

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Tujuan utama sebagian besar perusahaan, terutama perusahaan yang berorientasi bisnis, adalah mengoptimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang meningkat merupakan harapan bagi para pemegang saham karena peningkatan nilai perusahaan menunjukkan peningkatan kemakmuran pemegang saham. Meningkatnya nilai perusahaan juga akan meningkatkan minat investor untuk menanamkan modalnya. Nilai perusahaan tercermin pada harga saham perusahaan yang meningkat. Untuk mencapai nilai perusahaan, para pemegang saham menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional, yakni manajer perusahaan.

Dalam teori keagenan yang diungkapkan oleh Jensen dan Meckling dalam Wahidahwati (2002), pendelegasian wewenang pembuatan keputusan operasional oleh pemegang saham (prinsipal) kepada manajer (agen) menimbulkan pemisahan kepemilikan di antara kedua pihak tersebut. Pada hakikatnya manajer harus mengambil keputusan terbaik untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham. Keputusan bisnis yang diambil adalah memaksimalkan sumber daya (utilitas) perusahaan. Manajer yang bertindak sebagai agen dari pemegang saham di dalam melakukan aktivitasnya boleh jadi tidak konsisten dengan apa yang menjadi kepentingan pemilik (Fama dalam Syafruddin, 2006). Ketidak-

konsistenan ini terjadi karena para manajer seringkali mempunyai tujuan yang berbeda, terutama berkaitan dengan peningkatan prestasi individu dan kompensasi yang akan diterima.

Konflik kepentingan terjadi ketika manajer lebih cenderung menempatkan kepentingan pribadi dan kesempatan investasi yang *unprofitable* di atas kepentingan perusahaan, terutama kepentingan pemegang saham. Dapat dikatakan terdapat ketidakselarasan kepentingan antara manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal. Hal ini dapat terjadi ketika perusahaan menghasilkan aliran kas bebas (*free cash flow*) yang substansial. *Free cash flow* adalah arus kas lebih atau tersisa yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang mempunyai nilai sekarang bersih (*net present value* – NPV) positif. Konflik antara manajer dan pemegang saham umumnya disebabkan oleh pembuatan keputusan yang berkaitan dengan aktivitas pencarian dana (*financing decision*) dan bagaimana dana yang diperoleh tersebut diinvestasikan. Menentukan kebijakan pendanaan (*financing decision*) sendiri adalah salah satu dari *agent action* di samping kebijakan operasi dan kebijakan investasi. Konflik keagenan dapat berpotensi menyebabkan turunnya nilai perusahaan.

Konflik keagenan dapat diminimalisir dengan melakukan suatu mekanisme pengawasan yang dapat menyelaraskan kepentingan-kepentingan terkait. Namun biaya agensi juga akan muncul seiring dilakukannya mekanisme pengawasan tersebut. Menurut Jensen dan Meckling dalam Harjito dan Nurfauziah (2006), biaya agensi

meliputi biaya pengawasan (*monitoring cost*), biaya ikatan (*bonding cost*), dan biaya sisa (*residual cost*). Menurut Wahidahwati (2002), terdapat beberapa pilihan alternatif untuk mengurangi biaya agensi. Pertama, dengan meningkatkan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen untuk mensejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham. Kedua, rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio*) dapat ditingkatkan. Karena berkurangnya aliran kas bebas yang ada di perusahaan, manajemen terpaksa mencari pendanaan dari luar untuk membiayai investasinya. Ketiga, meningkatkan pendanaan melalui hutang. Dengan meningkatkan hutang sebagai sumber pendanaan investasi, *excess cash flow* akan menurun dan dapat menekan pemborosan yang dilakukan oleh manajemen. Terakhir, penggunaan investor institusional seperti bank, perusahaan asuransi, perusahaan investasi, dan kepemilikan oleh institusi lain sebagai *monitoring agent* akan menyebabkan manajer merasa diawasi di dalam menentukan kebijakan finansial.

Kebijakan hutang sebagai salah satu mekanisme dalam mengatasi masalah keagenan berkaitan erat dengan struktur kepemilikan dan kebijakan dividen perusahaan. Struktur kepemilikan yang terdiri atas kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional diprediksi berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan manajerial membuat manajer yang juga pemegang saham turut mengalami konsekuensi dari keputusan yang dibuat. Tingkat hutang yang tinggi akan meningkatkan risiko *financial distress* berupa kebangkrutan yang

mengancam posisi manajemen. Dengan demikian manajer akan lebih berhati-hati dalam penggunaan hutang. Adanya kepemilikan institusional dalam perusahaan membuat manajer merasa diawasi sehingga tidak menggunakan hutang untuk investasi yang tidak menguntungkan atau untuk dikonsumsi secara pribadi. Dengan demikian penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan akan dibatasi. Sementara itu kebijakan perusahaan untuk membagikan dividen akan mengurangi aliran kas bebas perusahaan yang dapat digunakan untuk berinvestasi. Hal ini memaksa manajer untuk meningkatkan pendanaan eksternal untuk membiayai investasinya. Sumber pendanaan eksternal yang umumnya dipilih oleh perusahaan berkaitan dengan minimnya risiko dan biaya modal adalah dengan hutang.

Menurut Soliha dan Taswan (2002), hutang merupakan instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal perusahaan (Brigham dalam Soliha dan Taswan, 2002). Proporsi hutang yang tinggi dapat meningkatkan harga saham. Pembayaran bunga pinjaman secara periodik dapat menghemat pajak penghasilan dengan sifatnya yang berupa *deductible expense*, namun jumlah hutang yang melewati titik optimalnya justru akan menurunkan nilai perusahaan karena biaya yang ditimbulkannya (*agency cost of debt*) lebih besar dibandingkan dengan manfaat penghematan pajak. Dengan demikian, perusahaan harus dapat menciptakan hutang pada tingkat tertentu agar tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan dapat tercapai.

Kebijakan hutang tercermin pada *Debt to Equity Ratio* (DER) perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, kebijakan hutang adalah salah satu mekanisme untuk mengatasi konflik keagenan dan sekaligus berpengaruh pada nilai perusahaan. Beberapa penelitian terkait struktur kepemilikan, kebijakan dividen, kebijakan hutang, dan nilai perusahaan telah banyak dilakukan dengan berbagai macam model penelitian yang berbeda. Salah satu penelitian yang dilakukan oleh Soliha dan Taswan (2002) menyimpulkan kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan tidak signifikan pada kebijakan hutang, kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara positif signifikan, dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara positif namun tidak signifikan. Wahyudi dan Pawestri (2006) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap keputusan keuangan dan nilai perusahaan, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap keputusan keuangan dan nilai perusahaan, serta keputusan keuangan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sementara itu Sujoko dan Soebiantoro (2007) menguji pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan pembayaran dividen terhadap *leverage* dan nilai perusahaan. Mereka menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap *leverage* maupun nilai perusahaan; kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap *leverage* maupun nilai perusahaan; dan

kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap *leverage* maupun nilai perusahaan.

Penelitian ini dilaksanakan untuk menguji kembali pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel *intervening*. Selain menambahkan variabel yang berbeda dibandingkan penelitian terdahulu, penelitian ini juga merupakan penelitian empiris yang dilakukan dengan menggunakan seluruh perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2003 hingga 2007. Periode penelitian dipilih untuk menghindari tahun 2008 yang merupakan tahun terjadinya krisis global yang dampaknya juga cukup dirasakan oleh perusahaan-perusahaan *go public* serta untuk menghindari *sample outliers*.

1.2. Perumusan Masalah

Rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- (1) Apakah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara langsung?
- (2) Apakah kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah di atas, maka tujuan penelitian ini adalah :

- (1) Menguji pengaruh langsung dari kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
- (2) Menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

1.4. Manfaat Penelitian

1.4.1. Manfaat Akademis

Penelitian ini berupaya untuk melanjutkan penelitian sebelumnya dan menyediakan bukti empiris bahwa terdapat pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang. Untuk penelitian selanjutnya yang berkaitan dengan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan, diharapkan penelitian ini dapat dijadikan tambahan referensi.

1.4.2. Manfaat Praktis

Hasil dari penelitian ini akan bermanfaat sebagai dasar pertimbangan investor dalam menentukan keputusan berinvestasi di antara berbagai alternatif pilihan setelah

mengetahui perilaku manajemen di perusahaan yang bersangkutan. Di lain pihak juga bermanfaat bagi manajemen sekaligus kreditur dalam menetapkan kebijakan hutang.

1.5. Sistematika Penulisan

Dalam penelitian ini, sistematika penulisan terdiri dari lima bab dan pada masing-masing bab tersebut akan diuraikan mengenai hal-hal sebagai berikut ini:

BAB 1 : PENDAHULUAN

Bab ini berisi latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penulisan, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

BAB 2 : TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini berisi review penelitian terdahulu, menjelaskan landasan teoritis mengenai teori keagenan, nilai perusahaan, kebijakan hutang, kebijakan dividen, pengembangan hipotesis, dan model penelitian.

BAB 3 : METODE PENELITIAN

Bab ini menjelaskan desain penelitian, definisi operasional dan pengukuran variabel, jenis dan sumber data, alat dan metode pengukuran data, populasi dan teknik pengambilan sampel, dan teknik analisis data.

BAB 4 : ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini menjelaskan karakteristik obyek penelitian, deskripsi data, analisis data, dan pembahasannya.

BAB 5 : SIMPULAN DAN SARAN

Bab ini berisi kesimpulan yang diperoleh dari analisis yang dilakukan dan keterbatasan serta saran penelitian.