permintaan saham yang meningkatkan menyebabkan nilai perusahaan juga akan meningkat. Nilai perusahaan dapat dicapai dengan maksimum jika para pemegang saham menyerahkan urusan pengelolaan perusahaan kepada orang-orang yang berkompeten dalam bidangnya, seperti manajer maupun komisaris.

Rasio-rasio keuangan digunakan investor untuk mengetahui nilai pasar perusahaan. Rasio tersebut dapat memberikan indikasi bagi manajemen mengenai penilaian investor terhadap kinerja perusahaan dimasa lampau dan prospeknya

dimasa depan. Ada beberapa rasio untuk mengukur nilai pasar perusahaan, salah satunya Tobin's Q. Rasio ini dinilai bisa memberikan informasi paling baik, karena rasio ini bisa menjelaskan berbagai fenomena dalam kegiatan perusahaan, seperti misalnya terjadinya perbedaan *cross-sectional* dalam pengambilan keputusan investasi dan diversifikasi (Claessens dan Fan, 2003 dalam Sukamulja, 2004); hubungan antara kepemilikan saham manajemen dan nilai perusahaan (Onwioduokit, 2002 dalam Sukamulja, 2004); hubungan antara kinerja manajemen dengan keuntungan dalam akuisisi (Gompers, 2003 dalam Sukamulja, 2004) dan kebijakan pendanaan, dividen, dan kompensasi (Imala, 2002 dalam Sukamulja, 2004).

Tobin's Q memasukkan semua unsur utang dan modal saham perusahaan, tidak hanya saham biasa saja dan tidak hanya ekuitas perusahaan yang dimasukkan namun seluruh aset perusahaan. Dengan memasukkan seluruh aset perusahaan berarti perusahaan tidak hanya terfokus pada satu tipe investor saja yaitu investor dalam bentuk saham namun juga untuk kreditur karena sumber pembiayaan operasional perusahaan bukan hanya dari ekuitasnya saja tetapi juga dari pinjaman yang diberikan oleh kreditur (Sukamulja, 2004 dalam Permanasari, 2010).

Jadi semakin besar nilai Tobin's Q menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik. Hal ini dapat terjadi karena semakin besar nilai pasar aset perusahaan dibandingkan dengan nilai buku aset perusahaan maka semakin besar kerelaan investor untuk mengeluarkan pengorbanan yang

lebih untuk memiliki perusahaan tersebut (Sukamulja, 2004 dalam Permanasari, 2010).

Tobin Q ditemukan oleh seorang pemenang hadiah nobel dari Amerika Serikat yaitu James Tobin. Tobin Q dapat dirumuskan sebagai perbandingan nilai pasar aset dengan perkiraan jumlah uang yang harus dikeluarkan untuk mengganti seluruh aset tersebut pada saat ini, sehingga dapat dituliskan sebagai berikut:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market value of assets}}{\text{Estimated replacement cost}}$$

Secara umum rasio ini hampir sama dengan *market to book ratio*, namun Tobin's Q memiliki karakteristik yang berbeda:

1. *Replacement Cost vs Book Value*

Tobin's Q menggunakan (*estimate*) *replacement cost* sebagai *deminator*, sedangkan *market to book ratio* menggunakan *book value of total equity*. Penggunaan *replacement cost* membuat nilai yang digunakan untuk menentukan Tobin's Q memasukkan berbagai faktor, sehingga nilai yang digunakan mencerminkan nilai pasar dari aset yang sebenarnya di masa kini, salah satu faktor tersebut misalnya inflasi. Seperti yang sudah disebutkan di atas, karena sistem pelaporan akuntansi di Indonesia yang menganut metode *historical cost*, maka nilai yang tercantum pada neraca tidak dapat menunjukkan nilai aset yang sebenarnya pada saat ini. Hal ini membuat perhitungan Tobin's Q menjadi lebih valid. Meskipun demikian, proses perhitungan untuk menentukan *replacement cost* merupakan suatu proses yang panjang dan rumit, sehingga beberapa penelitian seperti Black

et al. (2003), menggunakan *book value of total assets* sebagai pendekatan terhadap *replacement cost*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa perbedaan nilai *replacement cost* dengan nilai *book value of total assets* tidak signifikan sehingga kedua variabel tersebut dapat saling menggantikan.

2. *Total Assets vs Total Equity*

Market to book ratio hanya menggunakan faktor ekuitas (saham biasa dan saham preferen) dalam pengukuran. Penggunaan faktor ekuitas ini menunjukkan bahwa *market to book ratio* hanya memperhatikan satu tipe investor saja, yaitu investor dalam bentuk saham, baik saham biasa maupun saham preferen. Tobin's Q memberikan wawasan yang lebih luas terhadap pengertian investor. Perusahaan sebagai entitas ekonomi, tidak hanya menggunakan ekuitas dalam mendanai kegiatan operasionalnya, namun juga dari kreditur. Semakin besar pinjaman yang diberikan oleh kreditur, menunjukkan bahwa semakin besar pinjaman yang diberikan, hal ini menunjukkan semakin tinggi kepercayaan yang diberikan ini menunjukkan perusahaan memiliki nilai pasar yang lebih besar lagi. Dengan dasar tersebut, Tobin's Q menggunakan *market value of total assets*.

Meskipun hasil perhitungan Tobin's Q sangat bermanfaat bagi para analis keuangan, dalam melakukan proses perhitungannya diperlukan data dalam jumlah besar yang sulit diperoleh, dan memerlukan waktu dan tenaga ekstra karena perhitungannya sangat rumit. Dengan demikian,

rumus atau konsep asli dari Tobin's Q menjadi suatu rasio yang tidak aplikatif dalam kehidupan sehari-hari untuk mendukung proses pengambilan keputusan yang cepat. Ini merupakan kelemahan Q ratio yang paling mendasar.

Pengukuran Tobin's Q untuk perusahaan keuangan adalah sebagai berikut (Chung dan Pruitt, 1994 dalam Sukamulja, 2004):

$$Tobin's Q = \frac{(MVCS + PS + BVD)}{Total Assets}$$

Keterangan:

MVCS = *Market Value of Common Stock*

PS = *Preferred Stock*

BVD = *Book Value of Debt*

Pengukuran Tobin's Q untuk perusahaan non keuangan adalah sebagai berikut:

$$TOBIN's Q = (MVE + DEBT) / TA$$

$$MVE = P \times Q_{shares}$$

$$DEBT = (CL - CA) + INV + LTL$$

Keterangan:

MVE : Nilai pasar dari jumlah lembar saham beredar

DEBT : Nilai total kewajiban perusahaan

TA : Nilai buku dari total aset perusahaan

P : Harga saham penutupan

Q_{shares} : Jumlah saham beredar akhir tahun

CL : Kewajiban jangka pendek

CA : Aset lancar

INV : Nilai buku persediaan

LTL : Kewajiban jangka panjang

2.2. Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh karena adanya kontrol yang mereka miliki (Mutiya, 2012). Struktur kepemilikan dapat dibedakan menjadi dua sudut pandang yang berbeda, pertama pendekatan keagenan yaitu struktur kepemilikan merupakan mekanisme untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Kedua, pendekatan informasi asimetri yaitu struktur kepemilikan sebagai salah satu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insider* dan *outsider* melalui pengungkapan informasi (Ituriaga dan Zans, 1998 dalam Pujiati dan Widanar, 2009).

Struktur kepemilikan dikelompokkan menjadi dua yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.

1. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan

perusahaan (direktur dan komisaris). Jika kepemilikan perusahaan yang dimiliki oleh direksi semakin meningkat maka keputusan yang diambil oleh direksi akan lebih cenderung untuk menguntungkan dirinya dan secara keseluruhan akan merugikan perusahaan sehingga kemungkinan nilai perusahaan akan cenderung mengalami penurunan. Struktur kepemilikan akan memiliki motivasi yang berbeda dalam memonitor perusahaan serta manajemen dan dewan direksinya. Struktur kepemilikan dipercaya memiliki kemampuan untuk mempengaruhi jalannya perusahaan yang nantinya dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Struktur kepemilikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan dikarenakan kinerja manajer dan *monitoring* institusi dalam mengelola perusahaan menentukan nilai perusahaan tersebut (Mutiya, 2012).

Jansen dan Meckling (1976) dalam Mutiya (2012) menyatakan bahwa ketika kepemilikan saham oleh manajemen rendah maka ada kecenderungan akan teradinya perilaku *opportunistic* manajer yang juga akan meningkat. Dengan adanya kepemilikan manajemen terhadap saham perusahaan maka dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham lainnya, sehingga permasalahan antara *agent* dan *principal* diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer juga masuk sebagai pemegang saham perusahaan.

Kepemilikan manajerial merupakan salah satu aspek yang dapat meminimumkan konflik keagenan. Kepemilikan manajerial merupakan persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajer. Dalam hal ini

manajer tidak hanya bertindak sebagai pengelola perusahaan tetapi juga bertindak sebagai pemegang saham. Dengan diberikannya kepemilikan saham kepada manajer, maka seorang manajer cenderung berhati-hati dalam melakukan suatu tindakan atau pengambilan keputusan. Hal ini disebabkan setiap tindakan atau keputusan yang diambil tidak hanya berdampak pada kelangsungan hidup perusahaan tetapi juga berdampak pada kesejahteraan dirinya sendiri (Mutiya, 2012).

2. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah proporsi pemegang saham yang dimiliki oleh pemilik institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan lain kecuali anak perusahaan dan institusi lain yang memiliki hubungan istimewa (perusahaan afiliasi dan perusahaan asosiasi). Kepemilikan institusional dimana umumnya dapat bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan. Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajer karena dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan yang lebih optimal agar dapat meningkatkan nilai perusahaan. *Monitoring* tersebut tentunya akan menjamin kemakmuran pemegang saham, pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekankan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Shleifer dan Vishni (1986) dalam Haruman (2007) menyatakan bahwa jumlah pemegang saham besar mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku manajer dalam perusahaan. dengan adanya kepemilikan

institusional akan dapat memonitor tim manajemen secara efektif dan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

2.3. Kebijakan Dividen

Manajemen memiliki dua alternatif terhadap penghasilan bersih sesudah pajak (EAT) perusahaan yaitu dibagi kepada para pemegang saham perusahaan dalam bentuk dividen dan diinvestasikan kembali ke perusahaan sebagai laba ditahan. Pada umumnya sebagai EAT (*Earning After Tax*) dibagi dalam bentuk dividen dan sebagian lagi diinvestasikan kembali, artinya manajemen harus membuat keputusan tentang besarnya EAT yang dibagikan sebagai dividen. Pembuatan keputusan tentang dividen ini disebut kebijakan dividen (*dividend policy*). Persentase dividen yang dibagi disebut *Dividend Payout Ratio* (DPR) (Atmaja, 2010).

2.3.1. Teori Kebijakan Dividen

Ada berbagai pendapat atau teori tentang kebijakan dividen antara lain (Atmaja, 2010):

1. Dividen tidak relevan dari Modigliani dan Miller (MM)

Menurut Modigliani dan Miller (MM), nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya DPR, tapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan risiko perusahaan. Jadi menurut MM, dividen adalah tidak relevan. Pernyataan MM didasarkan pada beberapa asumsi penting seperti:

- a. Pasar modal sempurna dimana semua investor adalah rasional

- b. Tidak ada biaya emisi saham baru jika perusahaan menerbitkan saham baru
- c. Tidak ada pajak
- d. Kebijakan investasi perusahaan tidak berubah. Pada praktiknya pasar modal yang sempurna sulit ditemui, biaya emisi saham baru pasti ada, pajak pasti ada, dan kebijakan investasi perusahaan tidak mungkin berubah.

Beberapa ahli menentang pendapat MM tentang dividen adalah tidak relevan dengan menunjukkan bahwa adanya biaya emisi saham baru akan mempengaruhi nilai perusahaan.

2. Teori *The Bird in the Hand*

Gordon dan Lintner menyatakan bahwa biaya modal sendiri (Ks) perusahaan akan naik jika DPR rendah karena investor lebih suka menerima dividen daripada *capital gains*. Menurut mereka, investor memandang *dividend yield* lebih pasti daripada *capital gains yield*. Perlu diingat bahwa dari sisi investor, Ks adalah tingkat keuntungan yang diisyaratkan investor pada saham. Ks adalah keuntungan dari dividen ditambah keuntungan dari *capital gains*.

Modigliani dan Miller menganggap bahwa argumen Gordon dan Lintner ini merupakan kesalahan (MM menggunakan istilah *The Bird in the handle Fallacy*). Menurut MM, pada akhirnya investor akan kembali menginvestasikan dividen yang diterima pada perusahaan yang sama atau perusahaan yang memiliki risiko yang hampir sama.

3. Teori Perbedaan Pajak

Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy. Mereka 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 daripada saham dengan *dividend yield* rendah, *capital gains yield* tinggi. Jika pajak atas dividen lebih besar daripada pajak atas *capital gains*, perbedaan ini akan makin terasa.

Jika manajemen percaya bahwa teori dividen tidak relevan dari MM adalah benar, maka perusahaan tidak perlu memperdulikan berapa besar dividen yang harus dibagi. Jika mereka menganut teori *the bird in the hand*, mereka harus membagi seluruh EAT dalam bentuk dividen. Dan bila manajemen cenderung mempercayai teori perbedaan pajak (*Tax Differential Theory*), mereka harus menahan seluruh EAT atau DPR = 0%.

4. Teori *Signaling Hypothesis*

Ada 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 daripada *capital gains*. Tapi MM berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang di atas biasanya merupakan suatu sinyal kepada para investor bahwa manajemen

perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik di masa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah kenaikan normal (biasanya) di yakini para investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit di waktu mendatang.

Seperti teori dividen yang lain, teori *signaling hypothesis* ini juga sulit dibuktikan secara empiris. Adalah nyata bahwa perubahan dividen mengandung beberapa informasi. Tapi sulit apakah kenaikan dan penurunan harga setelah adanya kenaikan dan penurunan dividen semata – mata disebabkan oleh efek sinyal atau disebabkan karena efek sinyal dan preferensi dividen.

5. Teori *Clientele Effect*

Teori ini menyatakan bahwa kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi 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 laba bersih perusahaan.

Jika ada perbedaan pajak bagi individu (misalnya orang lanjut usia dikenai pajak lebih ringan) maka kelompok 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 dividen besar lebih baik dari dividen kecil, demikian sebaliknya. Efek *clientele* ini hanya mengatakan bahwa bagi sekelompok pemegang saham, kebijakan dividen tertentu lebih menguntungkan mereka.

Pada praktiknya perusahaan cenderung memberikan dividen dengan jumlah yang relatif stabil atau meningkat secara teratur. Kebijakan ini kemungkinan besar disebabkan oleh asumsi bahwa investor melihat kenaikan dividen sebagai suatu tanda baik bahwa perusahaan memiliki prospek cerah, demikian sebaliknya. Hal ini membuat perusahaan lebih senang mengambil jalan aman yaitu tidak menurunkan pembayaran dividen. Dan investor cenderung lebih menyukai dividen yang tidak berfluktuasi (dividen yang stabil).

Menjaga kestabilan dividen tidak berarti menjaga *dividend payout ratio* tetap stabil karena jumlah nominal dividen juga bergantung pada penghasilan bersih perusahaan (EAT). Jika DPR dijaga kestabilannya, misalnya ditetapkan sebesar 50% dari waktu ke waktu, tetapi EAT berfluktuasi maka pembayaran dividen juga akan berfluktuasi. Pada umumnya perusahaan akan menaikkan dividen hingga suatu tingkatan dimana mereka yakin dapat mempertahankannya di masa mendatang. Artinya, jika terjadi kondisi yang terburuk sekalipun, perusahaan masih dapat mempertahankan pembayaran dividennya.

Pada praktiknya, ada juga perusahaan yang menggunakan model residual dividen dimana dividen ditentukan dengan cara:

1. Mempertimbangkan kesempatan investasi perusahaan.
2. Mempertimbangkan target struktur modal perusahaan untuk menentukan besarnya modal sendiri yang dibutuhkan untuk investasi.
3. Memanfaatkan laba yang ditahan untuk memenuhi kebutuhan akan modal sendiri tersebut semaksimal mungkin.
4. Membayar dividen hanya jika ada sisa laba

Dengan demikian, besarnya dividen bersifat fluktuatif, model residual dividend ini berkembang karena perusahaan lebih senang menggunakan laba ditahan daripada menerbitkan saham baru untuk memenuhi kebutuhan modal sendiri.

Model residual dividend menyebabkan dividen bervariasi jika kesempatan investasi perusahaan juga bervariasi (fluktuasi). Jika kita percaya pada teori *signaling hypothesis*. Maka model ini sebaiknya tidak digunakan secara kaku untuk menetapkan besarnya dividen secara *year to year basis*. Model ini lebih banyak digunakan sebagai penuntun untuk menetapkan sasaran *payout ratio* jangka panjang yang memungkinkan perusahaan memenuhi kebutuhan akan modal sendiri dengan laba ditahan.

2.3.2. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Pada praktiknya, ada beberapa faktor yang mempengaruhi manajemen dalam menentukan kebijakan dividen, antara lain (Atmaja, 2010):

1. Perjanjian utang

Pada umumnya perjanjian utang antar perusahaan dengan kreditor membatasi pembayaran dividen. Misanya, dividen hanya dapat diberikan

jika kewajiban utang telah dipenuhi perusahaan dan atau rasio – rasio keuangan menunjukkan bank dalam kondisi sehat.

2. Pembatasan dari saham preferen

Tidak ada pembayaran dividen untuk saham biasa jika dividen saham preferen belum dibayar.

3. Tersedianya kas

Dividen berupa uang tunai (*cash dividend*) hanya dapat dibayar jika tersedia uang tunai yang cukup. Jika likuiditas baik, perusahaan dapat membayar dividen.

4. Pengendalian

Jika manajemen ingin mempertahankan kontrol terhadap perusahaan, ia cenderung segan untuk menjual saham baru sehingga lebih suka menahan laba guna memenuhi kebutuhan dana atau baru. Akibatnya dividen yang dibayar menjadi kecil. Faktor ini menjadi penting pada perusahaan yang relatif kecil.

5. Kebutuhan dana untuk investasi

Perusahaan yang berkembang selalu membutuhkan dana baru untuk diinvestasikan pada proyek – proyek yang menguntungkan. Sumber dana baru yang merupakan modal sendiri (*equity*) dapat berupa penjualan saham baru dan laba ditahan. Manajemen cenderung memanfaatkan laba ditahan karena penjualan saham baru menimbulkan biaya peluncuran saham (*flotation cost*). Oleh karena itu, semakin besar kebutuhan dana investasi, semakin kecil *dividend payout ratio*.

6. Fluktuasi laba

Jika laba perusahaan cenderung stabil, perusahaan dapat membagikan dividen yang relatif besar tanpa takut harus menurunkan dividen jika laba tiba – tiba merosot. Sebaliknya jika laba perusahaan berfluktuasi, dividen sebaiknya kecil agar kestabilannya terjaga. Selain itu, perusahaan dengan laba yang berfluktuasi sebaiknya tidak banyak menggunakan utang guna mengurangi risiko kebangkrutan. Konsekuensinya, laba ditahan menjadi besar dan dividen mengecil.

2.3.3. Jenis Dividen

Dividen dapat dibagikan dalam berbagai bentuk. Dilihat dari bentuk dividen yang didistribusikan kepada pemegang saham, dividen dapat dibedakan menjadi beberapa jenis (Darmadji dan Fakhrudin, 2006):

1. Dividen tunai (*cash dividend*): dividen yang dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk kas (tunai),
2. Dividen saham (*stock dividend*): dividen yang dibagikan bukan dalam bentuk tunai melainkan dalam bentuk saham perusahaan tersebut.
3. Dividen properti (*property dividend*): dividen yang dibagikan dalam bentuk aset lain selain kas atau saham, misalnya aset tetap dan surat-surat berharga.
4. Dividen likuiditas (*liquidating dividend*): dividen yang diberikan kepada pemegang saham sebagai akibat likuidasinya perusahaan. Dividen yang dibagikan adalah selisih nilai realisasi aset perusahaan dikurangi dengan semua kewajibannya.

2.3.4. Jadwal Pembagian Dividen

Berkaitan dengan jadwal pembagian dividen, terdapat beberapa istilah yang perlu diketahui yaitu (Darmadji dan Fakhruddin, 2006):

1. Tanggal pengumuman (*declaration date*) merupakan tanggal pengumuman pembagian dividen yang disampaikan emiten.
2. *Cum-dividend date* merupakan tanggal terakhir perdagangan saham yang masih mengandung hak untuk mendapatkan dividen (baik tunai maupun saham).
3. *Ex-dividend date* merupakan tanggal di mana perdagangan saham sudah tidak mengandung hak untuk mendapatkan dividen. Jadi, jika membeli pada tanggal ini atau sesudahnya, maka saham tersebut sudah tidak lagi memberikan dividen. Sebaliknya, jika seseorang ingin menjual saham dan masih ingin mendapatkan hak dividen, maka ia harus menjual pada *ex-dividend date* atau sesudahnya.
4. Tanggal pencatatan (*recording date*) merupakan tanggal penentuan para pemegang saham yang berhak mendapatkan dividen.
5. Tanggal pembayaran (*payment date*) merupakan tanggal pembayaran dividen kepada pemegang saham yang berhak.

2.3.5. *Dividend Payout Ratio*

Dividend Payout Ratio merupakan indikasi atas persentase jumlah pendapatan yang diperoleh yang didistribusikan kepada pemilik atau pemegang saham dalam bentuk kas (Gitman, 2003 dalam Rosdini, 2009). *Dividend Payout*

Ratio ditentukan perusahaan untuk membayar dividen kepada para pemegang saham setiap tahun, penentuan DPR berdasarkan besar kecilnya laba setelah pajak.

$$\text{Dividend Payout Ratio} = \frac{\text{Dividend per share}}{\text{Earnings per share}}$$

2.4. Indeks Liquid 45 (ILQ-45)

Indeks ILQ-45 dimulai pada tanggal 13 Juli 1994 dan tanggal ini merupakan hari dasar indeks dengan nilai awal 100. Indeks ini dibentuk hanya dari 45 saham-saham yang paling aktif diperdagangkan. Pertimbangan-pertimbangan yang mendasari pemilihan saham yang masuk di ILQ-45 adalah likuiditas dan kapitalisasi pasar dengan kriteria sebagai berikut (Hartono, 2009):

1. Selama 12 bulan terakhir, rata-rata transaksi sahamnya masuk dalam urutan 60 terbesar di pasar reguler.
2. Selama 12 bulan terakhir, rata-rata nilai kapitalisasi pasarnya masuk dalam urutan 60 terbesar di pasar reguler.
3. Telah tercatat di BEI paling tidak selama 3 bulan.

ILQ-45 diperbaharui setiap 6 bulan sekali, yaitu pada awal bulan Februari dan Agustus.

2.6. Pengembangan Hipotesis dan Penelitian Terdahulu

1. Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan

Easterbrook (1984) dalam Tarjo (2008) menyatakan bahwa pemegang saham akan melakukan pengawasan terhadap manajemen, namun bila biaya pengawasan tersebut tinggi maka pemegang saham akan menggunakan pihak ketiga (*debtholders* atau *bondholders*) untuk membantu melakukan pengawasan. Sesuai dengan pernyataan tersebut, pemegang saham yang memiliki kemampuan untuk melakukan pengawasan yang handal adalah pemegang saham institusional. Alasannya pemilik institusional sebagai pemegang saham mayoritas memiliki kelebihan dibanding investor individual. Dari sisi pendanaan pemilik institusional lebih kuat dibanding pemilik individual. Pada umumnya pemegang saham mayoritas (konsentrasi kepemilikan institusional) menyerahkan pengelolaan investasinya pada divisi khusus dengan menunjuk profesional yang memiliki keahlian dibidang analisis dan keuangan, sehingga pemilik mayoritas dapat memantau perkembangan investasinya dengan baik. Jadi jika persentase kepemilikan cukup besar (mayoritas), maka mereka memiliki insentif untuk melakukan pengawasan secara efektif terhadap manajemen (agen), dan memiliki kemampuan untuk mempengaruhi maupun mengubah tindakan serta keputusan manajemen. Kalau analisis dapat menganalisis dengan baik, tentunya hasil analisis tersebut dapat digunakan untuk menilai apakah manajer tersebut dapat memajukan

perusahaan atau tidak. Jika manajer tidak bisa memajukan perusahaan yang hal ini tidak disukai oleh pemilik, maka bisa berakibat manajer tersebut diganti dan inilah salah satu bentuk pengawasan yang efektif.

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 *aset* perusahaan serta pencegahan pemborosan oleh manajemen (Sofyaningsih dan Hardiningsih, 2011). Semakin efektifnya penggunaan hutang maka akan mengakibatkan laba perusahaan tinggi, hal tersebut akan meningkatkan permintaan investor terhadap saham perusahaan. Semakin tinggi permintaan maka harga saham akan semakin meningkat dan pada akhirnya nilai perusahaan akan meningkat. Berdasarkan uraian di atas, hipotesis yang diajukan adalah:

H1: Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan manajerial merupakan persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh direksi, manajer dan dewan komisaris (Nurlela dan Islahudin, 2008). Proporsi kepemilikan saham yang

dikontrol oleh manajer dapat mempengaruhi kebijakan perusahaan. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham (*outsider ownership*), sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Pernyataan tersebut menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan, maka manajemen cenderung lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah dirinya sendiri (Wahyudi dan Pawesti, 2006).

Jansen dan Meckling (1997) dalam Nurlala dan Islahudin (2008) menyatakan bahwa konflik kepemilikan antara manajer dengan pemilik menjadi semakin besar ketika kepemilikan manajer terhadap perusahaan semakin kecil. Dalam hal ini manajer akan berusaha untuk memaksimalkan kepentingan dirinya dibandingkan kepentingan perusahaan. Sebaliknya semakin besar kepemilikan manajer di dalam perusahaan maka semakin produktif tindakan manajer dalam memaksimalkan nilai perusahaan (Nurlala dan Islahudin, 2008).

Berdasarkan uraian di atas, hipotesis yang diajukan adalah:

H2: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

3. Pengaruh *Dividend Payout Ratio* Terhadap Nilai Perusahaan

Dividend Payout Ratio pada hakikatnya menentukan porsi keuntungan yang akan dibagikan kepada para pemegang saham, dan yang akan ditahan sebagai laba ditahan. Keuntungan yang akan diperoleh pemegang saham ini akan menentukan kesejahteraan para pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik pula dan pada akhirnya perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dianggap menguntungkan dan tentunya penilaian terhadap perusahaan tersebut akan semakin baik pula, yang biasanya tercermin melalui tingkat harga saham perusahaan (Susilawati, 2004). Berdasarkan uraian di atas, hipotesis yang diajukan adalah:

H3: *Dividend payout ratio* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.