

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian

Tujuan utama mendirikan suatu perusahaan antara lain untuk mencapai keuntungan yang maksimal, memakmurkan pemegang saham dan mengoptimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang tercermin pada harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi, nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya kepada kinerja perusahaan saat ini namun juga prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Nilai perusahaan salah satu diantaranya dapat dilihat dari nilai *price to book value* (PBV). Menurut Brigham dan Houston (2011:152), PBV adalah perbandingan antara harga saham dengan nilai buku perusahaan, dimana nilai buku perusahaan merupakan perbandingan antara total ekuitas dengan jumlah saham perusahaan yang beredar. Semakin tinggi PBV berarti pasar percaya akan prospek perusahaan. Wirawati (2008) mengemukakan PBV juga menunjukkan rasio untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan. PBV juga menunjukkan seberapa jauh suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Semakin tinggi rasio PBV dapat diartikan keberhasilan suatu perusahaan untuk menciptakan nilai bagi pemegang saham.

Menurut Tandelilin (2011), PBV dapat digunakan untuk menilai kinerja perusahaan. Hubungan antara harga pasar dan nilai buku per lembar saham bisa juga dipakai sebagai pendekatan alternatif untuk menentukan nilai suatu saham, karena secara teoritis nilai pasar suatu saham haruslah mencerminkan nilai bukunya. Sedangkan menurut Mulianti (2010) nilai perusahaan sangat penting karena mencerminkan kinerja suatu perusahaan yang dapat mempengaruhi persepsi investor terhadap perusahaan.

Untuk memaksimalkan nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu kebijakan atau keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan yang lainya dan berdampak pada nilai perusahaan (Sukirni, 2012). Dalam membuat kebijakan dan keputusan untuk memaksimalkan nilai perusahaan harus memperhatikan manfaat dan biaya yang ditimbulkan. Kebijakan keuangan dimaksud antara lain kebijakan dividen, kebijakan utang, Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, Ukuran Dewan Komisaris, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas.

Kebijakan Dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Pada dasarnya, laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali (Husnan, 2010:381). Jadi setiap perubahan dalam kebijakan pembagian akan mempunyai pengaruh yang saling bertentangan. Dengan demikian kebijakan dividen yang optimal akan menciptakan keseimbangan diantara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang dan memaksimalkan harga saham (Brigham dan Houston, 2001:66). Oleh karena itu dividen adalah merupakan indikator kunci dari pangsa harga dan harga saham merupakan indikator kunci dari nilai perusahaan, sehingga dapat memaksimalkan kesejahteraan dan kekayaan pemegang saham, dan dividen juga merupakan kebijakan yang harus diambil untuk memaksimalkan nilai perusahaan dan meningkatkan harga saham.

Kebijakan dividen menarik digunakan sebagai variable moderasi antara kebijakan utang, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, ukuran perusahaan dan profitabilitas dengan nilai perusahaan dalam penelitian ini, karena kebijakan dividen merupakan bagian yang menyatu dengan keputusan pendanaan atau kebijakan utang perusahaan yang menyangkut pembelanjaan internal perusahaan sehingga dapat diketahui pengaruhnya terhadap nilai perusahaan atau harga saham perusahaan. Kebijakan dividen ini juga menjadi pusat perhatian banyak pihak sebagai pemegang saham, kreditor, maupun pihak eksternal lain yang memiliki kepentingan dari informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan. Dividen memiliki informasi sebagai syarat prospek perusahaan.

Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham maka kinerja perusahaan akan dianggap baik, dan pada akhirnya penilaian terhadap perusahaan yang tercermin melalui harga saham akan semakin baik. Selanjutnya untuk memaksimalkan nilai perusahaan sebagaimana Bringham dan Houston (2010;132) bahwa memaksimalkan kekayaan pemegang saham dalam jangka panjang adalah tujuan utama manajemen keuangan.

Optimalisasi nilai perusahaan ini dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan dimana keputusan yang diambil bisa berupa kebijakan-kebijakan yang akan berdampak atau mempengaruhi terhadap nilai perusahaan. Harga saham digunakan sebagai proksi nilai perusahaan karena harga saham merupakan nilai yang akan dibayar oleh investor yang terjadi di pasar bursa tertentu yang diakibatkan oleh kesepakatan antara pembeli dan penjual, (Husnan Suad, 2008:7).(Zeni , 2009), (Sulistiono, 2010). Harga saham yang terjadi di pasar adalah mencerminkan nilai perusahaan

Kebijakan utang adalah kebijakan yang dilakukan perusahaan untuk mendanai operasinya dengan menggunakan utang atau biasa yang disebut financial leverage. Leverage keuangan adalah praktik pendanaan sebagian aktiva perusahaan dengan sekuritas yang menanggung beban pengembalian tetap dengan harapan bisa meningkatkan pengembalian akhir bagi pemegang saham (Keown et al, 2010:121). Lebih lanjut Arthur J Keown, et al (2000:849) menuturkan bahwa *Price Book Value*, merupakan rasio untuk mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan pada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh tidak terkecuali sektor industri umumnya dan industri manufaktur pada khususnya.

Dalam beberapa tahun terakhir industry manufaktur tumbuh dengan pesat hal ini dibuktikan bahwa sektor industri merupakan salah satu sektor penting dalam pembangunan nasional. Kontribusi sektor industri terhadap pembangunan nasional dari tahun ke tahun juga menunjukkan kontribusi yang signifikan. Peran sektor industri dalam pembangunan nasional dapat ditelusuri dari kontribusi

masing-masing subsektor terhadap laju pertumbuhan ekonomi nasional atau terhadap produk domestik bruto (PDB). Disamping itu sektor industri juga memiliki peran dan kunci sebagai mesin penggerak pembangunan karena sektor industri memiliki banyak keunggulan jika dibandingkan dengan sektor yang lain karena nilai kapitalisasi modal yang tertanam sangat besar, kemampuan menyerap tenaga kerja yang besar, dan juga kemampuan menciptakan nilai tambah (*value added creation*) dari setiap *input* bahan dasar yang diolah. Sektor industri diharapkan dapat menjadi motor penggerak perekonomian nasional dan telah menempatkan industri manufaktur sebagai penghela sektor riil. Hal ini dapat dipahami mengingat berbagai kekayaan sumber daya alam Indonesia yang memiliki keunggulan komparatif berupa produk primer, yang dapat diolah menjadi produk industri untuk mendapatkan nilai tambah yang lebih tinggi.

Selanjutnya dalam UU No. 3 tahun 2014 tentang Perindustrian bahwa Perindustrian diselenggarakan dengan tujuan sebagaimana dimaksud, maka peranan industri dalam perkembangan perekonomian Indonesia indikatornya adalah sumbangan sektor industri pengolahan terhadap Produk Domesti Bruto (PDB) dan tenaga kerja yang terserap serta sumbangan komoditi industri terhadap ekspor barang dan jasa mengalami perbaikan atau sebaliknya.

Fenomena yang ada bahwa perindustrian bagi Indonesia saat ini merupakan kontributor tertinggi terhadap PDB yaitu sebesar 23,37%, namun sektor ini hanya mampu menyerap tenaga kerja sebesar 14,88%, sektor ini merupakan peringkat terendah dalam penyerapan tenaga kerja dibandingkan dengan sektor Pertanian 38,07% dan Perdagangan 23,74%. Meskipun pada tahun 2014 kontribusinya tertinggi terhadap PDB tetapi sejak tahun 2001 telah terjadi penurunan kinerja Industri. Tahun 2001 industri manufaktur memberikan kontribusi terhadap PDB sebesar 29,1% dan terus menurun hingga mencapai 23% di tahun 2014 dan kinerja industri manufaktur tahun 2014 terus melambat dengan pertumbuhan mendekati 5%.

Perusahaan sektor manufaktur memiliki masa depan yang kuat di Indonesia, karena industri ini yang paling berkembang dan dapat memberikan

kontribusi terbesar terhadap PDB Indonesia. Untuk melihat perkembangan dan tingkat pertumbuhan PDB Indonesia dapat dilihat pada table 1.1

Tabel 1.1
Tingkat Pertumbuhan PDB Indonesia Periode 2001-2014

Tahun	PDB
2001	3.64
2002	4.50
2003	4.78
2004	5.03
2005	5.69
2006	5.50
2007	6.35
2008	6.01
2009	4.63
2010	6.22
2011	6.49
2012	6.26
2013	5.73
2014	5.06
Rerata	5.42

Sumber : BPS dan BI tahun 2001-2014.

Berdasarkan data tabel 1.1 di atas bahwa sektor industri merupakan sektor yang memberikan kontribusi terhadap pertumbuhan dan memperkuat PDB dibandingkan dengan sektor lainya dan merupakan sektor yang paling populer di Indonesia dalam konteks investasi, terlebih lagi untuk industri-industri inovatif tertentu, pemerintah Indonesia memberikan insentif-insentif pajak, sementara industri-industri pengolahan hilir telah dikembangkan disektor pertambangan melalui UU Pertambangan tahun 2009. Melihat perkembangan tersebut bahwa masa depan sektor manufaktur sebagai produsen bernilai tinggi memiliki kinerja keuangan yang kuat, secara strategis penting, dan memiliki *impact*.

Selanjutnya perkembangan nilai perusahaan sebagaimana tercermin dari harga saham bahwa IHSG mengalami fluktuasi, oleh karena itu fenomena naik turunnya harga saham dapat mengindikasikan kondisi industry sektor manufaktur maupun sektor lainya secara umum, berikut ini fenomena harga saham di pasar

modal yang berkembang secara dinamis yang ditunjukkan oleh tren pergerakan IHSG di pasar modal pada BEI selama periode tahun 2001 sd. 2013 di dalamnya termasuk perusahaan sektor manufaktur, seperti pada tabel 1.2.

Tabel 1.2
Perkembangan IHSG Perusahaan Terdaftar Pada BEI
Tahun 2001 – 2013

No	Tahun	IHSG (Rp)	% Tase
0	2000	416	0
1	2001	392	100
2	2002	424	108
3	2003	679	160
4	2004	1000	147
5	2005	1162	116
6	2006	1813	156
7	2007	2745	151
8	2008	1355	49
9	2009	2534	187
10	2010	3703	146
11	2011	3821	103
12	2012	4316	113
13	2013	5000	116
Rata-rata		1932,74	125,46

Sumber: ICMD, 2001-2014 diolah dan dikembangkan untuk disertasi ini

Berdasarkan tabel 1.2 diatas, bahwa Indek Harga Saham Gabungan (IHSG) dari tahun 2001 sd. 2013 rata-rata meningkat per tahun 25,46%, namun pada tahun 2007 – 2008 mengalami penurunan akibat krisis ekonomi global. Peningkatan harga saham kenaikan rata-rata tahunan IHSG tahun 2001-2002 sebesar 108%, kenaikan rata-rata tahunan IHSG tahun 2002-2003 sebesar 160%, kenaikan rata-rata tahunan IHSG tahun 2003-2004 sebesar 147%, kenaikan rata-rata tahunan IHSG tahun 2004-2005 sebesar 116%, kenaikan rata-rata tahunan IHSG tahun 2005-2006 sebesar 156%, kenaikan rata-rata tahunan IHSG tahun 2006-2007 sebesar 151%, kenaikan rata-rata tahunan IHSG tahun 2010-2011 adalah sebesar 103%, kenaikan rata-rata tahunan IHSG tahun 2011-2012 adalah sebesar 113%, kenaikan rata-rata tahunan IHSG tahun 2012-2013 adalah sebesar

116%. Sedangkan terjadi penurunan untuk tahun 2007-2008, 96% untuk tahun 2008-2009 sesudah itu meningkat lagi.

Selanjutnya perkembangan perusahaan manufaktur Indonesia bisa dikatakan saat ini mengalami perkembangan dan kemajuan yang cukup signifikan, hal ini bisa terjadi karena adanya niat serta tekad yang begitu tinggi dari para ahli yang berkecimpung dibidang ini, mulai dari pemerintah, akademisi, serta pihak lain dan para pelaku bisnis bidang ini yang mau mencurahkan tenaga dan pikirannya bagi kemajuan manufaktur Indonesia (BPS, 2013). Perkembangan tersebut dapat dilihat melalui perkembangan Indeks Harga Saham Sektor Manufaktur mulai tahun 2001 sd. tahun 2013 seperti pada tabel 1.3.

Tabel 1.3
Perkembangan IHSG Sektor Manufaktur
Tahun 2001 – 2013

Tahun	Tinggi	Rendah	Akhir	% Tase
2001	187.67	149.78	178.98	100.00
2002	192.21	150.88	183.85	102.72
2003	195.09	159.03	188.58	102.57
2004	197.99	168.95	192.32	101.98
2005	201.28	176.27	198.47	103.20
2006	228.24	181.37	203.62	102.59
2007	286.86	197.96	284.83	139.88
2008	408.93	270.24	403.01	141.49
2009	419.46	189.09	236.54	58.69
2010	529.02	233.04	529.02	223.65
2011	892.58	525.28	823.14	155.60
2012	997.36	717.87	992.47	120.57
2013	1169.84	1096.95	1147.91	115.66
2014	1228.34	1151.8	1205.31	105.00
Rerata	509.6336	383.465	483.4321	119.54

Sumber: ICMD Tahun 2001-2013.

Berdasarkan tabel 1.3 di atas, bahwa indek harga saham gabungan sektor manufaktur di BEI selama tahun 2001 sd. 2013 mengalami kenaikan rata-rata sebesar 19,54% per tahun, namun pada tahun 2008 mengalami penurunan sebesar 41,31% jika dibandingkan tahun 2007, dikarenakan krisis ekonomi global.

Selanjutnya di tahun 2009 mengalami kenaikan sebesar 64% jika dibandingkan tahun 2008, selanjutnya di tahun 2009 sd. tahun 2013 mengalami kenaikan. Naik turunnya harga saham sektor manufaktur di pasar modal menjadi sebuah fenomena yang menarik untuk dibicarakan berkaitan dengan isu naik turunnya nilai perusahaan manufaktur itu sendiri.

Perusahaan manufaktur sebagai korporasi berusaha untuk memaksimalkan nilai perusahaan (*firm value*) mereka dengan menjadi produktif dan investasi uang dengan bijaksana. Selain membangun kekayaan bagi korporasi itu sendiri, perusahaan berusaha untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham mereka. Strategi umum dan metode perusahaan menggunakan untuk memaksimalkan kekayaan termasuk dalam investasi dan meningkatkan harga saham. Untuk perusahaan manufaktur yang telah mencatatkan sahamnya di pasar bursa (perusahaan *go public*) dituntut untuk selalu mengembangkan strategi agar perusahaan dapat mengikuti naik turunnya harga saham yang dijual disebabkan oleh banyak hal. Isu strategis bagi Korporasi sebagai emiten secara umum merupakan aktivitas emiten/perusahaan publik yang berpengaruh terhadap harga saham, jumlah saham beredar, dan kepentingan pemegang saham. Tindakan strategis perusahaan dimaksud lebih jauh sebagai sarana untuk meningkatkan pertumbuhan usaha, pengembangan pasar, efisiensi, dan peningkatan daya saing. Tindakan korporasi merupakan tindakan yang bersifat strategis karena menyangkut berbagai aspek, seperti hukum, keuangan, dan nilai perusahaan sehingga harus direncanakan secara baik sehingga mampu meningkatkan nilai perusahaan.

Salah satu tujuan pelaksanaan *financial strategic* adalah upaya untuk meningkatkan kinerja keuangan perusahaan, karena hal ini akan berdampak pada peningkatan nilai saham perusahaan yang berarti meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Dengan demikian pemahaman berbagai indikator keuangan dan penilaian saham merupakan pengetahuan dan keterampilan yang dibutuhkan dalam pengambilan keputusan terkait *financial strategic*.

Sehubungan dengan isu peningkatan nilai perusahaan (*firm value*), sangat terkait dengan fluktuasi harga saham, karena harga saham sebagai proksi nilai perusahaan (*firm value*), sehingga peningkatan harga saham dan likuiditas perdagangan saham akan berujung pada peningkatan kemakmuran pemegang saham. Strategi yang dapat ditempuh perusahaan dalam rangka meningkatkan nilai harga sekaligus likuiditas perdagangan saham. Likuiditas merupakan jargon utama perdagangan saham di bursa efek. Naik turunnya harga saham yang dijual disebabkan oleh banyak hal, penyebab utamanya adalah faktor permintaan (*demand*) dan penawaran (*supply*). Jika dalam satu hari lebih banyak investor yang ingin membeli saham A dari pada yang ingin menjualnya, otomatis harga saham A itu akan naik. Dikarenakan persediaan yang tersedia sedikit sedangkan permintaan akan saham tersebut tinggi. Manajemen dituntut untuk meningkatkan nilai, harga sekaligus likuiditas perdagangan saham. Dalam empiris di bursa efek, bisa terjadi kondisi harga berfluktuasi, mungkin harga naik (*Bullish*), harga turun (*Bearish*), atau mungkin kondisi *stagnant* tidak likuid. Secara umum untuk menghadapi isu tersebut dibuat beberapa strategi yaitu antara lain kebijakan dividen, saham bonus, *right issue*, pemecahan saham, penggabungan saham, pembelian saham, dan lain sebagainya.

Jika harga saham perusahaan yang dijual di Bursa Saham mengalami penurunan harga, maka perusahaan menerapkan strategi untuk membeli kembali atau cara lain untuk sebuah perusahaan untuk mencapai tujuan tersebut bagi pemegang saham adalah untuk meningkatkan kinerja perusahaan pada metrik investasi utama seperti laba per saham (*Earning Per Share*) untuk meningkatkan harga saham, dan secara konsisten meningkatkan pembayaran dividen.

Pada umumnya, semua jenis *financial strategic* bersifat material sehingga setiap kali aksi digulirkan seringkali memberikan dampak terhadap perubahan harga saham di pasar. *Financial strategic* yang dapat ditempuh dalam kondisi harga saham naik (*Bullish*), harga saham turun (*Bearish*), atau mungkin kondisi harga saham *stagnant* tidak likuid. Bentuk *financial strategic* dikaitkan dengan isu fluktuasi harga saham:

1. Harga saham naik (*Bullish*)

- a) Aliansi strategis untuk mencapai satu tujuan yang disepakati bersama ataupun memenuhi bisnis tertentu secara independen, dengan aliansi, perusahaan dapat saling berbagi kemampuan transfer teknologi, risiko, dan pendanaan. Aliansi strategis terkait pula dengan konsep seperti koalisi internasional, jaringan strategis, *joint venture*. Sehingga merupakan isu strategis yang dapat memicu harga saham.
- b) Akuisisi digunakan untuk menjaga ketersediaan pasokan bahan baku atau jaminan produk yang akan diserap oleh pasar, sehingga aksi korporat strategis ini dapat memicu harga saham.
- c) *Merger* penggabungan 2 (dua) perusahaan dimana perusahaan yang mememerger mengambil aset perusahaan yang dimerger, tindakan korporat strategis ini dapat memicu harga saham. Salah satu motif utama dari strategi merger dan akuisisi adalah terciptanya sinergi yang mampu meningkatkan nilai perusahaan, dimana peningkatan nilai perusahaan tersebut tercermin dari peningkatan kinerja keuangan dan nilai sahamnya. *Merger* adalah salah strategi perusahaan dalam mengembangkan dan menumbuhkan perusahaan. Pada prinsipnya terdapat dua motif yang mendorong sebuah perusahaan melakukan merger dan akuisisi yaitu motif ekonomi dan motif nonekonomi (Moin, 2007). Motif ekonomi berkaitan dengan esensi tujuan perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan atau memaksimumkan kemakmuran pemegang saham.
- d) *Right Issue* (Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu) dan Saham Bonus, merupakan hak yang diperoleh para pemegang saham yang namanya telah terdaftar dalam daftar pemegang saham suatu perseroan terbatas untuk menerima penawaran terlebih dahulu apabila perusahaan sedang menjalani proses emisi atau pengeluaran saham-saham dari saham portopel atau saham simpanan. Hak tersebut isu positif bagi calon investor.
- e) Kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan (harga saham), ternyata kebijakan dividen secara positif mempengaruhi harga saham. (Jogiyanto,

2010 : 196). Kebijakan dividen didefinisikan sebagai kebijakan yang terkait dengan pembayaran dividen oleh perusahaan, berupa penentuan besarnya pembayaran dan besarnya laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan. Disamping itu riset Wijaya dan Wibawa (2010), dapat membuktikan bahwa kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan secara positif.

- f) *Initial Public Offering (IPO)* adalah sebuah tindakan perusahaan dalam rangka mendapatkan dana dari masyarakat untuk kepentingan perusahaan *going concern*. Harga IPO awalnya ditentukan oleh perusahaan dengan perhitungannya sendiri karena informasi perusahaan hanya dimiliki perusahaan. Tetapi harga IPO kemudian ditentukan oleh perusahaan bersamaan dengan perusahaan sekuritas yang menjamin penerbitan saham tersebut. Dengan IPO merupakan tindakan strategis yang mendorong likuiditas saham perusahaan.

2. Harga saham turun (*Bearish*)

- a) Dalam finansial dan ekonomi, divestasi adalah pengurangan beberapa jenis aset baik dalam bentuk finansial atau barang, dapat pula disebut penjualan dari bisnis yang dimiliki oleh perusahaan.
- b) Laporan Keuangan Konsolidasi adalah Laporan yang menyajikan posisi keuangan dan hasil operasi untuk induk perusahaan (entitas pengendali) dan satu atau lebih anak perusahaan (entitas yang dikendalikan) seakan – akan entitas – entitas individual tersebut merupakan satu entitas atau perusahaan satu perusahaan.
- c) *Reverse stock* artinya ada penggabungan beberapa saham menjadi satu saham. Tujuan isu strategis ini biasanya untuk meningkatkan nilai saham tersebut di mata investor sehingga kelihatan perusahaan menjadi mahal, namun bisa juga ada ancaman pencopotan dari bursa efek. Jadi akan ada hal-hal negatif yang terjadi, seperti akan banyak orang menjual sahamnya sehingga membuat harganya akan jatuh.
- d) *Tender offer* dengan pembelian saham publik yang ada untuk menjual sahamnya pada harga dimana investor tersebut bersedia membeli saham

tersebut. Oleh karenanya *tender offer* ini harus diumumkan melalui media massa terlebih dahulu.

- e) *Buy Back* atau *Share Repurchase* yakni pembelian saham kembali yang dilakukan oleh perusahaan dalam kenyataannya tidak hanya menimbulkan keuntungan dalam menaikkan harga saham, akan tetapi masih banyak sekali pertimbangan serta dampak yang diakibatkan dari keputusan untuk pembelian saham kembali. Dalam situasi yang sulit, dimana harga saham perusahaan yang dijual di bursa saham mengalami penurunan harga, maka perusahaan menerapkan strategi untuk membeli kembali saham yang telah dijual. Saham-saham yang telah dibeli kembali perusahaan nantinya akan dicatat sebagai *treasury stock* dan perusahaan yang telah membeli kembali saham yang dijual bisa mengalihkan saham itu dengan berbagai cara. Aksi strategis tersebut diharapkan akan memulihkan kepercayaan investor, dan tentunya akan menaikkan kembali harga saham, jadi terdapat faktor psikologis.

3. Harga saham *stagnant* tidak likuid

Jika saham terjadi *stagnant*, isu strategis dengan melakukan Stock split yang merupakan salah satu bentuk *corporate action* yang dilakukan emiten, dengan cara memecah jumlah sahamnya (*split*) menjadi lebih banyak dengan mengurai harga nominal per lembar. Hal ini akan secara otomatis juga memecah harga saham, baik harga nominal dan harga pasar. Kebijakan pemecahan saham (*Stock Split*) pada motif sinyal dan likuiditas serta implikasinya terhadap investor ritel. Diharapkan dengan reaksi positif dari pasar terhadap aksi *stock split* dapat meningkatkan basis investor yang berpartisipasi pada pasar modal, peristiwa *stock split* membuktikan bahwa kebijakan *stock split* dapat memperluas basis investor ritel. Motivasi manajemen melakukan *stock split* selain memberikan sinyal adanya *good news*, juga terkait dengan motif pemasaran dan likuiditas.

Selain pergerakan indeks harga saham gabungan sebagaimana tabel 1.1, perkembangan indeks harga saham sektoral sebagaimana tabel 1.2 dan indeks harga saham sektor manufaktur sebagaimana tabel 1.3, telah menggambarkan

bahwa dari satu sisi mengalami penurunan namun disisi lain terlihat perusahaan sektor manufaktur khususnya terdapat beberapa perusahaan yang membayar dividen dan beberapa perusahaan tidak membayar dividen. Adapun kemampuan perusahaan membayar dan besarnya dividen dapat mempengaruhi harga saham. Apabila dividen yang dibayar tinggi, maka harga saham cenderung tinggi sehingga nilai perusahaan juga tinggi. Sebaliknya apabila dividen yang dibayarkan kecil/rendah maka harga saham perusahaan tersebut juga rendah. Kemampuan membayar dividen erat hubungannya dengan kemampuan perusahaan memperoleh keuntungan. Jika perusahaan memperoleh keuntungan yang besar, maka kemampuan perusahaan untuk melakukan pembayar dividen juga besar.

Dengan demikian pembayaran dividen yang besar akan meningkatkan nilai perusahaan (Harjito dan Martono, 2005). Untuk mengetahui perkembangan perusahaan yang membayar dividen maupun yang tidak membayar pada seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI selama 10 tahun mulai tahun 2005 sd. 2013 dapat dilihat pada tabel 1.4

Tabel 1.4
Perkembangan Perusahaan Membayar dan tidak mambayar Dividen di BEI
Tahun 2005 sd. 2013

Tahun	Jumlah Perusahaan			% Tage	
	Terdaftar	Bayar	Tidak	Bayar	Tidak
2005	432	160	272	37.04	62.96
2006	444	156	288	35.14	64.86
2007	468	157	311	33.55	66.45
2008	485	171	314	35.26	64.74
2009	497	179	318	36.02	63.98
2010	503	207	296	41.15	58.85
2011	547	231	316	42.23	57.77
2012	573	218	355	38.05	61.95
2013	602	241	361	40.00	60.00
Rerata	506	191.11	314.56	37.60	62.40

Sumber :ICMD / www.idx.co.id, 2015

Berdasarkan tabel 1.4 diatas, perkembangan perusahaan yang terdaftar di BEI mulai tahun 2005 sd. 2013 mengalami kenaikan yang signifikan, rata-rata sebesar 11,11 %, namun demikian dari seluruh perusahaan yang terdaftar yang membayar dividen rata-rata sebesar 38 % sedangkan rata-rata perusahaan yang tidak membayar dividen sebesar 62 %. Hal ini mengindikasikan bahwa dari sisi pertumbuhan perusahaan tercatat meningkat dan juga diimbangi dengan kemampuan perusahaan untuk membayar dividen, dan secara umum meningkat. Disamping perkembangan perusahaan secara umum yang tercatat di BEI selama tahun 2005 sd. 2013, lebih lanjut disajikan daftar perkembangan perusahaan sektor manufaktur yang tercatat di BEI, dari tahun 2001 sd. 2013. Perkembangan perusahaan sektor manufaktur di Indonesia mengalami fluktuasi, hal ini dapat terlihat dari jumlah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dari periode ke periode semakin bertambah. Perusahaan yang terdaftar di BEI hingga Desember 2013 sebanyak 602 emiten dan perusahaan manufaktur yang terdaftar 131 emiten atau sebesar 22.86%. Saham-saham yang ada, diperdagangkan untuk menarik minat para investor agar menanamkan modalnya pada emiten yang terdaftar (www.idx.co.id, 2013). Perkembangan Perusahaan dan kemampuan membayar dividen Sektor Mufaktur yang terdaftar di BEI dapat dilihat pada Tabel 1.5.

Tabel 1.5
Perkembangan Perusahaan Manufaktur yang Membayar dan tidak
membayar Dividen Periode Tahun 2001 – 2013

No	Tahun	Perusahaan			% Tagg	
		Terdistribusi	Membayar	Tidak membayar	Bayar	Tdk Bayar
0	2000	155	45	110	29,03	70,97
1	2001	157	52	105	33,12	66,88
2	2002	155	49	106	31,61	68,39
3	2003	152	43	109	28,29	71,71
4	2004	150	48	102	32	68
5	2005	146	45	101	30,82	69,18
6	2006	142	47	95	33,1	66,9
7	2007	151	49	102	32,45	67,55
8	2008	123	43	80	34,96	65,04
9	2009	125	47	78	37,6	62,4
10	2010	129	44	85	34,11	65,89
11	2011	130	47	83	36,15	63,85
12	2012	132	40	92	30,3	70,7
13	2013	136	40	96	29,41	70,59
Jumlah		1.828	394	1.433	421,92	578,08
Rata-rata		141	46	96	32,46	67,54

Sumber: ICMD Tahun 2001– 2013/www.idx.co.id, 2014

Berdasarkan tabel 1.5. dijelaskan bahwa selama tahun 2001 sd. 2013, perusahaan manufaktur yang membayar dividen di tahun 2001 sebanyak 52 perusahaan atau 33,12% membayar dividen dan 105 perusahaan atau 66,88% tidak membayar dividen, di tahun 2002 sebanyak 49 perusahaan atau 31,61% membayar dividen dan 106 perusahaan atau 68,39% tidak membayar dividen, dan di tahun 2003 sebanyak 43 perusahaan atau 28,28% membayar dividen dan 109 perusahaan 71,72% tidak membayar dividen. Selanjutnya di tahun 2004 sebanyak 48 perusahaan atau 32% membayar dividen dan 102 perusahaan atau 68% tidak membayar dividen, di tahun 2005 sebanyak 45 perusahaan atau 30,82% membayar dividen dan 85 perusahaan atau 69,18% tidak membayar dividen, dan di tahun 2006 sebanyak 47 perusahaan atau 33,09% membayar dividen dan 83 perusahaan 66,91% tidak membayar dividen. Kemudian di tahun 2007 sebanyak 49 perusahaan atau 32,45% membayar dividen dan 102 perusahaan atau 67,55% tidak membayar dividen, dan di tahun 2008 sebanyak 43 atau 34,96% perusahaan membayar dividen dan 80 atau 65,05% perusahaan tidak membayar dividen, dan di tahun 2009 sebanyak 47 atau 38,40% perusahaan membayar dividen dan 78 perusahaan atau 62,40% tidak membayar dividen. Selanjutnya di tahun 2010 sebanyak 44 perusahaan atau 34,88% membayar dividen dan 74 perusahaan atau

Suparno, 2017

FAKTOR FAKTOR YANG MEMPENGARUHI NILAI PERUSAHAAN

Universitas Pendidikan Indonesia | repository.upi.edu | perpustakaan.upi.edu

65,90% tidak membayar dividen. Pada tahun 2011 sebanyak 47 perusahaan atau 35,88% membayar dividen dan 84 perusahaan atau 64,13% tidak membayar dividen dan di tahun 2012 sebanyak 40 perusahaan atau 28,78% membayar dividen dan 99 perusahaan atau (71,22%) tidak membayar dividen. Rata-rata perusahaan manufaktur yang membayar dividen selama tahun 2000 sd.tahun 2012 sebanyak 46,07 perusahaan atau 32,43% berada dibawah rerata seluruh emiten yakni sebesar 38,00%, sedangkan 104,54 perusahaan atau 67,57% selama periode tahun 2000 sd. 2012 tidak membayar dividen.

Berdasarkan data diatas, bahwa tidak seluruhnya perusahaan manufaktur melakukan pembayaran dividen sekalipun kebijakan dividen merupakan aspek penting dalam tujuan memaksimalkan nilai perusahaan. Padahal Kebijakan dividen yang diambil perusahaan adalah merupakan kebijakan apakah akan membayar atau tidak, menentukan besarnya dividen dan membayar dividen lebih dari periode sebelumnya. Ketika membuat sebuah kebijakan dividen, satu ukuran tidak akan dapat digunakan oleh semua orang. Pemegang saham selalu berharap untuk mendapat dividen dalam jumlah besar atau minimal relatif stabil dari tahun ke tahun. Sebagian lagi dari laba bersih perusahaan merupakan laba ditahan yang akan disiapkan oleh perusahaan untuk melakukan investasi kembali (*Reinvestment*). Hal inilah yang merupakan inti dari kebijakan dividen, khususnya dalam menentukan *dividend payout ratio*.

Berdasarkan perkembangan perusahaan sektor manufaktur sebagaimana digambarkan pada Lampiran-1, bahwa secara umum kinerja perusahaan manufaktur bila dilihat dari jumlah perusahaan meningkat. Namun sebaliknya jika dilihat dari jumlah kemampuan perusahaan yang membayar dividen dari satu sisi menurun, sedangkan dari sisi yang lain perusahaan manufaktur yang tidak membayar dividen meningkat signifikan. Selanjutnya kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan merupakan kebijakan dividen yang tepat untuk mencapai hasil yang optimal. Kebijakan dividen adalah untuk menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga

memaksimalkan harga saham perusahaan (Fred. J. Weston dan Eugene F Brigham, 2005:199).

Kebijakan dividen yang ditempuh oleh perusahaan sering menimbulkan konflik antara kepentingan manajer dan pemegang saham. Manajer lebih memprioritaskan agar laba yang diperoleh perusahaan atau kas yang dimiliki perusahaan direinvestasikan untuk meningkatkan keuntungan jauh lebih besar, sering kita sebut laba ditahan. Sedangkan investor cenderung lebih menginginkan agar kas tersebut dibagikan sebagai dividen untuk meningkatkan kesejahteraan mereka. Dari kedua hal tersebut menimbulkan *agency conflict* (Tarjo dan Hartono, 2003). Munculnya konflik akan menyulitkan pemegang saham memonitor pengelola perusahaan dengan demikian maka *asset* perusahaan dapat saja digunakan untuk kepentingan pengelola dari pada memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Moh'd, et.al (1998), Sofianingsih dan Hardiningsih (2011) dalam penelitiannya mengungkapkan bahwa untuk meminimalkan terjadinya konflik keagenan (*agency conflict*) dapat dilakukan dengan peningkatan kepemilikan institusi.

Selain itu, beberapa faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan adalah kebijakan dividen yang diproksi *Dividen Payout Ratio (DPR)*, menurut (Brigham dan Houston, 2006:69) adalah persentase dari laba bersih yang akan dibayarkan sebagai dividen tunai kepada pemegang saham. *Dividen Payout Ratio* merupakan perbandingan antara *Dividen per Share (DPS)* dengan *Earning Pershare (EPS)*. Jika dividen tunai meningkat maka dana perusahaan untuk *reinvestment* akan semakin berkurang, sehingga perusahaan akan mencari sumber dana eksternal untuk mencukupi kebutuhannya. (Brigham dan Houston, 2001:76)

Selanjutnya *Debt Equity Ratio (DER)* merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan modal sendiri dalam memenuhi kewajibannya, penggunaan hutang akan memberikan pengawasan terhadap kinerja manajemen perusahaan bersikap *opportunistic* (Ross, Westerfield, dan Jeff, 2006:13) kebijakan hutang yang diproksi *Debt Equity Ratio (DER)*, Profitabilitas yang diproksi *Return On Equity*

(*ROE*), Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) dan ukuran Dewan Komisaris (*Board Size*).

Untuk mengetahui perkembangan kondisi keuangan perusahaan manufaktur selama tahun 2007 sampai 2014 dapat dilihat pada tabel 1.6.

Tabel 1.6

Data DPR, DER, INSID.OWN, INST.OWN, BOARD SIZE, \FIRM SIZE, & ROE
Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Pada Bursa Efek Indonesia
Periode Tahun 2007 sd. 2014

No	Variabel	Tahun							
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1	DPR (%)	42.76	45.60	35.65	45.07	45.16	45.23	46.25	46.30
2	DER (X)	0.95	1.12	1.14	0.79	0.81	0.87	0.91	0.98
3	Insider Own. (%)	0.21	0.20	0.25	0.25	0.25	0.26	0.26	0.27
4	Institusi Own (%)	0.22	0.21	0.22	0.24	0.26	0.27	0.75	0.82
5	Board Size (%)	0.87	0.60	0.81	0.81	0.83	0.83	0.83	0.83
6	FirmSize (Jutaan Rp)	5,849,634	6,171,170	6,564,553	76,806,758	9,274,663	9,724,633	9,725,363	9,725,660
7	ROE (%)	18.50	22.56	37.81	26.02	30.34	35.43	35.53	36.15

Sumber : ICMD/www.idx. Januari 2015

Berdasarkan tabel 1.6. diatas, bahwa *Deviden Payout Ratio (DPR)* juga mengalami fluktuasi, rata-rata di tahun 2007 dan 2009 mengalami kenaikan dari 42.76 % menjadi 45,60 %, sedangkan di tahun 2008 jika dibandingkan dengan tahun 2009 mengalami penurunan, dari 45,60 % menjadi 35,65 %. Selanjutnya pada tahun 2009 dibandingkan tahun 2010 mengalami kenaikan dari 35,65 % menjadi 45.07 %, dan tahun 2010 dibandingkan tahun 2011 mengalami kenaikan dari 45.07 % menjadi 45,16 %.

Selanjutnya Kebijakan Utang (DER) juga mengalami fluktuasi, jumlah rata-rata menunjukkan bahwa tahun 2007 dan 2009 mengalami kenaikan sebesar 0.95 kali menjadi 1.12 kali sedangkan tahun 2008 jika dibandingkan dengan tahun 2009 mengalami kenaikan sebesar 1,12 kali menjadi 1,14 kali. Selanjutnya pada tahun 2009 jika dibandingkan dengan tahun 2010 mengalami penurunan

sebesar 1,14 kali menjadi 0,79 kali, dan tahun 2010 jika dibandingkan dengan tahun 2011 juga mengalami kenaikan sebesar 0.79 kali menjadi 0.81 kali.

Kepemilikan Manajerial (*Insider ownership*) mengalami fluktuasi, rata-rata menunjukkan bahwa tahun 2007 dan 2009 mengalami penurunan sebesar 0,2085 persen menjadi 0.2013 persen, sedangkan tahun 2008 jika dibandingkan dengan tahun 2009 mengalami kenaikan sebesar 0.2013 persen menjadi 0.2508 persen. Selanjutnya pada tahun 2009 jika dibandingkan dengan tahun 2010 mengalami kenaikan sebesar 0.2508 persen menjadi 0.2519 persen, dan tahun 2010 jika dibandingkan dengan tahun 2011 juga mengalami kenaikan sebesar 0.2519 persen menjadi 25.39 persen. Selanjutnya pada tahun 2011 jika dibandingkan dengan tahun 2012 mengalami kenaikan sebesar 0.2539 persen menjadi 0.2593 persen, dan tahun 2012 jika dibandingkan dengan tahun 2013 juga mengalami kenaikan sebesar 0.2593 persen menjadi 2615 persen, dan tahun 2013 jika dibandingkan dengan tahun 2014 mengalami kenaikan sebesar 0.2615 persen menjadi 0.2665 persen.

Selanjutnya kepemilikan institusional (*Inst.ownership*) juga mengalami fluktuasi, rata-rata menunjukkan bahwa tahun 2007 dan 2008 mengalami penurunan sebesar 0,2185 persen menjadi 0.2103 persen, sedangkan tahun 2008 jika dibandingkan dengan tahun 2009 mengalami kenaikan sebesar 0.2103 persen menjadi 0.2180 persen. Selanjutnya pada tahun 2009 jika dibandingkan dengan tahun 2010 mengalami kenaikan sebesar 0.2180 persen menjadi 0.2405 persen, dan tahun 2010 jika dibandingkan dengan tahun 2011 juga mengalami kenaikan sebesar 0.2405 persen menjadi 25.69 persen, dan tahun 2011 jika dibandingkan dengan tahun 2012 mengalami kenaikan yaitu sebesar 2565 persen menjadi sebesar 0.2703 persen.

Demikian halnya dengan Ukuran Dewan Komisaris (*Board Size*) juga mengalami fluktuasi, rata-rata menunjukkan bahwa tahun 2007 dan 2008 mengalami penurunan sebesar 0.8665 persen menjadi 0.6035 persen, sedangkan tahun 2008 jika dibandingkan dengan tahun 2009 mengalami kenaikan sebesar 0.6035 persen menjadi 0.9101 persen. Selanjutnya pada tahun 2009 jika

dibandingkan dengan tahun 2010 mengalami penurunan sebesar 0,9101 persen menjadi 0,7882 persen, dan tahun 2010 jika dibandingkan dengan tahun 2011 juga mengalami kenaikan sebesar 0,2519 persen menjadi 25,39 persen.

Demikian juga Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) juga mengalami fluktuasi, jumlah rata-rata menunjukkan bahwa di tahun 2007 sampai 2011, tahun 2007 mengalami kenaikan sebesar Rp. 5.849.634 Juta menjadi Rp.6.171.170,- juta tahun 2008, sedangkan tahun 2008 jika dibandingkan dengan tahun 2009 mengalami kenaikan sebesar Rp. 6.171.170,- juta, menjadi Rp. 6.564.553. juta. Selanjutnya pada tahun 2009 jika dibandingkan dengan tahun 2010 mengalami penurunan sebesar Rp. 6.564.553. juta menjadi Rp.7.680.6758 Juta, dan tahun 2010 jika dibandingkan dengan tahun 2011 juga mengalami kenaikan sebesar Rp. 7.680.6758 juta menjadi Rp. 9.274.663 juta.

Selanjutnya rata-rata profitabilitas (ROE) juga mengalami fluktuasi, jumlah rata-rata tahun 2007 dan 2008 mengalami kenaikan sebesar 18,50 persen menjadi 22,56 persen, sedangkan tahun 2008 jika dibandingkan dengan tahun 2009 juga mengalami kenaikan sebesar 22,56 persen menjadi 37,81. Selanjutnya pada tahun 2009 jika dibandingkan dengan tahun 2010 mengalami penurunan sebesar 37,81 persen menjadi 26,02 persen, dan tahun 2010 jika dibandingkan dengan tahun 2011 juga mengalami kenaikan sebesar 26,02 persen menjadi 30,34 persen.

Perkembangan rata-rata kemampuan keuangan perusahaan manufaktur yang tergambar pada tabel 1.6 di atas tercermin dalam laporan, menurut BPS bahwa pertumbuhan ekonomian Indonesia sebesar 6,17% pada kuartal III – 2012. Selama Januari – September 2012 pertumbuhan ekonomi Indonesia mencapai 6,29%, adapun secara sektoral, industri manufaktur tumbuh 6,38%. Angka ini lebih tinggi dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi 6,17%. Bahkan jika kita lihat industri manufaktur non migas, pertumbuhan kuartal III-2012 lebih impresif sebesar 7,27%.

Dalam bulan Januari sampai September 2012, pertumbuhan sektor industri manufaktur telah mencapai 5,86%, sedikit lebih rendah jika dibandingkan dengan pertumbuhan ekonomi sebesar 6,29%. Kendati demikian, khusus industri

non migas, tingkat pertumbuhan selama tahun 2012 mencapai 6,50%. Ini berarti selama Sembilan bulan, secara keseluruhan sudah mulai terjadi kebangkitan sektor industri non migas tersebut (BPS 2012).

Jika dilihat dari sektor industri penyumbang pertumbuhan, ternyata yang mengalami pertumbuhan tertinggi adalah industri pupuk, kimia, dan barang dari karet yang tumbuh 8,91% dalam 9 (Sembilan) bulan terakhir. Sementara industri semen dan barang galian bukan logam tumbuh 89,75%, untuk industri makanan, minuman dan tembakau tumbuh 8,22%, dan industri alat alat angkut, mesin dan peralatannya tumbuh 7,52%. (<http://ecomomy.okezone.com>, 2013).

Perusahaan manufaktur adalah perusahaan yang kegiatannya membeli bahan baku, mengolah bahan baku dan kemudian menjualnya. Perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI terdiri dari beberapa perusahaan yang dikelompokkan berdasarkan jenis produk yang dipasarkan oleh perusahaan itu sendiri. Pengelompokan perusahaan manufaktur tersebut menjadi 3 sub-sektor antara lain : *Basic Industry and Chemicals*, *Misceleneous Industry* dan *Comsumer Goods Industry* dengan jumlah 18 kategori perusahaan. Kategori yang dimaksud adalah kelompok perusahaan *cement, ceramic, glass, and porcelain, metal and allied products, chemical, plastics and packaging, animals feed, wood industries, pulp and paper, automotive and components, textile and garment, footwear, cable, electronics, food and beverages, tobacco manufacturers pharmaceuticals, cosmetics and household*, dan *houseware*. Dalam penelitian ini dipilih perusahaan – perusahaan yang tergabung dalam industri manufaktur tersebut.

Dari penjelasan diatas terdapat fenomena yang menarik, bahwa Indek Harga Saham Gabungan (IHSG) perusahaan sektor manufaktur pada BEI rata-rata meningkat sebesar 19,54% per tahun, peningkatan ini masih dibawah IHSG perusahaan seluruh emiten yang rata-rata meningkat sebesar 25,46% per tahun selama periode tahun 2001 sd. 2014. Demikian juga rata-rata perusahaan manufaktur yang membayar dividen selama tahun 2001 sd. 2012 adalah sebanyak 46,07 perusahaan atau 32,43% atau dibawah rerata seluruh perusahaan emiten yakni sebesar 38,00%. Kenaikan harga saham dan pembayaran dividen sangat

diharapkan oleh para pemegang saham karena keduanya merupakan hasil *return* atas investasi yang dilakukannya, karena jika *return* tinggi saham sektor manufaktur tinggi, akan memotivasi investor untuk berinvestasi di sektor tersebut. Namun melihat data bahwa IHSG dan emiten yang membayar dividen sektor manufaktur lebih rendah dari emiten seluruh perusahaan merupakan kesenjangan, padahal disisi lain perusahaan sektor manufaktur diharapkan sebagai produsen bernilai tinggi memiliki kinerja keuangan yang kuat, karena sektor manufaktur memberikan kontribusi terbesar terhadap Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia, demikian juga menghasilkan nilai yang tinggi untuk perusahaan, kepada pemegang saham dan negara. Fenomena belum optimalnya IHSG dan emiten yang membayar dividen dari perusahaan sektor manufaktur merupakan fokus kajian dalam penelitian ini.

Penelitian mengenai pengaruh kebijakan dividen, kebijakan utang, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan yang telah dilakukan dalam penelitian sebelumnya bahwa satu dengan lainnya menunjukkan hasil yang berbeda diantara peneliti, sebagaimana hasil beberapa penelitian berikut ini.

1.2 Research Gap (Kesenjangan Hasil Penelitian)

Penelitian Andinata (2010) menemukan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini bertentangan dengan pandangan yang dikemukakan oleh Sumarto (2007) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Penelitian mengenai hubungan kebijakan utang dengan nilai perusahaan menunjukkan hasil yang hampir sama. Taswan dan Soliha (2002) menemukan bahwa kebijakan utang berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Temuan ini serupa dengan temuan Rustendi dan Jimmi (2008) bahwa secara parsial utang berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil temuan tersebut menunjukkan bahwa peningkatan utang akan meningkatkan nilai perusahaan.

Selanjutnya kebijakan dividen dalam penelitian Dwi Sukrini (2012), Ika Fanindya Jusriani, dan Shidiq Nur Raharjo (2013), Ari Afzal dan Abdul Rohman (2012), Dwi Ayuningtyas dan Kurnia (2013) dan Umi Mardiyati (2012), Andinata (2010) dan Taswan (2003) bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Temuan ini terdapat perbedaan dengan penelitian yang dilakukan Sofyaningsih, S. dan Hardiningsih, P., (2011) yang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Selanjutnya penelitian Soliha dan Taswan (2002) menguji pengaruh kebijakan hutang, ownership, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan (PBV), *Insider ownership*, firm size dan profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun penelitian Taswan (2003) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Dividen yang lebih rendah ternyata dapat meningkatkan nilai perusahaan begitupun sebaliknya dividen yang lebih tinggi dapat menurunkan nilai perusahaan.

Kebijakan Hutang dalam penelitian Sukrini, D., (2012), Afzal, S., dan Rohman, A. (2012) dan Mardiyati, U., (2012), Taswan dan Soliha (2002) mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan Jusriani, I.K., dan Raharjo, S.N., (2013) dan Sofyaningsih, S. dan Hardiningsih, P., (2011) yang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Paranita (2007) meneliti tentang pengaruh *insider ownership*, kebijakan hutang, profitabilitas, dan ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan dengan sampel seluruh perusahaan manufaktur *go public* dan terdaftar pada Bursa Efek Jakarta periode tahun 2001-2005. *Purposive sampling* dengan sampel penuh digunakan dalam penelitian ini. Jumlah perusahaan *public* yang terdaftar pada BEJ hingga tahun 2005 adalah 339 emiten, berdasarkan kriteria-kriteria *purposive sampling*, dari populasi tersebut didapat 109 emiten yang memenuhi syarat-syarat

sebagai sampel. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *insider ownership*, kebijakan hutang, profitabilitas, dan ukuran perusahaan secara simultan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial dalam penelitian Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan sedangkan penelitian kepemilikan manajerial dalam penelitian Kim dan Sorensen (1986) menunjukkan hasil yang positif dan kepemilikan manajerial dalam penelitian Moh'd et al (1998) menunjukkan hasil yang negative.

Penelitian mengenai hubungan kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan telah banyak dilakukan oleh peneliti. Namun para peneliti menemukan hasil yang berbeda. Taswan dan Soliha (2002) menemukan hubungan yang signifikan dan positif antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Sementara Sulistiono (2010) juga menghasilkan kesimpulan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Selanjutnya kepemilikan Institusional dalam penelitian Taswan dan Soliha (2002) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan Sulistiono (2010) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011) tidak terbukti mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan.

Penelitian ukuran perusahaan dalam penelitian Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011), Sujoko dan Ugi Subiantoro (2007), Michell (2006), Weston dan Copeland (1999), terbukti ukuran perusahaan mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Menurut Hatta (2002) pada tahun 1994 Vogt mengidentifikasi bahwa ukuran atau besarnya perusahaan memainkan peranan dalam menjelaskan ratio pembayaran dividen dalam perusahaan. Perusahaan yang besar cenderung untuk lebih mature dan mempunyai akses yang lebih mudah dalam pasar modal. Hal tersebut akan mengurangi ketergantungan mereka pada pendanaan internal, sehingga perusahaan akan memberikan pembayaran dividen yang tinggi. Penelitian Vogt (1994) yang didukung oleh Chritchly dan Hansen (1989) serta Chang dan Ree (1990) yang menyebutkan bahwa perusahaan besar cenderung

membagikan dividen yang lebih besar dari pada perusahaan kecil, karena perusahaan yang mempunyai asset besar lebih mudah memasuki pasar modal. Sedangkan perusahaan yang memiliki asset sedikit akan cenderung membagikan dividen yang rendah karena laba dialokasikan pada laba ditahan untuk menambah asset perusahaan.

Selanjutnya *Board size* atau ukuran dewan adalah jumlah personel dewan direksi dan komisaris dalam suatu perusahaan. Jumlah personel dewan akan meningkatkan kinerja perusahaan yang semakin baik (Susanti, 2010; 179). Dewan komisaris merupakan puncak system pengendalian dalam perusahaan besar, melaksanakan peran ganda dalam hal pengawasan dan pengesahan (Fama dan Jensen, 1983). Hasil penelitian Hanas (2009) menyatakan bahwa *board* adalah pimpinan pada organisasi yang memiliki tanggungjawab untuk mengendalikan dan mengawasi pemakaian sumber daya agar sesuai dan sejalandengan tujuan organisasi yang telah ditetapkan oleh organisasi. *Board* yang dimaksud dalam konteks perusahaan Indonesia adalah dewan komisaris dan dewan direksi. Dewan direksi dan dewan komisaris adalah pihak yang bertanggung jawab dan memiliki otoritas penuh dalam membuat keputusan tentang melakukan pengarahan, pengendalian, dan pengawasan atas pengelolaan sumber daya agar sesuai dengan tujuan perusahaan.

Board size atau ukuran dewan adalah jumlah personel dewan direksi dan komisaris dalam suatu perusahaan. Jumlah personel dewan akan meningkatkan kinerja perusahaan yang semakin baik. Penelitian Laila (2011) menemukan bahwa variabel-variabel independen kepemilikan manajerial berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *price book value*, kepemilikan institusional berpengaruh positif tidak signifikan terhadap PBV, ukuran dewan komisaris berpengaruh positif signifikan terhadap PBV, ukuran komisaris independen berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap PBV, ukuran dewan direksi berpengaruh positif signifikan terhadap PBV.

Selanjutnya agar perusahaan dapat melangsungkan aktivitas operasinya, haruslah berada dalam keadaan yang menguntungkan/profitable. Tanpa adanya

keuntungan maka perusahaan akan sulit buntut menarik modal dari luar. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akan diminati sahamnya oleh banyak investor sehingga dengan demikian profitabilitas dapat mempengaruhi perusahaan.

Profitabilitas merupakan suatu cara mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Rasio profitabilitas dalam penelitian ini diwakili oleh *return on equity (ROE)*. ROE merupakan rasio yang menunjukkan tingkat pengembalian yang diperoleh pemilik atau pemegang saham atas investasi di perusahaan. ROE membandingkan besarnya laba bersih terhadap ekuitas saham biasa. Semakin tinggi ROE menunjukkan semakin tinggi tingkat pengembalian terhadap investasi yang dilakukan dan semakin rendah ROE suatu perusahaan maka tingkat pengembaliannya akan semakin rendah pula. Seorang calon investor perlu melihat ROE suatu perusahaan sebelum memutuskan melakukan investasi supaya dapat mengetahui seberapa banyak yang akan dihasilkan dari investasi yang dilakukannya (Sitepu, 2010). Semakin tinggi tingkat laba yang diperoleh, maka kemampuan perusahaan untuk membayar deviden juga akan semakin tinggi dan harga saham perusahaan akan semakin meningkat.

Selanjutnya Penelitian mengenai pengaruh kebijakan utang, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi yang telah dilakukan dalam penelitian sebelumnya bahwa satu dengan lainnya menunjukkan hasil yang berbeda diantara peneliti antara lain;

Penelitian yang dilakukan oleh Sabarman dan Agung L, tentang Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap nilai perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai moderasi sektor Property yang terdaftar di BEI periode 2009-2012, dengan hasil kebijakan hutang berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan dan Kebijakan dividen tidak dapat memoderasi pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan.

Lebih lanjut penelitian Alfredo M.Dj. at all, (2012), tentang Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Variabel Moderasi, sektor Manufaktur terdaftar di BEI tahun 2006-2009, dengan hasil kebijakan dividen tidak mampu secara signifikan memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Meythi yang berjudul Dampak Interaksi antara Kebijakan Utang dan Kebijakan Dividen dalam menilai Perusahaan. Sektor Manufaktur yang terdaftar di BEI, periode 2007-2009, Hasil penelitian menunjukkan bahwa Kebijakan Utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai moderasi

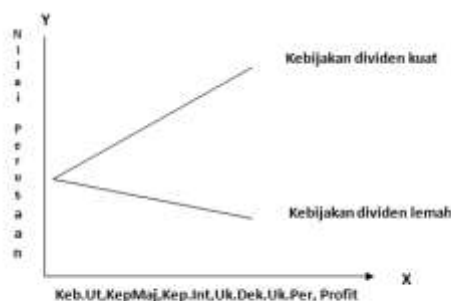
Hasil penelitian Darmawan S., (2012) hasil penelitian menunjukkan sebagai berikut : (1) Variabel kebijakan utang yang diukur dengan Debt to Asset Ratio berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; (2) Variabel profitabilitas yang diukur dengan Return on Equity berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan; (3) Variabel kebijakan dividen yang diukur dengan Dividend Payout Ratio dapat memoderasi hubungan antara kebijakan utang dan nilai perusahaan; (4) Variabel kebijakan dividen yang diukur dengan Dividend Payout Ratio dapat memoderasi hubungan antara profitabilitas dan nilai perusahaan.

Hasil Penelitian Herlina Safitri, (2013), Pengaruh Size, Growth dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderating Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dengan periode penelitian tahun 2010 sampai dengan tahun 2013, yang berjumlah 136 perusahaan. Sampel dipilih menggunakan metode purposive sampling dan menggunakan model analisis regresi berganda untuk memecahkan masalah penelitian dengan tingkat signifikansi alfa (α) = 5%. Hasil uji statistik menunjukkan size berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, growth berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, dan kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan memoderasi terhadap nilai perusahaan

Penelitian Putri Dwi Martini, (2014) Pengaruh kebijakan utang dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai variable Moderasi, Perusahaan Konsumer Good yang terdaftar di BEI tahun 2008-2012. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kebijakan utang dan profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan, kebijakan dividen memoderasi hubungan kebijakan utang dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Tri Wulan Sundari dan Wiwik Utami, (2013), Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai perusahaan dengan Kebijakan Dividen sebagai Moderasi, perusahaan perbankan yang terdaftar di BEI periode 2007 – 2012. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa: 1) modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, 2) Kebijakan dividen tidak memoderasi pengaruh Kualitas asset terhadap nilai perusahaan, 3) Likuiditas berpengaruh negative terhadap nilai perusahaan, 4) Kebijakan dividen memoderasi pengaruh likuiditas terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian tersebut maka dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar.1.1

Variabel X Mempengaruhi Variabel Y dengan Kebijakan Dividen (Moderator)

1.3 Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang dan *research gap* yang telah diuraikan diatas, dapat diidentifikasi bahwa antara hasil peneliti yang satu dengan yang lainnya tidak konsisten, atas dasar hal tersebut, maka peneliti ingin melakukan penelitian kembali, dengan tujuan untuk menguji dan menganalisis pengaruh kebijakan

dividen, kebijakan utang, kepemilikan manajerial, kepemilikan Institusional, ukuran dewan komisaris, ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia. Begitu pula peneliti ingin melakukan penelitian pengaruh kebijakan utang, kepemilikan manajerial, kepemilikan Institusional, ukuran dewan komisaris, ukuran perusahaan dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan variabel kebijakan dividen sebagai moderator (*conditional indirect effect*). Dari kedua penelitian tersebut, selanjutnya dibandingkan, apakah betul bahwa variabel moderator mampu mempengaruhi nilai perusahaan lebih baik dibandingkan yang tidak menggunakan. Variabel *moderating* merupakan tipe variabel yang mempunyai pengaruh terhadap sifat atau arah hubungan dengan kemungkinan positif atau negatif dalam hal ini tergantung pada variabel *moderating*. Oleh karena itu variabel *moderating* dinamakan pula dengan variabel *contingency*. Sesuai pendapat Fred. J. Weston dan Eugene F Brigham, (2005), Kebijakan dividen adalah untuk menciptakan keseimbangan antara dividen saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga memaksimalkan harga saham perusahaan, Kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan (harga saham), ternyata kebijakan dividen secara positif mempengaruhi harga saham. (Jogiyanto, 2010 : 196). Kebijakan dividen didefinisikan sebagai kebijakan yang terkait dengan pembayaran dividen oleh perusahaan, berupa penentuan besarnya pembayaran dan besarnya laba yang ditahan untuk kepentingan perusahaan. Disamping itu riset Wijaya dan Wibawa (2010), dapat membuktikan bahwa kebijakan dividen mempengaruhi nilai perusahaan secara positif.

1.4 RumusanMasalah

Atas dasar latar belakang penelitian, *reseach gap* dan identifikasi masalah di atas, maka masalah faktor faktor berpengaruh dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh Kebijakan Deviden terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di BEI tahun 2001- 2014 ?

2. Bagaimana pengaruh Kebijakan Utang terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar pada BEI tahun 2001-2014 ?
3. Bagaimana pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan pada perusahaan Manufaktur terdaftar di BEI tahun 2001-2014 ?
4. Bagaimana pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan pada perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2001-2014 ?
5. Bagaimana pengaruh Ukuran Dewan Komisaris terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI 2001-2014 ?
6. Bagaimana pengaruh Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar BEI 2001-2014?
7. Bagaimana pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2001-2014 ?
8. Bagaimana pengaruh kebijakan dividen, kebijakan utang, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, ukuran perusahaan dan profitabilitas, secara simultan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di BEI tahun 2001-2014 ?
9. Bagaimana kebijakan deviden memoderasi pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di BEI tahun 2001-2014 ?
10. Bagaimana kebijakan deviden memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di BEI tahun 2001-2014 ?
11. Bagaimana kebijakan deviden memoderasi pengaruh kepemilikan Institusional terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di BEI tahun 2001-2014 ?
12. Bagaimana kebijakan deviden memoderasi pengaruh ukuran dewan komisaris terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di BEI tahun 2001-2014 ?

13. Bagaimana kebijakan deviden memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di BEI tahun 2001-2014 ?
14. Bagaimana kebijakan deviden memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di BEI tahun 2001-2014 ?

1.5 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah menganalisis pengaruh kebijakan dividen, kebijakan hutang, kepemilikan managerial, kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris dan pada perusahaan dengan cara sebagai berikut :

1. Melakukan analisis dan memberikan bukti empiris bahwa variabel kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan manufaktur di BEI.
2. Melakukan analisis dan memberikan bukti empiris bahwa variabel kebijakan utang berpengaruh terhadap nilai perusahaan di BEI.
3. Melakukan analisis dan memberikan bukti empiris bahwa variabel kepemilikan managerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan di BEI.
4. Melakukan analisis dan memberikan bukti empiris bahwa variabel kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan di BEI.
5. Melakukan analisis dan memberikan bukti empiris bahwa variabel ukuran dewan komisaris berpengaruh terhadap nilai perusahaan di BEI.
6. Melakukan analisis dan memberikan bukti empiris bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan di BEI.
7. Melakukan analisis dan memberikan bukti empiris bahwa variabel profitabilitas berpengaruh terhadap nilai perusahaan di BEI.
8. Melakukan analisis dan memberikan bukti empiris bahwa variabel Kebijakan deviden, Kebijakan utang, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, Ukuran Dewan Komisaris, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan di BEI.

9. Melakukan analisis dan memberikan bukti empiris bahwa variabel kebijakan dividen memoderasi pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan di BEI.
10. Melakukan analisis dan memberikan bukti empiris bahwa variabel kebijakan dividen memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan di BEI.
11. Melakukan analisis dan memberikan bukti empiris bahwa variabel kebijakan dividen memoderasi pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan di BEI.
12. Melakukan analisis dan memberikan bukti empiris bahwa variabel kebijakan dividen memoderasi pengaruh ukuran dewan komisaris terhadap nilai perusahaan di BEI.
13. Melakukan analisis dan memberikan bukti empiris bahwa variabel kebijakan dividen memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan di BEI.
14. Melakukan analisis dan memberikan bukti empiris bahwa variabel kebijakan dividen memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan di BEI

1.6 Kegunaan Penelitian

1.6.1 Kegunaan Teoritis

- a. Secara teoritis penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi positif dalam ilmu manajemen keuangan khususnya yang berkaitan dengan kebijakan dividen, kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, ukuran perusahaan dan profitabilitas.
- b. Bagi penulis dan para pembaca dalam menambah wawasan kebijakan dividen, kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, ukuran perusahaan dan profitabilitas.
- c. Bagi para akademisi hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan ilmu pengetahuan khususnya kajian dalam manajemen keuangan.

1.6.2 KegunaanPraktisi

- a. Bagi Investor, hasil penelitian ini dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi di Pasar Modal.
- b. Bagi Perusahaan, hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai masukan bagi para manajemen perusahaan terkait untuk memecahkan masalah yang berhubungan dengan kebijakan dividen, kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, ukuran perusahaan dan profitabilitas.
- c. Bagi Peneliti selanjutnya, penelitian ini dapat dijadikan sebagai salah satu referensi bagi peneliti selanjutnya yang akan meneliti lebih lanjut mengenai kebijakan dividen, kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran dewan komisarisukuran perusahaan dan profitabilitas

1.7 Struktur Organisasi Disertasi

Penelitian ini disusun menjadi 5 (lima) bagian dengan sistematika penulisan sebagai berikut:

- 1) BAB I: PENDAHULUAN, Pada bab ini dijelaskan tentang latar belakangpermasalahan yang dipilih dalam penelitian, identifikasi dan perumusan masalah penelitian, tujuan dan manfaat penelitian, dan sistematika penulisan dalam penelitian disertasi ini.
- 2) BAB II : Kajian Pustaka, Kerangka Pemikiran, dan Hipotesis, pada bab ini menjelaskan tentang landasan teori dan penelitian terdahulu yang melatarbelakangi penelitian ini, kemudian berisi kerangka pemikiran teoritis dan hipotesis yang diperoleh dari variabel – variabel penelitian.
- 3) BAB III : Metode Penelitian, pada bab ini akan diuraikan tentang lokasi, desain, variabel penelitian dan definisi operasional, populasi dan sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, metode analisis, serta tahap pelaksanaan kegiatan.

- 4) BAB IV : Hasil dan Pembahasan, pada bab ini berisi gambaran obyek penelitian, pengolahan atau analisis data temuan hasil hasil penelitian, dan pembahasan mengenai hasil temuan.
- 5) BAB V : Penutup, pada bab ini merupakan bab akhir yang berisi kesimpulan dari hasil penelitian yang dilakukan dan saran-saran yang diberikan berdasarkan dari hasil analisis data dan pembahasan