

## **BAB 1**

### **PENDAHULUAN**

#### **1.1. Latar Belakang**

Perusahaan selalu menginginkan nilai perusahaan yang terus meningkat untuk memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Dalam rangka mencapai tujuan tersebut maka diperlukan fungsi pengawasan yang baik. Jensen and Meckling (1976) berpendapat bahwa managerial ownership dapat menghubungkan antara keinginan manager dengan keinginan pemegang saham eksternal, sehingga terdapat hubungan positif antara kepemilikan managerial dan valuasi perusahaan. Akan tetapi, di Indonesia konteks kepemilikan managerial secara individu langsung masih sangat jarang, kecuali dapat dijumpai pada perusahaan konglomerasi keluarga. Seringkali yang dijumpai adalah kepemilikan dari institusi yang dikendalikan oleh manajemen yang sama. Kepemilikan ini dikenal dengan istilah kepemilikan institusional. Dalam hal kompetisi mencari modal, maka perusahaan harus dapat melakukan cara untuk meningkatkan permintaan dari investor. Salah satunya melalui mekanisme pengendalian perusahaan yang mendorong transparansi yang tinggi.

Masalah transparansi merupakan masalah klasik yang selalu dihadapi oleh berbagai perusahaan, dimana seringkali manajemen dan pemilik perusahaan memiliki ekspektasi dan kebijakan yang tidak sejalan. Pemegang saham selalu menginginkan kesejahteraan yang terus meningkat dalam jangka panjang, sedangkan manager cenderung untuk memenuhi keinginan pribadi akan kinerja yang lebih baik dalam jangka pendek untuk mengejar bonus, misalnya. Fenomena ini dikenal dengan istilah konflik keagenan. Konflik muncul ketika manager menyalahgunakan wewenangnya bertindak untuk kepentingan pribadi. Kondisi ini membuat pemegang saham merasa khawatir apabila manager melakukan tindakan atau membuat keputusan yang penuh risiko. Misalnya

mengambil rasio hutang secara berlebihan. Konflik lainnya yang mungkin timbul adalah masalah pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas *financing* dan membuat keputusan yang berkaitan dengan kemana dana tersebut diinvestasikan (aktivitas investasi). Munculnya konflik juga akan menyulitkan pemegang saham memonitor pengelola perusahaan, maka *asset* perusahaan dapat saja digunakan untuk kepentingan pengelola daripada memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan *agency cost* sebagai jumlah dari biaya yang dikeluarkan prinsipal untuk melakukan pengawasan terhadap agen. Hampir mustahil bagi perusahaan untuk memiliki *zero agency cost* dalam rangka menjamin manajer akan mengambil keputusan yang optimal dari pandangan *shareholders* karena adanya perbedaan kepentingan yang cukup besar diantara keduanya. Meskipun demikian sebuah perusahaan yang baik harus dapat meminimalkan *agency cost*. Menurut Karpavicius dan Yu (2017), aktivitas pengawasan untuk mengurangi masalah keagenan dapat dibedakan menjadi pengawasan aktif dan pengawasan pasif. Pengawasan aktif dapat dilakukan melalui pengawasan melalui institusi. Dalam hal berarti dibutuhkan adanya suatu kepemilikan institusional di dalam perusahaan. Di sisi yang lain, pengawasan juga dapat dilakukan melalui mekanisme pasif yakni melalui dividen dan *leverage*.

Sebuah perusahaan yang baik juga selalu bertumbuh dari waktu ke waktu. Pertumbuhan perusahaan ini membutuhkan modal untuk membiayai proyek – proyek strategis dalam rangka memperoleh profit. Menurut Murni and Andriana (2007), sumber modal dapat dibagi menjadi dua, yakni internal dan eksternal. Sumber internal berasal dari laba ditahan. Sumber eksternal berasal dari penerbitan saham dan hutang. Untuk memenuhi kebutuhan modal, pemegang saham lebih memilih menggunakan hutang karena tidak mengurangi kepemilikan pemegang saham di perusahaan. Namun demikian, semakin banyak hutang akan meningkatkan risiko keuangan dari perusahaan itu sendiri sehingga mungkin perlu diperhatikan kebijakan hutang perusahaan. Selain itu, manajemen dapat mengurangi dividen dan memaksimalkan laba ditahan untuk membiayai

investasi yang dilakukan oleh perusahaan. Di sisi lain, kebijakan dividen dapat digunakan untuk mengurangi kelebihan kas yang tidak perlu. Hal ini dapat mengurangi risiko dilakukannya investasi yang tidak efektif oleh manajemen perusahaan.

Dengan demikian, kebijakan dividen memiliki peranan penting dalam menjelaskan nilai perusahaan. Sama halnya dengan kebijakan dividen, kebijakan pendanaan yang optimal juga dapat berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui penurunan pajak dan menurunnya biaya ekuitas. Kebijakan penggunaan hutang akan menurunkan beban pajak melalui biaya bunga, di sisi lain penggunaan utang juga akan menurunkan biaya modal saham. Namun demikian penggunaan utang yang berlebihan akan meningkatkan risiko gagal bayar akibat tingginya beban bunga dan pokok hutang yang harus dibayar oleh perusahaan. Kebijakan *leverage* akan menentukan tingkat investasi yang dilakukan perusahaan, terutama pada perusahaan yang tidak memiliki pendanaan yang cukup untuk membiayai seluruh kesempatan investasi yang tersedia.

Untuk mencapai nilai perusahaan yang tinggi, diperlukan adanya investasi yang optimal dalam sebuah perusahaan. Dengan demikian perusahaan harus menjaga level investasi berada pada level yang optimal, sehingga terhindar dari kondisi *underinvestment* dan *overinvestment*. *Underinvestment* menunjukkan ketidakefisienan yang terjadi ketika perusahaan terlalu sedikit melakukan investasi daripada seharusnya. Hal ini bisa disebabkan karena manajemen terlalu takut untuk melakukan investasi karena kekhawatiran investasi yang baru akan menekan kinerja dalam jangka pendek, meskipun sebenarnya investasi tersebut menguntungkan secara jangka panjang. Hal ini merupakan salah satu ciri adanya masalah keagenan. Sebaliknya, kondisi *overinvestment* terjadi ketika perusahaan terlalu percaya diri untuk melakukan investasi sehingga investasi yang dilakukan terlalu berlebihan. Hal ini dimungkinkan bahwa akan terdapat investasi yang sebenarnya tidak menguntungkan, tetapi juga diambil oleh perusahaan. Hal ini tentu saja merugikan bagi perusahaan. Level investasi yang optimal dapat

tercapai apabila perusahaan memiliki struktur modal yang optimal. Dalam hal ini, berarti pengawasan pasif melalui dividen dan hutang dapat mempengaruhi *investment efficiency*. Investasi ini diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan dalam jangka panjang. Beberapa penelitian membuktikan bahwa terdapat hubungan antara *leverage* dan *dividend* dengan kondisi *underinvestment* dan *overinvestment* (Pruitt dan Gitman, 1991; Aivazian dan Booth, 2003).

Penelitian yang ada menunjukkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh beberapa faktor seperti kebijakan hutang (Faleye, 2007; Bhattacharya dan Graham, 2009), kepemilikan institusional (De-la-Hoz dan Hombo, 2016; Ferreira dan Matos, 2008), dan kebijakan dividen (Drakos dan Bekiris, 2010). Pengawasan pasif berpengaruh terhadap *investment*. Akan tetapi, hal ini mungkin hanya terjadi pada perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh investor institusi saja, karena peranan investor institusional dalam meningkatkan mekanisme pengawasan *corporate governance* (Claessens dan Yurtoglu, 2013). Dengan demikian bahwa pengawasan aktif melalui kepemilikan institusional dapat mempengaruhi hubungan pengawasan pasif terhadap *investment*. Hal ini didukung juga oleh Khan *et al* (2017) bahwa kepemilikan institusional memoderasi hubungan antara dividen dan *investment*. Hal ini juga didukung oleh Benjamin *et al.* (2016) dimana hubungan antara dividen dan *investment* akan semakin kuat pada perusahaan dengan kepemilikan institusional yang tinggi. Penelitian tentang hubungan antara *dividend*, *leverage*, dan kepemilikan institusional memang telah banyak dilakukan akan tetapi sebagian besar diarahkan pada substitusi fungsi kepemilikan institusional sebagai mekanisme pengawasan aktif untuk menggantikan *dividend* dan *leverage* sebagai mekanisme pengawasan pasif. Selain itu kedua kebijakan tersebut juga sebagian besar diarahkan untuk mengendalikan kelebihan kas perusahaan dan bukan investasi.

Penelitian ini menjadi menarik karena berusaha untuk menggabungkan kedua mekanisme pengawasan aktif dan pengawasan pasif yang diarahkan untuk mengendalikan investasi yang pada akhirnya mempengaruhi nilai perusahaan

sebab bagaimanapun juga investor sangat peduli terhadap nilai perusahaan. Fokus penelitian ini adalah pada moderasi kepemilikan institusional terhadap hubungan pengaruh kebijakan dividen dan hutang terhadap investasi, secara khusus pada kondisi *underinvestment* dan *overinvestment*, bukan masalah hubungan saling menggantikan antara pengawasan pasif terhadap pengawasan aktif.

## 1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah di atas, maka rumusan masalah atau pertanyaan dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah dividen berpengaruh signifikan terhadap *investment efficiency*?
2. Apakah *financial leverage* berpengaruh signifikan terhadap *investment efficiency*?
3. Apakah kepemilikan institusional memperkuat atau memperlemah pengaruh dividen terhadap *investment efficiency*?
4. Apakah kepemilikan institusional memperkuat atau memperlemah pengaruh *financial leverage* terhadap *investment efficiency*?
5. Apakah *investment efficiency* berpengaruh terhadap nilai perusahaan?

## 1.3. Batasan Masalah

Adapun batasan-batasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Perusahaan manufaktur yang dipilih hanya yang mempublikasikan laporan keuangan secara berturut-turut selama periode penelitian pada tahun 2013-2016

#### 1.4. Tujuan Penelitian

Berdasarkan latar belakang masalah dan rumusan masalah di atas, maka tujuan diadakannya penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui apakah dividen berpengaruh signifikan terhadap *investment efficiency*?
2. Untuk mengetahui apakah *financial leverage* berpengaruh signifikan terhadap *investment efficiency*?
3. Untuk mengetahui apakah kepemilikan institusional memperkuat atau memperlemah pengaruh dividen terhadap *investment efficiency*?
4. Untuk mengetahui apakah kepemilikan institusional memperkuat atau memperlemah pengaruh *financial leverage* terhadap *investment efficiency*?
5. Untuk mengetahui apakah *investment efficiency* berpengaruh terhadap nilai perusahaan?

#### 1.5. Manfaat Penelitian

Manfaat dari penelitian ini antara lain sebagai berikut.

1. Bagi para investor pasar saham : dapat menjadi bahan pertimbangan dalam melakukan analisis sebelum mengambil keputusan investasi.
2. Bagi emiten : dapat menjadi bahan pertimbangan dalam menentukan kebijakan keuangan yang tepat.
3. Bagi akademisi : sebagai bahan referensi dalam melakukan penelitian selanjutnya.