

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Penelitian

Manajemen keuangan merupakan salah satu bidang manajemen fungsional dalam suatu perusahaan, yang mempelajari tentang penggunaan dana, memperoleh dana dan pembagian hasil operasi perusahaan manajemen keuangan dapat didefinisikan dari tugas dan tanggung jawab manajer keuangan. Meskipun tugas dan tanggung jawabnya berlainan di setiap perusahaan, tugas pokok manajemen keuangan antara lain meliputi: keputusan tentang investasi, pembiayaan kegiatan usaha dan pembagian dividen suatu perusahaan (Weston dan Copeland, 1992 dikutip dalam Brigham, 1990).

Manajer keuangan berkepentingan dengan penentuan jumlah aktiva yang layak dari investasi pada berbagai aktiva dan pemilihan sumber-sumber dana untuk membelanjai aktiva-aktiva tersebut. Untuk membelanjai kebutuhan dana tersebut, manajer keuangan dapat memenuhinya dari sumber yang berasal dari luar perusahaan dan dapat juga yang berasal dari dalam perusahaan. Sumber dari luar perusahaan berasal dari pasar modal, yaitu pertemuan antara pihak membutuhkan dana dan pihak yang dapat menyediakan dana. Dana yang berasal dari pasar modal ini dapat berbentuk hutang (obligasi) atau modal sendiri (saham). Sumber dari dalam perusahaan berasal dari penyisihan laba perusahaan (laba ditahan), cadangan, maupun depresiasi

Dengan demikian maka manajer keuangan intinya harus melakukan tugas-tugas utama (fungsi) yaitu: memperoleh dana dan menggunakan dana tersebut. Untuk memperoleh dana, ia harus mengambil keputusan pembelanjaan, yaitu mencari dana dari pasar modal (dalam bentuk hutang maupun modal sendiri/saham). Di samping itu, dana juga dapat diperoleh dari hasil operasi perusahaan. Besar kecilnya dana ini tergantung pada kebijakan dividen, yaitu penentuan besar-kecilnya keuntungan yang harus dibagi (dan ditahan). Semakin banyak yang ditahan, semakin banyak dana yang diperoleh dari dalam perusahaan. Untuk fungsi menggunakan dana, manajer keuangan harus mengambil keputusan investasi yaitu penentuan untuk apa dana yang dimiliki oleh perusahaan akan dipergunakan. Kegiatan penting lain yang harus dilakukan manajer keuangan menyangkut empat (4) aspek yaitu:

1. Pertama, yaitu dalam perencanaan dan peramalan, dimana manajer keuangan harus bekerja sama dengan para manajer lain yang ikut bertanggung jawab atas perencanaan umum perusahaan.
2. Kedua, manajer keuangan harus memusatkan perhatian pada berbagai keputusan investasi dan pembiayaan, serta segala hal yang berkaitan dengannya.
3. Ketiga, manajer keuangan harus bekerja sama dengan para manajer lain di perusahaan agar perusahaan dapat beroperasi seefisien mungkin
4. Keempat, menyangkut penggunaan pasar uang dan pasar modal, manajer keuangan menghubungkan perusahaan dengan pasar keuangan, di mana dana dapat diperoleh dan surat berharga perusahaan dapat diperdagangkan

Dari ke empat aspek tersebut dapat disimpulkan bahwa tugas pokok manajer keuangan berkaitan dengan keputusan investasi dan pembiayaannya. Dalam menjalankan fungsinya, tugas manajer keuangan berkaitan langsung dengan keputusan pokok perusahaan dan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Dalam jangka panjang, tujuan perusahaan adalah mengoptimalkan nilai perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan menggambarkan semakin sejahtera pula pemiliknya. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga pasar sahamnya (Fama, 1978; Wright & Ferris 1997; Walker 2000), dikutip dalam Hasnawati 2005). Harga saham digunakan sebagai proksi nilai perusahaan karena harga saham merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila investor ingin memiliki suatu bukti kepemilikan atas suatu perusahaan. Jadi semakin tinggi nilai perusahaan semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan. *Return* saham merupakan pencerminan kemampuan unit bisnis menghasilkan keuntungan yang telah menggunakan sumber daya perusahaan secara efisien, Dengan demikian semakin tinggi keuntungan perusahaan semakin tinggi nilai perusahaan.

Tujuan perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan dengan hati-hati dan tepat mengingat setiap keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lainnya yang berdampak terhadap nilai perusahaan (Jensen & Smith 1984; Fama dan French 1998, dikutip dalam Hasnawati 2005). Manajemen keuangan menyangkut penyelesaian atas keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Ketiga keputusan keuangan tersebut

secara bersama-sama menentukan nilai perusahaan. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimumkan nilai perusahaan yang selanjutkannya akan meningkatkan kemakmuran kekayaan pemegang saham. Keputusan-keputusan tersebut saling berkaitan satu dengan yang lainnya; sehingga kita harus memperhatikan dampak bersama dari ketiganya terhadap harga pasar saham perusahaan.

Tujuan manajemen keuangan adalah memaksimumkan kemakmuran pemegang saham atau memaksimumkan nilai perusahaan, bukan memaksimumkan *profit*. Arti memaksimumkan profit, berarti mengabaikan tanggung jawab sosial, mengabaikan risiko, dan berorientasi jangka pendek. Sedangkan arti memaksimumkan kemakmuran pemegang saham atau nilai perusahaan sebagai berikut:

1. Berarti memaksimumkan nilai sekarang (*present value*) semua keuntungan di masa datang yang akan diterima oleh pemilik perusahaan.
2. Berarti lebih menekankan pada aliran hasil bukan sekedar laba bersih dalam pengertian akuntansi.

Pada Kebanyakan kasus, pemegang saham biasanya memilih dewan direksi yang kemudian mengangkat manajer untuk menjalankan operasional perusahaan. Karena manajer bekerja untuk pemegang saham, maka mereka harus menentukan kebijakan yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Di samping itu juga perusahaan memiliki tujuan lain yaitu: kepuasan pribadi manajer perusahaan, kesejahteraan karyawan, lingkungan dan masyarakat pada

Manajer yang memaksimumkan harga saham adalah tujuan

terpenting pada sebagian besar perusahaan (Brigham & Houston, 2001, yang dikutip dalam Hasnawati 2005).

Jensen & Meckling (1976) menjelaskan bahwa untuk memaksimalkan nilai perusahaan tidak hanya nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi juga klaim keuangan seperti hutang, warran, maupun saham preferen. Penyatuan kepentingan pemegang saham, *debtholders*, dan manajemen yang notabene merupakan pihak-pihak yang mempunyai kepentingan terhadap tujuan perusahaan seringkali menimbulkan masalah-masalah (*agency problem*). *Agency problem* dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional). Pemegang saham menginginkan imbal hasil yang sesuai dengan risiko yang ditanggungnya dan terkait juga dengan biaya yang dikeluarkannya. Pihak *debtholders* dan *bondholders* menginginkan dana yang dipinjamkannya mendapat imbal hasil yang sesuai dengan kesepakatan, risiko serta pengembalian yang tepat waktu. Manajemen juga mempunyai kepentingan untuk memperoleh imbalan yang sesuai dengan kemampuan yang sudah dikeluarkannya. Manajemen diharapkan dalam mengambil kebijakan perusahaan terutama kebijakan keuangan yang menguntungkan pemegang saham dan *debtholder*. Bila keputusan manajemen merugikan bagi pemegang saham dan *debtholder* maka akan terjadi yang disebut masalah keagenan (*agency problem*). Hal tersebut akan menyebabkan *agency cost* yang harus dikelola melalui beragam mekanisme seperti pemberian insentif dan pemberlakuan peraturan-peraturan. Keberadaan *agency cost* jelas akan menyebabkan nilai perusahaan tidak bisa dicapai secara maksimal. Dengan demikian, untuk mencapai tujuan

perusahaan yaitu maksimum kekayaan pemegang saham dan nilai perusahaan, manajer akan mengambil keputusan (*corporate action*) sesuai dengan apa yang menurut manajer benar. Sebagai contoh keputusan pendanaan apakah dengan hutang atau menerbitkan saham baru, membagi dividen atau menahan laba, atau keuntungan digunakan untuk melakukan pembelian saham kembali merupakan *signals* yang dibuat oleh manajer untuk memberikan informasi tentang kondisi dan prospek perusahaan kepada pihak luar.

Teori keagenan membahas beberapa mekanisme untuk mengontrol biaya keagenan seperti meningkatkan kepemilikan manajerial, pembayaran dividen, penggunaan utang. Selain itu kepemilikan institusional dapat digunakan sebagai cara untuk mengurangi konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Kepemilikan institusional menyebabkan pengawasan terhadap manajer menjadi lebih baik, dalam artian bahwa pemilik institusi itu akan sangat berkepentingan terhadap kinerja perusahaan karena institusi memegang uang dari para nasabahnya, sehingga manajer memiliki tanggungjawab yang besar dan akan melakukan pengawasan terhadap manajer dengan lebih baik dibandingkan hanya pemegang saham saja.

Menambah *manajerial ownership* atau kepemilikan saham oleh insider dapat mengatasi masalah keagenan dalam perusahaan (Jensen dan Meckling 1976 dalam Lela, 2005). Dengan kepemilikan saham oleh manajer atau *insider* maka manajer akan menanggung konsekuensi kemakmuran atas tindakannya (Bathala *et al.* 1994), sehingga tidak mungkin manajer bertindak *opportunistik* dan *acquisitive lagi*. Dengan demikian kepemilikan saham oleh manajer

merupakan insentif bagi manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan menggunakan utang dengan optimal sehingga meminimalkan biaya keagenan dan hal ini akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Kim dan Sorenson (1986) dikutip dalam Euis Soliha dan Taswan (2002) mengemukakan *demand* dan *supply hypothesis*. *Demand hypothesis* menjelaskan bahwa perusahaan yang dikuasai oleh investor institusional yang merupakan representasi group dalam memonitor manajer. Dengan meningkatkan kepemilikan insitusal berarti tindakan manajer dalam menggunakan hutang diawasi secara optimal oleh pemegang saham eksternal dan membantu mengurangi biaya keagenan (Bathala *et al.* 1994, dikutip dalam Lela 2005). Argumentasi substitusi menjelaskan bahwa keberadaan kepemilikan insitusal menjadikan rendahnya level hutang dan kepemilikan manajerial. Begitupun menurut Agrawal dan Knoeber (1996) yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan saham oleh institusi atau *blockholders* dapat menambah pengawasan pada manajer sehingga meningkatkan kinerja perusahaan dan diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Utang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal (Modigliani & Miller dalam Brigham, 1999). Semakin tinggi proporsi utang maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan utang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan utang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkannya. Para pemilik perusahaan lebih suka perusahaan meningkatkan utang pada tingkat tertentu untuk menaikkan

nilai perusahaan. Agar harapan pemilik dapat dicapai, perilaku manajer dan komisaris dapat membuat keputusan yang optimal atau kepemilikan dapat menciptakan kehati-hatian para *insider* dalam mengelola perusahaan. Kebangkrutan perusahaan bukan hanya menjadi tanggungan pemilik utama, namun juga para *insider* ikut menanggungnya. Konsekuensi para *insider* akan bertindak hati-hati termasuk dalam menentukan utang perusahaan. Oleh karena itu kepemilikan oleh para manajer menjadi pertimbangan penting ketika hendak meningkatkan nilai perusahaan.

Penomena yang terjadi di bursa efek Jakarta menunjukkan bahwa nilai perusahaan yang diproksi melalui nilai pasar saham mengalami perubahan meskipun tidak ada kebijakan keuangan yang dilakukan perusahaan. Nilai perusahaan berubah lebih disebabkan oleh informasi lain seperti situasi politik dan sosial. Atas dasar penomena tersebut maka menarik untuk diteliti sejauh mana keputusan keuangan mempengaruhi nilai perusahaan *public* di Indonesia, mengingat faktor internal perusahaan merupakan masalah fundamental perusahaan yang penting dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan (Hasnawati 2005).

Riset-riset yang terkait dengan beberapa variabel diatas telah dilakukan antara lain oleh Hasnawati (2005) menguji pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan baik secara parsial maupun simultan yang hasilnya adalah bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan hasil penelitian Eris, Soliha dan Taswan (2002)

menyatakan bahwa pengaruh kebijakan hutang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan dan hal ini konsisten dengan temuan Modigliani dan Miller pada tahun 1963 bahwa dengan memasukkan pajak penghasilan perusahaan, maka penggunaan hutang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (*tax deductible expence*). Hasil ini juga konsisten dengan Jensen (1986) yang menyatakan bahwa dengan adanya hutang akan dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian dapat menghindari investasi yang sia-sia yang pada gilirannya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu hasil penelitian Euis Soliha dan Taswan (2002) juga menguji insider ownership terhadap nilai perusahaan yang hasilnya adalah bahwa *insider ownership* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dan temuan ini konsisten dengan temuan Leland dan Pyle (1977). Temuan studi ini mengindikasikan bahwa kepemilikan insider merupakan insentif bagi peningkatan kinerja perusahaan, para investor memandang proporsi kepemilikan saham sebagai sinyal yang baik.

Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham, sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (*signaling theory*).

Fama (1978) dalam Hasnawati (2005) mengatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut

tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan (Modigliani & Miller 1958). Beberapa studi yang dilakukan dalam hubungannya dengan keputusan investasi antara lain oleh Meyrs (1977) dalam Hasnawati (2005) yang memperkenalkan *IOS*. *IOS* merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, di mana pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan *return* yang lebih besar. Myers (1977), Kallapur & Trombley (1999) dalam Hasnawati (2005) menyatakan bahwa kesempatan investasi perusahaan tidak dapat diobservasi untuk pihak-pihak di luar perusahaan sehingga diperlukan suatu proksi untuk melihatnya. Studi keuangan dan akuntansi beberapa proksi *IOS* telah digunakan oleh Smith & Watts (1992), Gaver & Gaver (1993), dan Kallapur & Trombley (1999) dengan membuat tiga klasifikasi sebagai proksi *IOS*.

Pada dasarnya tujuan pokok didirikannya suatu perusahaan adalah untuk memperoleh keuntungan serta untuk meningkatkan nilai pasar perusahaan (meningkatkan kemakmuran bagi pemegang saham), bahwa tujuan akhir uang harus dicapai dari keseluruhan keputusan keuangan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melalui maksimalisasi nilai. Selain itu, nilai perusahaan merupakan salah satu faktor yang berperan penting dalam perkembangan bisnis pada saat ini

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian-penelitian yang dilakukan sebelumnya untuk dapat mengungkap sasaran utama bahwa masalah kepemilikan oleh manajerial (*agent*), kepemilikan institusional, kebijakan utang maupun kebijakan dividen dan keputusan investasi yaitu dalam mekanisme nilai perusahaan. Berdasarkan latar belakang tersebut maka peneliti tertarik untuk meneliti permasalahan tersebut dan mengambil judul “ANALISIS PENGARUH KEPEMILIKAN MANAJERIAL, KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL, KEBIJAKAN UTANG, KEBIJAKAN DIVIDEN DAN INVESTASI TERHADAP NILAI PERUSAHAAN”.

B. Batasan Masalah

Untuk menjaga agar permasalahan dalam penelitian ini tidak terlalu luas dan pembahasan lebih mengarah pada pemahaman yang lebih baik, maka dalam penelitian ini perlu dilakukan pembatasan ruang lingkup. Batasan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang diteliti yaitu perusahaan-perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan periode penelitian tahun 2002 hingga tahun 2006.
2. Variabel yang diteliti berpengaruh pada nilai perusahaan hanya meliputi kebijakan hutang, kebijakan dividen, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan keputusan investasi

C. Rumusan Masalah

Dari latar belakang masalah, dapat dirumuskan masalah penelitian sebagai berikut:

1. Apakah variabel kebijakan utang, kebijakan dividen, *insider ownership*, kepemilikan institusional dan investasi berpengaruh secara parsial signifikan terhadap nilai perusahaan?
2. Apakah kebijakan utang, kebijakan dividen, *insider ownership*, kepemilikan institusional dan investasi berpengaruh secara bersama-sama signifikan terhadap nilai perusahaan?

D. Tujuan Penelitian

1. Untuk menguji apakah variabel kebijakan utang, kebijakan dividen, *insider ownership*, kepemilikan institusional dan investasi berpengaruh secara parsial signifikan terhadap nilai perusahaan?
2. Untuk menguji apakah kebijakan utang, kebijakan dividen, *insider ownership*, kepemilikan institusional dan investasi berpengaruh secara bersama-sama signifikan terhadap nilai perusahaan?

E. Manfaat Penelitian

Adapun manfaat penelitian ini antara lain :

1. Bagi perusahaan dan investor

Diharapkan penelitian ini dapat menjadi pertimbangan dalam pengambilan

keputusan investasi sehingga pembuatan keputusan yang tepat dalam

kebijakan dividend dan pendanaan dapat memaksimalkan nilai perusahaan dan nilai dari pemegang saham.

2. Bagi akademisi

Bisa memperkaya khasanah dunia manajemen sehingga dapat berguna dan dapat menerapkan teori yang telah diterima selama di perkuliahan.

3. Bagi peneliti selanjutnya

Penelitian ini bisa menambah referensi bagi para peneliti berikutnya yang