

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Manajemen keuangan merupakan salah satu fungsi stratejik yang berkaitan dengan pengelolaan keuangan. Pengelolaan ini ditujukan agar perusahaan mampu menghasilkan keuntungan untuk meningkatkan *value of the firm* dan meningkatkan kesejahteraan pemegang saham.

Tujuan utama perusahaan dan sudut pandang manajemen keuangan adalah untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau *stockholder*. Tujuan tersebut sering kali hanya bisa dicapai apabila pemilik modal menyerahkan pengelolaan perusahaan kepada para profesional (manajerial) atau *insiders* yang sering disebut agen, karena pemilik modal memiliki banyak keterbatasan.

Dengan adanya tujuan dari manajemen keuangan inilah maka perusahaanpun dipandang sebagai sekumpulan kontrak antara manajer perusahaan dan pemegang saham. Ketika seluruh pemegang saham menunjuk seorang sebagai manajer yang mengelola perusahaan, maka pada kenyataannya akan tidak jarang menghadapi masalah yang menyebabkan tujuan perusahaan tidak lagi sejalan dengan tujuan pribadi manajer. Memiliki wewenang sebagai manajer akan sangat menguntungkan diri sendiri dan mengorbankan kepentingan pemegang saham yang sebagai tujuan dari perusahaan itu, karena dapat bertindak lebih banyak sebab manajer adalah orang yang menjadi wakil pemegang saham dalam menjalankan perusahaan. Hal ini mungkin terjadi karena adanya perbedaan

informasi yang dimiliki oleh keduanya. Perbedaan informasi ini disebut sebagai *asymmetric information*.

Tujuan utama perusahaan adalah untuk memaksimalkan laba perusahaan dan meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham (Brigham Gapensi, 1996 dalam Wahidahwati, 2002). Untuk itu perencanaan investasi yang dibuat oleh perusahaan haruslah mempertimbangkan dengan sebaik-baiknya keputusan pendanaan yang akan diambil perusahaan.

Nilai perusahaan dalam penelitian ini didefinisikan sebagai nilai pasar, seperti halnya penelitian yang pernah dilakukan oleh Nurlela dan Islahuddin (2008), karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat.

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*).

Menurut (Suharli, 2002), ada beberapa metode dan teknik dalam mengukur harga saham seperti :

- a) pendekatan laba antara lain metode rasio tingkat laba atau *price earning ratio*, metode kapitalisasi proyeksi laba;
- b) pendekatan arus kas antara lain metode diskonto arus kas;
- c) pendekatan dividen antara lain metode pertumbuhan dividen;
- d) pendekatan aktiva antara lain metode penilaian aktiva;
- e) pendekatan harga saham;
- f) pendekatan *economic value added*.

Dan pada penelitian ini penulis menggunakan pendekatan harga saham (nilai pasar). Menurut (Brigham & Houston, 2001) dalam (Dewa, 2011) terdapat beberapa pendekatan analisis rasio dalam penilaian *market value*, terdiri dari pendekatan *price earning ratio* (PER), *price book value ratio* (PBVR), *market book ratio* (MBR), *devidend yield ratio*, dan *devidend payout ratio* (DPR). Peneliti menggunakan proksi untuk nilai perusahaan yang maka diukur melalui nilai pasar (harga saham) adalah *Price Book Value* (PBV).

Akan tetapi di balik tujuan tersebut masih terdapat konflik antara pemilik perusahaan dengan penyedia dana sebagai kreditur. Perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham menimbulkan konflik keagenan. Pemegang saham biasanya memilih dewan direksi yang kemudian mengangkat manajer untuk menjalankan perusahaan. Karena manajer bekerja untuk pemegang saham, mereka harus menentukan kebijakan yang dapat meningkatkan nilai kepentingan pemegang saham.

Kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) adalah tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan, misalnya direktur dan komisaris (Wahidahwati, 2002).

Langkah memberikan bagian kepemilikan saham bagi para manajer ditujukan untuk (1) menarik dan mempertahankan manajer yang potensial dan (2) untuk mengarahkan tindakan manajer agar mendekati kepentingan pemegang saham, terutama untuk memaksimalkan harga saham. Para pemegang saham yang mempunyai kedudukan di manajemen perusahaan baik sebagai dewan komisaris

atau direksi disebut sebagai kepemilikan managerial (Masdupi 2005, dalam Yulius).

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Midiastuty dan Machfoedz (2003) menyatakan bahwa nilai perusahaan akan lebih tinggi ketika direktur memiliki bagian saham yang lebih besar. Penelitian ini sepaham dengan Susanti (2010) menemukan hasil kepemilikan manajerial memiliki hubungan positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini tidak sepaham dengan penelitian yang dilakukan oleh Ishaq (2009) yang menunjukkan adanya hubungan negatif antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan, penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan Haruman (2008) yang menyebutkan bahwa adanya hubungan yang negatif antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan.

Arus kas internal merupakan aliran kas perusahaan pada periode tertentu yang dapat digunakan sebagai salah satu bentuk sumber pendanaan internal perusahaan dalam menjalankan kegiatannya.

Kepemilikan manajerial akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan. Termasuk kebijakan untuk mengatur arus kas internal.

Secara empiris hubungan struktur kepemilikan terhadap struktur modal dipengaruhi oleh aliran kas internal (Masdupi 2005). Ada dua teori yang dapat menjelaskan pengaruh yang berkaitan dengan arus kas internal, yaitu *pecking order hypotheses* meniadakan hubungan antara pembelanjaan modal dan kepemilikan manajer dalam perusahaan, sedangkan *managerial hypotheses* menyatakan ada hubungan antara modal dan kepemilikan saham oleh manajer.

Kebijakan dividen menjadi perhatian banyak pihak seperti pemegang saham, kreditor, maupun pihak eksternal lain yang memiliki kepentingan dari informasi yang dikeluarkan perusahaan. Melalui kebijakan ini perusahaan memberikan sebagian dari keuntungan bersih kepada pemegang saham secara tunai (Brigham dan Houston 2001). Ini merupakan salah satu cara dalam menjadikan tujuan dari perusahaan yang untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham. Secara teori agar tercapainya tujuan perusahaan maka perusahaan akan melakukan pembayaran dividen meningkat dari tiap tahun. Tetapi pada praktiknya pihak manajemen sering sekali mengalami banyak hambatan seperti penurunan profitabilitas, keharusan membayar bunga, atau terbukanya kesempatan investasi yang *profitable* menyebabkan pihak manajemen membatasi pembayaran dividen (penggunaan sumber dana internal).

Ini akan memberikan keuntungan bagi perusahaan karena akan ada dana yang dapat dialokasikan pada laba ditahan sebagai sumber dana internal/ arus kas internal. Untuk itu bagi pihak pemegang saham sebaiknya menutup harapannya untuk memiliki dividen tinggi. Meskipun demikian, pihak manajemen berusaha menghindari terjadinya pemotongan dividen (*dividend cut*) atau paling tidak membayar dividen secara tetap atau dikenal sebagai *dividend sticky*. (Donalson 1961 dikutip dalam Brigham, Gapensky dan Davel 1999).

Pihak manajemen yang tidak menghindari isu *dividend cut* ini akan memberikan penilaian yang kurang baik di mata pemegang saham. Dan ini akan memberikan dampak buruk terhadap *performance* harga saham dan tentunya akan adanya pertanda buruk terhadap menurunnya nilai perusahaan. Tetapi bila dikaji

dari sisi internal, keputusan *dividend cut* belum tentu dilatarbelakangi oleh penurunan kinerja finansial atau nilai perusahaan itu. Seperti ketika perusahaan mendapat kesempatan investasi yang menarik, maka tidak salah bila investasi tersebut didanai dari sumber dana internal daripada utang. Konsekuensi dari keputusan ini mengorbankan kepentingan pemegang saham karena gagal menerima *return* dalam bentuk dividen. Berdasarkan penelitian yang berbeda ini, dalam menetapkan dividen, perusahaan sebaiknya mempertimbangkan antara dividen saat ini dengan pertumbuhan perusahaan di masa mendatang sehingga bermuara pada maksimalisasi harga saham.

Professor Black (1976) mengatakan bahwa banyak *puzzle* dibalik kebijakan dividen. Hal ini disebabkan ada tiga teori yang berlawanan tentang dividen. Menurut Modigliani & Miller dikutip dari Brigham & Houston (2001), yang dikena dengan *dividend irrelevant theory* menyatakan bahwa besar/kecilnya dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan tetapi yang berpengaruh justru *basic earning power* dan *business risk*.

Menurut Gordon dikutip dalam Brigham & Houston (2001), dalam *the bird in the hand theory*, tingkat ketidakpastian yang tinggi membuat pemegang saham menginginkan dividen tinggi daripada *capital gain*. Bila perusahaan menerapkan sepenuhnya, konsep ini memiliki sumber dana internal yang relatif rendah karena sebagian besar profit terserap untuk mensejahterahkan pemegang saham. Dampak selanjutnya justru membengkakkan rasio utang. Sebaliknya, Litzenberger & Ramaswamy dikutip dalam Brigham & Houston (2001), berpendapat dalam *the tax preference theory* bahwa investor memilih dividen

rendah karena pajak atas dividen lebih mahal daripada pajak *capital gain*. Untuk itu pemegang saham seharusnya memilih dividen rendah untuk menghemat pembayaran pajak. Bila perusahaan menerapkan konsep ini maka perusahaan menguntungkan karena memiliki sumber dana internal yang besar sehingga dapat menunda menggunakan utang atau emisi saham baru.

Berdasarkan ketiga teori tersebut preferensi pemegang saham dikelompokkan pada dua kontinum yang berbeda, yaitu pemegang saham yang menyukai dividen besar dan yang menyukai dividen kecil. Perusahaan menetapkan dividen rendah karena sebagian besar profit dialokasikan sebagai laba ditahan (*retained earning*) sehingga berpeluang memiliki sumber dana internal yang cukup bagi ekspansi. Namun keputusan ini bukan tanpa resiko, pihak luar akan menyikapi sebagai *performance* dan *profitability* yang buruk sehingga berdampak juga pada *performance* harga saham.

Sebaliknya, bila perusahaan menetapkan dividen tinggi, hal ini belum tentu menggambarkan kondisi kinerja dan profitabilitas yang bagus tentang perusahaan. Pihak manajemen dapat melakukan manipulasi penilaian pihak eksternal agar terlihat *profitable*. Pembayaran dividen yang besar dapat didanai dari utang walaupun secara teoritis tindakan ini tidak tepat. Seharusnya, dividen dibayarkan berdasarkan laba bersih yang sudah dipotong pembayaran bunga, pajak, dan dividen saham preferen. Walaupun demikian keputusan ini dapat ditindaklanjuti pihak eksternal sebagai informasi yang bagus sehingga berdampak pada peningkatan harga saham.

Salah satu pihak yang menetapkan alokasi dividen adalah manajer. Dan ini sangat berkaitan dengan masalah keagenan. Perusahaan sebaiknya menetapkan kebijakan dividen yang rendah agar memiliki sumber dana internal yang relatif lebih murah dibandingkan utang atau emisi saham baru. Pada kenyataannya, manajer juga terlibat dalam kepemilikan saham sehingga terkadang menginginkan *return* dalam bentuk dividen. Apabila perilaku manajer menyukai dividen rendah, maka perusahaan akan memiliki laba ditahan yang relatif tinggi. Namun apabila menyukai dividen besar, maka perilaku manajer mengarah pada *bird in the hand theory*, sebagai dampaknya perusahaan memiliki sumber dana internal relatif rendah. Pada situasi ini jika perusahaan melakukan ekspansi akan didanai dari sumber dana eksternal yang relatif mahal, misalnya menggunakan utang.

Penelitian ini merupakan replikasi dan pengembangan dari penelitian yang dilakukan oleh Haruman (2008) dengan judul “Pengaruh Struktur Kepemilikan terhadap Keputusan Keuangan dan Nilai Perusahaan”. Struktur Kepemilikan yang diteliti terdapat dua yaitu kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial. Namun pada penelitian ini dengan menggunakan kepemilikan manajerial saja. Alasannya adalah bahwa melihat urgensi dari pengelolaan perusahaan ditangan pihak manajemen yang tidak memiliki modal di dalam perusahaan. Karena akan dapat membuat manajer mengambil keputusan yang sering menguntungkan pribadinya saja. Tidak lagi berada pada tujuan dari perusahaan tersebut yang mana memakmurkan pemegang saham.

Pada penelitian Haruman menggunakan variabel dependen yaitu keputusan keuangan, yang berkaitan langsung dengan arus kas internal. Hasil penelitian

tersebut menunjukkan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh terhadap kebijakan dividen, karena semakin tinggi proporsi kepemilikan saham oleh manajerial, maka akan menurunkan dividen. Hal ini digunakan untuk investasi demi kepentingan pertumbuhan perusahaan dibandingkan digunakan untuk pembayaran dividen. Untuk itu peneliti tertarik menambahkan variabel independen Arus Kas Internal, dengan harapan dapat melihat pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

Perusahaan LQ-45 dipilih sebagai objek penelitian karena perusahaan ini mendominasi perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI sehingga relevansi hasil penelitiannya diharapkan dapat mewakili seluruh perusahaan yang ada di Indonesia.

Berdasarkan adanya fenomena bisnis, *research gap*, serta pertentangan antara teori yang ada dengan fakta mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan, maka dilakukan penelitian tentang **“Analisis Pengaruh Arus Kas Internal Dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Di BEI”**.

1.2 Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan, maka identifikasi masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah terdapat pengaruh positif antara arus kas internal terhadap nilai perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI?
2. Apakah terdapat pengaruh positif antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI?

3. Apakah konflik keagenan memberikan pengaruh yang negatif terhadap nilai perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI ?
4. Apakah kebijakan deviden memberi pengaruh terhadap nilai perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI?
5. Apakah terdapat pengaruh antara arus kas internal dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI?

1.3 Batasan Masalah

Dengan mempertimbangkan keterbatasan yang ada pada peneliti, maka penelitian tentang pengaruh arus kas internal dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan pada perusahaan LQ-45 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2009-2011.

1.4 Rumusan Masalah

Dari uraian di atas, masalah yang bisa dirumuskan adalah sebagai berikut:

1. Apakah arus kas internal berpengaruh terhadap nilai perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI?
2. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan yang terdaftar di BEI?
3. Apakah arus kas internal dan kepemilikan manajerial berpengaruh secara simultan terhadap nilai perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI?

1.5 Tujuan Penelitian

Adapun tujuan dari penelitian analisis pengaruh arus kas internal dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI adalah :

1. Mengetahui pengaruh arus kas internal terhadap nilai perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI.
2. Mengetahui pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI.
3. Mengetahui pengaruh arus kas internal dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan LQ-45 yang terdaftar di BEI.

1.6 Manfaat Penelitian

Manfaat yang ingin dicapai dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagi peneliti, untuk menambah wawasan dan pengetahuan peneliti sehubungan dengan pengaruh arus kas internal dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan menerapkan teori-teori yang didapatkan semasa kuliah.
2. Bagi akademisi, untuk menambah literatur yang ada mengenai arus kas internal dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan yang ada di Indonesia.
3. Bagi peneliti selanjutnya, penelitian ini diharapkan dapat menjadi bahan referensi atau masukan jika tertarik untuk melakukan penelitian yang sama dengan yang dilakukan oleh peneliti.