

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang

Keputusan investasi, pembiayaan dan dividen (*investment, financing and dividend policy*) menurut Modigliani & Miller (1958) tidak berkaitan satu sama lain. Dengan berasumsi adanya kondisi pasar modal yang sempurna (*perfect capital market*), selanjutnya Modigliani & Miller menyatakan bahwa kebijakan investasi suatu perusahaan adalah terpisah dengan kebijakan pembiayaan dan kebijakan dividen karena nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh bagaimana pola pembiayaan atau dividen suatu perusahaan, tetapi dipengaruhi oleh kebijakan investasinya.

Secara normatif tujuan utama mendirikan suatu perusahaan pada umumnya untuk kepentingan para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Nilai perusahaan memiliki peran yang sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham (Brigham dan Houston, 2010: 249). Nilai perusahaan dalam arti luas adalah sejumlah harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual (Husnan & Pudjiastuti, 2004; 6). Namun dalam arti sempit yang berkaitan dengan perusahaan publik nilai perusahaan identik dengan harga saham biasa, dan dengan demikian meningkatkan nilai perusahaan berarti meningkatkan harga saham biasa (Brigham & Houston, 2006; 16). Sehubungan dengan hal tersebut, dalam penelitian ini difokuskan pada nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham. Harga saham perusahaan secara individu maupun gabungan dari berbagai sektor yang ada di pasar modal merupakan parameter yang amat penting untuk menilai sejauhmana respon pasar terhadap perusahaan-perusahaan yang listing di BEI dan dalam konteks ekonomi secara makro hal ini dapat menjadi parameter dalam menilai pertumbuhan suatu ekonomi. Secara empiris respon pasar terhadap emiten di pasar modal Indonesia sampai dengan tahun 2016 menunjukkan pertumbuhan yang lebih baik setelah beberapa tahun sebelumnya mengalami penurunan baik yang disebabkan oleh kondisi nasional, regional dan global yang dilatar belakangi oleh nuansa politik, ekonomi, social dan keamanan

sepanjang tahun 2011 sampai 2017. Berikut ini disajikan gambaran IHSG pada tahun 2011 sampai dengan Juni 2017 sebagaimana Tabel 1.1.

Tabel 1.1  
Perkembangan IHSG di BEI Tahun 2011-2017

Periode	IHSG			
	Tertinggi	Terendah	Akhir	%Tage
2011	3786097	2475572	3703512	46.13
2012	4193441	3286451	3821992	3.20
2013	4375169	3654582	4316667	12.94
2014	5214976	3967842	4274177	-0.98
2015	5246483	4175806	5226947	22.39
2016	5523290	4120503	4593008	-12.13
2017	4608982	4525919	4546288	-102

Melemahnya IHSG pada beberapa periode tentunya tidak terlepas dari melemahnya IHSS seperti terlihat pada table 1.2.

Tabel 1.2  
Perkembangan IHSS di BEI

Sektor	Indeks				% Tage		
	2015	30-12-15	30-12-16	8-01-16	WOW	Mtd	Ytd
IHSG	4593008	4593008	4593008	4546288	-1.02	-1.02	-1.02
Pertanian	1719262	1719262	1719262	1658321	-3.54	-3.54	-3.54
Pertambangan	811072	811072	811072	799322	-1.45	-1.45	-1.45
Industri besar	407839	407839	407839	401089	-1.66	-1.66	-1.66
Aneka industri	1057275	1.57275	1057275	1055943	-0.13	-0.13	-0.13
Industri konsumsi	2064910	2064910	2064910	2060800	-0.20	-0.20	-0.20
Property & Real Stat	490933	490933	490933	487762	-0.65	-0.65	-0.65
Infrastruktur	981333	981333	981333	980675	-0.07	-0.07	-0.07
Keuangan	687039	681039	687039	680348	-0.97	-0.97	-0.97
Perdagangan	849527	849527	849527	821175	-3.34	-3.34	-3.34

Sumber: Statistik Pasar Modal 2017

Tabel 1.2 memperlihatkan mayoritas perusahaan listing di BEI mengalami penurunan harga saham baik dilihat secara mingguan (WOW), pertengahan tahun

( Mtd), maupun pada tahun berjalan (Ytd). Dengan demikian hal ini menggambarkan bahwa pada tahun tahun dimana IHSG dan IHSS mengalami penurunan, hal ini berarti reaksi pasar terhadap emiten di BEI menunjukkan sikap skeptic para investor dal hal ini menmunjukan sinyal kurang baik bagi investasi di Indonesia. Berkaca dari fenomena tersebut, Nampak bahwa harga saham yang direpresentasikan oleh IHSG maupun IHSS merupakan nilai yang senantiasa berubah-ubah dan dipengaruhi oleh berbagai dinamika baik yang datang dari perusahaan itu sendiri maupun dari luar perusahaan seperti kondisi politik, ekonomi, social dan keamanan yang terjadi di Negara sendiri maupun Negara lain yang memiliki konektivitas dengan perusahaan. Kinerja perusahaan merupakan suatu gambaran tentang kondisi keuangan suatu perusahaan yang dianalisis dengan alat-alat analisis keuangan, sehingga dapat diketahui mengenai baik buruknya keadaan keuangan suatu perusahaan yang mencerminkan prestasi kerja dalam periode tertentu. Hal ini sangat penting agar sumber daya dihunakan sewcara optimal dalam menghadapi perubahan lingkungan. Penilaian kinerja keuangan merupakan salah satu cara yang dapat dilakukan oleh pihak manajemen agar dapat memenuhi kewajibannya terhadap para penyandang dana dan juga untuk mencvapai tujuan yang telah ditetapkan oleh perusahaan. Sebelum memahami masalah penilaian kinerja lebih jauh, maka ada beberapa pengertian kinerja seperti yang telah dijelaskan oleh Helfert (1996:67) bahwa “Kinerja perusahaan adalah hasil dari banyak keputusan individual yang dibuat secara terus menerus oleh manajemen”.

Berdasarkan pendapat tersebut dapat diketahui bahwa kinerja merupakan indikator dari baik buruknya keputusan manajemen dalam pengambilan keputusan. Manajemen dapat berinteraksi dengan lingkungan interen maupun ekstern melalui informasi. Informasi tersebut lebih lanjut dituangkan atau dirangkum dalam laporan keuangan perusahaan. Pengertian lain tentang kinerja yaitu “Performance adalah ukuran seberapa efisien dan efektif sebuah organisasi atau seorang manajer untuk mencapai tujuan yang mnemadai.” (Stoner et al, 1996: 9). Adapun pengertian efektif dan efisien menurut Stoner,et. Al (1996;9): Efisien adalah kemampuan untuk meminimalkan penggunaan sumber daya dalam mencapai tujuan organisasi berarti melakukan tujuan yang mnemadai berarti

melakukan hal yang tepat”. Pengertian ini dapat diambil kesimpulan bahwa kinerja perusahaan adalah hasil dari banyak keputusan yang dibuat secara terus menerus oleh manajemen untuk mencapai tujuan tertentu secara efektif dan efisien.

Kajian mengenai Nilai perusahaan menjadi topik yang senantiasa menyita perhatian para peneliti di bidang keuangan karena sifatnya yang dinamis dan dipengaruhi oleh banyak factor. Salah satu faktor yang mendapat perhatian para peneliti mengenai nilai perusahaan dalam sudut pandang perusahaan adalah masalah kebijakan pembayaran dividen. Kebijakan Pembayaran Dividen merupakan salah satu solusi yang menjembatani konflik yang sering terjadi antara pemilik dan manajemen (Agrawal & Jayaraman, 1994; Jhon & William, 1985; Michaely & Roberts, 2012)

Nilai perusahaan berdasarkan manajemen, yaitu berusaha untuk memotivasi para eksekutif dan manajer yang lain untuk bertindak sesuai dengan nilai-nilai yang telah ditetapkan (Brigham dan Daves; 2004: 351).

Mengingat kedudukan penting pembayaran dividen bagi pihak pemilik dan manajemen, historis pembayaran dividen sering menjadi pusat perhatian kedua belah pihak untuk senantiasa mengamati dan mengevaluasinya sebagai dasar pengambilan keputusan di masa mendatang. Terkait dengan hal tersebut, berikut ini disajikan mengenai kinerja emiten di BEI berdasarkan perolehan laba mulai tahun 2011 sampai 2015 sebagaimana table 1.3.

Tabel 1.3

Kinerja Emiten BEI sektor manufaktur Berdasarkan Perolehan Laba

Keterangan	2011	2012	2013	2014	2015
Jumlah Emiten Memperoleh Laba	424	334	316	432	446
Jumlah Emiten menderita rugi	16	125	167	74	67
Jumlah Perusahaan	440	459	483	506	513

Sumber: Diolah dari Ringkasan Kinerja Emiten BEI, 2016.

Tabel 1.3 memperlihatkan jumlah emiten yang memperoleh laba mengalami peningkatan dan sebaliknya jumlah emiten yang mengalami kerugian. Tentunya kondisi keuangan yang dialami emiten pada setiap tahunnya akan berimplikasi

pada penentuan pembayaran dividen. Melanjutkan data pada Tabel 1.3 pada Tabel 1.4 persentase emiten yang membayar Dividen masih relative baik dibandingkan dengan emiten yang tidak membayar Dividen. Namun walau demikian dengan adanya sejumlah emiten yang tidak membayar dividen tentunya dapat memicu reaksi negative dari para pemodal. Berikut disajikan perusahaan yang membayar dividen sebagaimana Tabel 1.4.

Tabel 1.4  
Perkembangan Emiten membayar Dividen

Keterangan	2011	2012	2013	2014	2015
Emiten Mendapat Laba	424	334	316	432	446
Emiten Membayar dividen	314	168	205	325	321
Emiten tidak membayar Dividen	110	166	111	107	125
% Emiten membayar Dividen	74.06	50.30	64.87	75.23	71.97
% Emiten tidak membayar dividen	25.94	49.70	35.13	24.77	28.03

Sumber: Ringkasan Kinerja Emiten BEI, 2016

Gambaran secara empiris tersebut menunjukkan bahwa pembayaran dividen oleh perusahaan tidak selalu dapat dilakukan, kemungkinan ada berbagai faktor yang menjadi pertimbangan dividen untuk dibagikan atau terhadap para pemilik modal. Pembayaran dividen diduga dipengaruhi oleh faktor yang sebenarnya terkait dengan keputusan keuangan perusahaan berupa keputusan investasi dan keputusan pendanaan. Hal ini sejalan dengan penjelasan yang dikemukakan oleh Brigham & Houston (2006; 28) yang menjelaskan bahwa tujuan utama perusahaan adalah memaksimalkan nilai perusahaan, dan untuk mencapai hal tersebut para manajer perlu memahami keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan penentuan kebijakan dividen yang ketiganya saling berkaitan dan menentukan pencapaian nilai perusahaan. Dengan demikian keputusan investasi dan keputusan pendanaan diduga menjadi faktor yang turut menentukan kebijakan dividen. Sebagaimana dikemukakan oleh Baker dalam bukunya yang berjudul *Dividends and Dividend Policy*, (2009) mengungkapkan beberapa hasil penelitian tentang

preferensi investor maupun perusahaan di beberapa Negara. Misalnya, penelitian Baker dan Powell (1999) terdapat para pimpinan/manajer dari 503 perusahaan yang terdaftar di New York Stock Exchange (NYSE), Baker dan Powell menemukan bahwa para manajer perusahaan tersebut percaya bahwa dividen adalah relevan, dimana pembayaran dividen mampu meningkatkan nilai perusahaan.

Secara empiris apa yang disampaikan oleh Brigham & Houston (2006; .28) diuji oleh sejumlah peneliti pada beberapa Negara, diantaranya Amidu & Aboe (2006) yang meneliti pembayaran dividen perusahaan yang listing di Bursa Efek Ghana dengan periode pengamatan tahun 1998 sampai 2003. Hasil penelitian mereka menjelaskan pembayaran dividen sebagai cerminan kebijakan dividen ditentukan oleh keputusan investasi yang diproksi dengan market to book ratio, sementara dalam penelitiannya mereka belum melibatkan variable yang berkenaan dengan keputusan pendanaan.

Sejalan dengan temuan Amidu & Abor (2006), Denis & Osobov (2008) juga menjelaskan pada perusahaan yang listing di Bursa efek Amerika Serikat, Kanada, Inggris, Jerman, Perancis, dan Jepang dengan Tahun Pengamatan 1989-1993, keputusan investasi yang diproksikan dengan peluang pertumbuhan (growth opportunity) berpengaruh terhadap pembayaran dividen. Dan dalam penelitian ini juga tidak menyertakan proksi yang mewakili keputusan pendanaan.

Agak berbeda dengan dua peneliti sebelumnya, justru Al-Kuwari (2009) menemukan pertumbuhan perusahaan sebagai proksi dari keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap pembayaran dividen pada 191 emiten di Bursa Kuwait, SaudiArabia, Oman, Qatar, dan Bahrain. Kemudian dalam penelitiannya ia tidak melakukan pengamatan terhadap proksi yang merepresentasikan keputusan pendanaan. Keterlibatan keputusan investasi dan keputusan pendanaan sebagai factor yang diduga menjadi factor yang menentukan pembayaran dividen dilakukan oleh Gill et al. (2010) pada 266 perusahaan jasa dan manufaktur di bursa efek Amerika Serikat dengan tahun pengamatan 2007. Hasil penelitian menunjukkan pertumbuhan perusahaan sebagai proksi dari keputusan investasi, sementara proksi lainya dari keputusan investasi justru ditemukan tidak berpengaruh terhadap pembayaran dividen. Sementara itu leverage sebagai proksi

dari struktur modal yang mempresentasikan keputusan pendanaan ditemukan tidak berpengaruh terhadap pembayaran dividen.

Keputusan investasi dan keputusan pendanaan dalam menemukan implikasinya terhadap pembayaran dividen juga dilakukan oleh (Mehta, 2012) yang meneliti perusahaan listing di Bursa Efek Abu Dhabi dengan tahun pengamatan tahun 2005 – 2009. Hasil penelitiannya menunjukkan keputusan investasi yang diprosikan dengan debt to equity ratio tidak berpengaruh terhadap pembayaran dividen.

Keputusan investasi dan keputusan pendanaan, tidak hanya dilakukan terhadap pembayaran dividen, oleh peneliti lain juga diteliti terhadap nilai perusahaan. Sama seperti penelitian pembayaran dividen, bila dikaitkan dengan nilai perusahaan juga menghasilkan inkonsistensi hasil penelitian. Sulong & Nor (2008) meneliti emiten yang listing pada Bursa Efek Malaysia dengan tahun pengamatan 2002- 2005 menemukan keputusan pendanaan yang diprosikan dengan leverage tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan kebijakan dividen yang diprosikan dengan dividend yield berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Ituriaga & Crisostomo (2010) yang melakukan penelitian terhadap 213 emiten yang listing pada bursa efek Brazil dengan tahun pengamatan 1995-2004 hasil penelitiannya menunjukkan perbedaan yang menemukan bahwa dalam kondisi adanya peluang pertumbuhan maupun tidak adanya peluang pertumbuhan secara konsisten leverage sebagai proksi dari keputusan pendanaan dan Dividend pay out ratio sbagai jaminan sebagai proksi dari kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Dari sisi keputusan investasi, Marchica & Mura (2010) meneliti kemampuan investasi perusahaan yang listing di Bursa Efeks Inggris dengan tahun pengamatan 1965 – 2008. Kemampuan investasi mereka proksikan dengan ratio of investment in fixed asetasset to caspital stock, dimana hasil penelitiannya menunjukkan kemampuan investasi tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan yang berarti kemampuan investasi memiliki perusahaan tidak mengubah persepsi investor terhadap perusahaan adalah hasil dari investasi itu sendiri.

Dari sisi nilai perusahaan, Tuigong Wilson Kibet (2016) meneliti mengenai pengaruh share dividend dan cash dividend terhadap nilai perusahaan pada Bursa Efek Nairobi Kenya, dimana hasilnya share dividend tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan sedangkan Cash dividend berpengaruh significant positif terhadap nilai perusahaan. Abdul Ra, dkk (2015) meneliti mengenai nilai perusahaan sebagai variable yang dipengaruhi Ownership structure , profitability, company Size dimana dividend policy sebagai variable intervening pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Hasil-hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pemikiran yang disampaikan oleh Brigham & Houston (2006). 28) yang menjelaskan bahwa keputusan investasi dan keputusan pendanaan memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen belum sepenuhnya secara konsisten teruji secara empiris pada berbagai perusahaan di berbagai perusahaan di sejumlah negara.

Dibandingkan dengan penelitian sebelumnya yang memiliki topic kebijakan dividend dan nilai perusahaan, yang membedakan penelitian ini adalah: Dipilihnya 3 (tiga) variable independen serta 1 (satu) variable intervening dan 1 (satu) variable dependen, berdasarkan teori *Value of the Firm* dan teori *Dividend Policy*, serta teori *Capital Structure*, teori Investment dan teori Profitabilitas. Keterbaruan pada penelitian ini adalah variable pembayaran dividen ditempatkan sebagai variable intervening yang menjadi jembatan antara keputusan keuangan berupa peluang investasi, struktur modal, profitabilitas dengan nilai perusahaan.

Berdasarkan fenomena dan riset sebelumnya, dimana belum sepenuhnya secara konsisten teruji secara empiris pada berbagai perusahaan di sejumlah Negara, maka peneliti berpendapat bahwa masih relevan untuk menganalisis pengaruh peluang investasi, struktur modal dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan pembayaran dividen sebagai variable intervening.

Penelitian ini difokuskan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pengkhususan sampel dapat menghindari hasil penelitian yang bias, disamping itu sektor manufaktur memiliki masa depan yang kuat, karena yang paling mengembangkan industry dan memberikan kontribusi terhadap PDB serta menyerap tenaga kerja yang besar.

## 1.2. Identifikasi Masalah

Berdasarkan Latar belakang dan hasil penelitian sebelumnya yang telah diuraikan di atas dapat diidentifikasi bahwa tujuan utama mendirikan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran dari pemilik atau pemegang saham.

Pemegang saham, kreditor dan manajer adalah pihak yang memiliki perbedaan kepentingan dan perspektif berkenaan dengan perusahaan. Pemegang saham cenderung memaksimalkan nilai saham dan memaksa manajer untuk bertindak sesuai dengan kepentingan mereka melalui pengawasan yang mereka lakukan. Kreditor disisi lain cenderung akan berusaha melindungi dana yang sudah diinvestasikan dalam perusahaan dengan jaminan dan kebijakan pengawasan yang lebih ketat. Sedangkan manajer juga memiliki dorongan untuk mencapai kepentingan yang diinginkan.

Perkembangan seluruh perusahaan terdaftar di BEI selama tahun 2015-2018 meningkat, yang diimbangi kemampuan membayar dividen juga meningkat, namun perkembangan perusahaan sector manufaktur fluktuatif dan kemampuan membayar dividen menurun. Hal ini sejalan dengan perkembangan IHSG sector manufaktur juga menurun sepanjang tahun 2015-2018. Indikasi penurunan IHSG manufaktur mencerminkan kinerja menurun.

Dengan melihat fenomena yang terjadi bahwa semua investor baik untuk kalangan pengusaha maupun perorangan pasti mempunyai tujuan yang sama dalam berinvestasi portofolio ini, diantaranya adalah bagaimana mendapatkan keuntungan semaksimal mungkin dengan tingkat resiko yang rendah. Untuk mencapai tujuan tersebut tidaklah mudah, oleh karenanya dalam investasi pasar modal ini factor analisis kondisi dan perkembangan keuangan dan kinerja perusahaan merupakan factor penting yang harus secara ketat dilakukan analisis. Perkembangan dan informasi fundamental perekonomian nasional yang mempengaruhi merupakan salah satu bahan pertimbangan dalam menentukan investasi ini.

### 1.3. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang dan identifikasi masalah yang telah dibahas di atas maka permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sbb:

1. Apakah peluang investasi berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan ?
2. Apakah struktur modal berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan ?
3. Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan ?
4. Apakah peluang Investasi melalui Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan ?
5. Apakah Struktur Modal melalui Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan ?
6. Apakah Profitabilitas melalui Kebijakan Dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan?
7. Apakah Peluang Investasi, Struktur Modal dan Profitabilitas berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan ?

### 1.4. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan focus pertanyaan dalam penelitian ini, maka tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menguji dan menganalisis pengaruh peluang investasi terhadap Nilai Perusahaan
2. Menguji dan menganalisis pengaruh Struktur Modal/Kebijakan Utang terhadap Nilai Perusahaan
3. Menguji dan menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan
4. Menguji dan menganalisis pengaruh peluang investasi terhadap nilai perusahaan melalui Kebijakan Dividen.
5. Menguji dan menganalisis pengaruh Struktural Modal terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen.
6. Menguji dan menganalisis pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen.
7. Menguji dan menganalisis pengaruh Peluang Investasi, Struktur Modal dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan.

## 1.5. Kegunaan Penelitian

### 1.5.1. Kegunaan Teoritis

- a. Secara teoritis penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi positif khususnya yang berkaitan dengan keputusan manajemen dalam memilih alternative peluang investasi, struktur modal dan profitabilitas
- b. Bagi penulis dan para pembaca dalam menambah wawasan peluang investasi, struktur modal dan profitabilitas.
- c. Bagi para akademisi hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan ilmu pengetahuan khususnya kajian dalam bidang Audit dan laporan keuangan.

### 1.5.2. Kegunaan Praktis

- a. Bagi Investor, hasil penelitian ini dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi di pasar modal.
- b. Bagi Perusahaan, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan sumbangan informasi kepada perusahaan bahwa pencapaian tujuan perusahaan berupa peningkatan nilai perusahaan merupakan aspek yang sangat penting untuk diperhatikan selain pencapaian profit. Sehingga diharapkan keputusan keuangan yang menjadi pilihan perusahaan merupakan keputusan yang tepat dalam upaya menjembatani kepentingan perusahaan dan kepentingan para pemodal
- c. Bagi peneliti selanjutnya, penelitian ini dapat dijadikan sebagai salah satu referensi bagi peneliti selanjutnya yang akan meneliti Peluang Investasi, Struktur Modal dan Profitabilitas.
- d. Bagi OJK, Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan sumbangan informasi dalam mendorong keterbukaan informasi oleh perusahaan kepada para pemodal terkait dengan pengamabilan keputusan keuangan yang ditetapkan