**BAB I**

**PENDAHULUAN**

**A. Latar Belakang Masalah**

Tujuan utama perusahaan yang telah *go public* adalah meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Nilai perusahaan sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari pendanaan (financing), laba dan kebijakan dividen. Myers dan Brealey (2000) menyatakan bahwa struktur keuangan (financial leverage) merupakan cara perusahaan untuk mendanai aset baru sedangkan struktur modal (capital structure) berupa hutang jangka panjang, saham preferen dan modal saham biasa, tetapi tidak semua masuk kredit jangka pendek. Jadi struktur modal dalam suatu perusahaan adalah hanya sebagian dari struktur keuangannya.

Beberapa faktor yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, diantaranya struktur modal, profitabilitas dan kebijakan dividen. Berdasarkan teori struktur modal, apabila posisi struktur modal berada diatas target struktur modal optimalnya, maka setiap pertambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan. Penentuan target struktur modal optimal adalah salah satu tugas dari manajemen perusahaan sehingga dapat memaksimalkan dalam pemanfaatan fungsi-fungsi pendanaan dari dalam maupun luar untuk dijadikan laba bagi perusahaan demi meningkatkan nilai perusahaan dan mengurangi biaya agensi. Struktur modal adalah proporsi pendanaan dengan hutang (*debt financing*) perusahaan, yaitu rasio *leverage* perusahaan. Dengan demikian, hutang adalah unsur dari struktur modal perusahaan. Struktur modal merupakan kunci perbaikan produktivitas dan kinerja perusahaan.

Jensen dan Meckling (1976) berpendapat bahwa masalah agensi antara pemegang saham dan manajer adalah berasal dari pemisahan kepemilikan dan pengawasan. Manajer mungkin melakukan investasi yang kurang (*under-investment)* apabila mengurus sumber perusahaan atau memindahkan sumber tersebut kepada keuntungan pribadi mereka. Menurut hipotesis investasi berlebihan (*overinvestment*), manajer mempunyai insentif untuk membuat perusahaan mempunyai nilai di bawah nilai optimum dan menerima proyek dengan nilai negatif. Keadaan terlebih investasi ini diperburuk lagi apabila perusahaan mempunyai aliran kas bebas yang lebih dan peluang pertumbuhan yang kecil (Jensen, 1986). Harris dan Raviv (1990) berpendapat bahwa masalah agensi antara pemegang saham dan manajer tidak dapat diselesaikan melalui kontrak berdasarkan aliran kas dan pengeeksternalan investasi saja. Mereka mengusulkan penerbitan hutang untuk mengurangi masalah over-investment. Seterusnya, Jensen (1986) mengusulkan bahwa kebijakan penerbitan hutang digunakan sebagai alat untuk mendisiplinkan manajer karena manajer harus bekerja lebih keras untuk membayar kembali hutang dan bunganya. Kebijakan dividen merupakan sarana untuk mengedalikan agen oleh principal menurut *agency cost* dalam bentuk memonitor agen (Jensen & Meckling, 1976).

Menurut *signaling theory* (Ross, 1977 dan Heinkel, 1982) menyatakan bahwa perusahaan dengan prospek yang menguntungan akan meningkatkan modal baru melalui pembiayaan hutang, sementara perusahaan dengan prospek yang tidak menguntungkan akan melalui pembiayaan ekuitas. Maka dari itu hutang yang merupakan salah satu sarana pembiayaan yang berasal dari dana luar selain dari modal sendiri, lalu perusahaan dapat melakukan penambahan modal dari hutang untuk ekspansi maupun untuk pengembangan perusahaan. Namun, menurut *pecking order theory*, semakin tinggi profitabilitas perusahaan, maka semakin rendah tingkat penggunaan utang dalam struktur modalnya. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi mempunyai dana internal yang besar, sehingga perusahaan akan menggunakan dana internalnya terlebih dahulu sebelum mengambil pembiayaan eksternal melalui hutang. (Myers and Majluf, 1984). Teori ini didukung pada penelitian Arvin Ghosh & Francis cai (2003) yang menyimpulkan jika perusahaan memiliki hutang yang lebih rendah di banding rata-rata industrinya maka perusahaan akan menggunkan dana dari modal internal.

Bertolak belakang dengan *pecking order theory*, dalam *trade off theory* dikatakan bahwa perusahaan yang ingin melakukan penambahan modal dapat dibiayai dengan modal sendiri dan modal luar selama modal dari luar masih dapat memberikan manfaat yang optimal. Jika modal luar sudah terlalu banyak dan tidak lagi dapat memberikan manfaat lagi untuk perusahaan maka sisa pendanaan akan dibiayai dengan modal sendiri sehingga akan menciptakan struktur modal yang optimal. Keuntungan dalam menggunakan *trade off theory* adalah adanya pengurangan pembayaran bunga karena adanya pengurangan pajak (Modigliani dan Miller, 1963) dan juga berkurangnya masalah yang ditimbulkan oleh arus kas bebas (Jensen 1986).

Profitabilitas merupakan kemampuan suatu perusahaan untuk mendapatkan laba dalam suatu periode tertentu. Husnan (2001), profitabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan keuntungan pada tingkat penjualan, aset dan modal saham tertentu. Profitabilitas menggambarkan kemampuan badan usaha untuk menghasilkan laba dengan menggunakan seluruh modal yang dimiliki. Profitabilitas penting bagi perusahaan dalam usaha mempertahankan kelangsungan hidupnya dalam jangka panjang, karena profitabilitas menunjukan apakah badan usaha tersebut mempunyai prospek yang baik di masa yang akan datang. Dengan demikian setiap badan usaha akan selalu berusaha meningkatkan profitabilitasnya, karena semakin tinggi tingkat profitabilitas suatu badan maka kelangsungan hidup badan usaha tersebut akan lebih terjamin. Pada riset sebelumnya, 645 perusahaan di negara Taiwan pada tahun 2000-2009 yang terdaftar di Taiwan Exchange Stock, menunjukan adanya peluang pertumbuhan perusahaan dan kenaikan profit oleh perusahaan yang modalnya didanai oleh hutang (Cheng & Tzeng, 2014). Dengan profitabilitas yang positif maka perusahaan mampu untuk memberikan dividen kepada para pemegang saham. Hal ini merupakan tujuan utama dari perusahaan untuk memakmurkan pemegang saham terutama dengan membagikan dividen. Menurut Spence (1973) dalam *signaling theory* menyatakan bahwa jika perusahaan membagikan dividen kepada pemegang saham merupakan suatu tanda baik jika perusahaan memiliki profit yang baik sehingga akan menaikkan nilai perusahaan (saham) sedangkan menurut Asnawi (2017) menyatakan jika perusahaan tidak membagikan dividen kepada pemegang saham maka pemegang saham tidak menerima uang tunai tetapi juga tidak akan mengurangi kekayaan pemegang saham tetapi secara tidak langsung akan meningkatkan kekayaan pemegang saham berupa kenaikan di nilai perusahaan.

Menurut Modigliani dan Miller (MM, 1958) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi *value of the firm*. Setiap pertambahan hutang akan menurunkan nilai perusahaan apabila posisi struktur modal sudah berada di atas target struktur modal optimalnya. *Value of the firm* dicerminkan dari harga saham pasar. Dalam teori MM ada dua pendapat yaitu teori MM dengan pajak dan tanpa pajak. Dalam teori MM tanpa pajak disimpulkan tidak adanya pengaruh struktur modal terhadap *value of the firm* dan *WACC*. Sedangkan teori MM dengan pajak menyimpulkan bahwa *financial leverage* berpengaruh, dengan kata lain *value of the firm* akan maksimum dan keseluruhan biaya modalnya semakin minimal jika menggunakan hutang mendekati 100%. Menurut Wongso (2013) dan Senata (2016) menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan menurut Sutiani (2013) menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dari beberapa penelitian tersebut terdapat *gap research* mengenai kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Menurut Sri hermuningsih (2013) dan Ayu Sri Mahatma Dewi dan Ary Wirajaya (2013) menyatakan bahwa struktur modal dan profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan menurut Wongso (2013) dan Sutiani (2013) menyatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan sedangkan menurut Apriada dan Suardhika (2016) menyatakan tidak adanya pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Fenomena yang menarik untuk diteliti adalah struktur modal. Struktur modal merupakan salah satu aspek penting dalam perusahaan yang dapat dimaksimalkan, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan pengolahan pada 5 sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dapat dijelaskan fenomena yang berkembang di Indonesia khususnya yang terkait dengan struktur modal yang diukur dengan DER.

**Tabel 1.1**

**Nilai perusahaan yang diukur dengan *Price to Book Value* (PBV)**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Nama Perusahaan | Kode | PBV | | |
| 2015 | 2016 | 2017 |
| Mayora Indah Tbk | MYOR | 5,25 | 6,38 | 6,71 |
| Gudang Garam Tbk | GGRM | 2,78 | 3,27 | 4,04 |
| Selamat Sempurna Tbk | SMSM | 4,76 | 3,62 | 4,1 |
| Unilever Tbk | UNVR | 58,48 | 46,67 | 82,44 |
| Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk | SIDO | 3,18 | 3,05 | 2,99 |

*Sumber : Data yang diolah*

Tabel 1.1 menggambarkan nilai perusahaan yang diukur dengan Price to Book Value (PBV). Kelima perusahaan yang dijadikan sampel diatas menunjukkan nilai perusahaan ada yang mengalami kenaikan berturut-turut seperti Gudang Garam Tbk dan Mayora Indah Tbk, namun ada pula yang mengalami penurunan berturut-turut seperti Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk, sedangkan perusahaan yang mengalami fluktuasi, yaitu Selamat Sempurna Tbk dan Unilever Tbk.

**Tabel 1.2**

**Struktur modal yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER)**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Nama Perusahaan | Kode | DER | | |
| 2015 | 2016 | 2017 |
| Mayora Indah Tbk | MYOR | 1,18 | 1,06 | 1,03 |
| Gudang Garam Tbk | GGRM | 0,67 | 0,59 | 0,58 |
| Selamat Sempurna Tbk | SMSM | 0,54 | 0,43 | 0,34 |
| Unilever Tbk | UNVR | 2,26 | 2,56 | 2,65 |
| Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk | SIDO | 0,08 | 0,08 | 0,09 |

*Sumber : data yang diolah*

Tabel 1.2 menggambarkan struktur modal yang diukur dengan Debt to Equity Ratio (DER). DER yang menurun, akan memberikan sinyal positif bagi investor bahwa perusahaan mengurangi penggunaan hutang sehingga memperkecil risiko gagal bayar hutang hal tersebut meningkatkan nilai perusahaan. Namun bila diteliti, Selamat Sampurna Tbk memiliki DER yang menurun setiap tahunnya dari 2015 – 2017 namun nilai perusahaan yang diukur dengan PBV mengalami penuruna baru peningkatan. Sedangkan berbeda dengan Gudang Garam Tbk dan Mayora Indah Tbk memiliki DER yang terus menurun setiap tahunnya namun nilai perusahaan terus mengalami kenaikan. Ada pula Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk yang memiliki DER cenderung stabil di tahun 2015-2017 namun nilai perusahaan tiap tahunnya mengalami penurunan berturut. Fenomena lainnya dapat dilihat dari Unilever Tbk dimana DER mengalami kenaikan di setiap tahunnya dari 2015-2017, namun nilai PBV pada tahun 2016 mengalami penurunan setelah itu di 2017 mengalami peningkatan.

Fenomena diatas menggambarkan bahwa peningkatan dan penurunan DER suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan seperti hasil penelitian akademik yang dilakukan oleh Ayu (2013), Sri Hermuningsih (2013), Kadek dan Made (2016), Kadek dan Gede (2016). Akan tetapi ada penelitian yang bersifat akademik telah membuktikan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan dan berpengaruh negative antara struktur modal terhadap nilai perusahaan (Mirry *et al*, 2016). Dengan demikian pengaruh dari struktur modal terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil yang simpang siur.

**Tabel 1.3**

**Profitabilitas yang diukur dengan *Return to Equity ratio* (ROE)**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Nama Perusahaan | Kode | ROE | | |
| 2015 | 2016 | 2017 |
| Mayora Indah Tbk | MYOR | 0,240 | 0,221 | 0,221 |
| Gudang Garam Tbk | GGRM | 0,169 | 0,168 | 0,183 |
| Selamat Sempurna Tbk | SMSM | 0,004 | 0,317 | 0,303 |
| Unilever Tbk | UNVR | 1,212 | 1,358 | 1,354 |
| Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk | SIDO | 0,168 | 1,742 | 1,843 |

*Sumber : data yang diolah*

Tabel 1.3 menggambarkan profitabilitas yang diukur dengan *Return on Equity ratio* (ROE). ROE yang menurun, akan memberikan sinyal negatif bagi investor bahwa perusahaan mengalami penurunan laba hal tersebut dapat menurunkan nilai perusahaan. Namun bila diteliti, Mayora Indah Tbk. memiliki ROE yang menurun setiap tahunnya dari 2015 – 2017 namun nilai perusahaan yang diukur dengan PBV mengalami peningkatan. Sedangkan berbeda dengan Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk. yang memiliki ROE yang terus meningkat setiap tahunnya namun nilai perusahaan terus mengalami penurunan. Ada pula sisanya Gudang Garam Tbk., Selamat Sampurna Tbk., dan Unilever Tbk yang memiliki ROE mengalami kenaikan lalu penurunan di tahun 2015-2017 namun nilai perusahaan tiap tahunnya untuk GGRM terus mengalami kenaikan, lalu untuk SMSM mengalami penurunan yang signifikan dan sedikit kenaikan, dan terakhir UNVR mengalami penurunan sedikit lalu mengalami kenaikan yang sangat signifikan.

Fenomena diatas menggambarkan bahwa peningkatan dan penurunan ROE suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan seperti hasil penelitian akademik yang dilakukan oleh Ayu (2013), Sri Hermuningsih (2013), Himatul Ulya (2014), dan Mirry. *et al* (2016). Akan tetapi ada penelitian yang bersifat akademik telah membuktikan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan dan tidak berpengaruh antara profitabilitas terhadap nilai perusahaan (Kadek dan Gede, 2016). Dengan demikian pengaruh dari profitabilitas terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil yang simpang siur.

**Tabel 1.4**

**Kebijakan Dividen yang diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR)**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Nama Perusahaan | Kode | DPR | | |
| 2015 | 2016 | 2017 |
| Mayora Indah Tbk | MYOR | 0,219 | 0,346 | 0,378 |
| Gudang Garam Tbk | GGRM | 0,047 | 0,040 | 0,031 |
| Selamat Sempurna Tbk | SMSM | 0,622 | 0,206 | 0,887 |
| Unilever Tbk | UNVR | 0,998 | 0,996 | 0,996 |
| Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk | SIDO | 0,857 | 0,811 | 0,814 |

*Sumber : data yang diolah*

Tabel 1.4 menggambarkan kebijakan dividen yang diukur dengan *Dividend Payout Ratio* (DPR). DPR yang menurun, akan memberikan sinyal negatif bagi investor bahwa perusahaan mengalami penurunan laba atau perusahaan memiliki strategi untuk mengembangkan perusahaan hal tersebut dapat menurunkan/menaikkan nilai perusahaan. Namun bila diteliti, Mayora Indah Tbk. memiliki DPR yang meningkat setiap tahunnya dari 2015 – 2017 disertai dengan pengingkatan nilai perusahaan yang diukur dengan PBV setiap tahunnya. Sedangkan berbeda dengan Gudang Garam Tbk. yang memiliki DPR yang terus menurun setiap tahunnya namun nilai perusahaan terus mengalami peningkatan. Ada pula sisanya Selamat Sempurna Tbk., Industri Jamu dan Farmasi Sido Muncul Tbk., dan Unilever Tbk yang memiliki DPR mengalami penurunan lalu peningkatan di tahun 2015-2017 namun nilai perusahaan tiap tahunnya untuk SMSM mengikuti kebijakan dividen turun lalu meningkat di tahun berikutnya, lalu untuk SIDO mengalami penurunan pada nilai perusahaan, dan terakhir UNVR mengalami penurunan sedikit lalu mengalami kenaikan yang sangat signifikan walaupun nilai DPR hanya mengalami penurunan yang tidak signifikan.

Fenomena diatas menggambarkan bahwa peningkatan dan penurunan DPR suatu perusahaan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan seperti hasil penelitian akademik yang dilakukan oleh Maggee Senata (2016), Adi Putra dan Putu Vivi (2016), dan Kadek dan Gede (2016). Akan tetapi ada penelitian yang bersifat akademik telah membuktikan bahwa tidak ada hubungan yang signifikan dan tidak berpengaruh antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan (Himatul Ulya, 2014 dan Putu dan Ketut, 2014). Dengan demikian pengaruh dari kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan menunjukkan hasil yang simpang siur.

Alasan peneliti menggunakan perusahaan manufaktur periode 2015-2017 karena perusahaan manufaktur mencerminkan pertumbuhan dan perkembangan ekonomi dan bisnis nasional sehingga dapat dijadikan acuan dalam menilai nilai saham.

Berdasarkan uraian diatas, maka peneliti pun memutuskan untuk mengambil judul: ”Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada Tahun 2015-2017”

**B. Identifikasi Masalah**

Setelah melihat latar belakang yang ada dan agar dalam penelitian ini tidak terjadi kerancuan, maka penulis dapat membatasi dan merumuskan permasalahan yang akan diangkat dalam penelitian ini. Pemilihan struktur pendanaan yang baik dapat menimumkan biaya modal bagi perusahaan dan memaksimumkan nilai bagi para pemegang saham. Manajemen struktur modal melalui kombinasi optimal sumber dana merupakan kebijakan yang sangat penting bagi perusahaan.

Sehubungan dengan hal itu maka masalah yang akan diteliti dalam hal ini adalah

1. Bagaimana pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan?
2. Bagaimana pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan?
3. Bagaimana pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan?
4. Apakah ada faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan?

**C. Batasan Masalah**

Pada penelitian ini, adapun permasalahan akan dibatasi pada:

1. Bagaimana pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan?
2. Bagaimana pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan?
3. Bagaiman pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan?

**D. Batasan Penelitian**

Agar penelitian lebih terarah untuk mencapai sasaran yang diinginkan, maka penelitin ini membatasi ruang lingkup penelitian ini sebagai berikut:

1. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan manufaktur yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).
2. Periode data yang akan digunakan adalah 2015-2017.
3. Data perusahaan yang digunakan adalah data laporan keuangan yang telah diaudit dan dipublikasi sejak perusahaan tersebut terdaftar di BEI.
4. Analisis yang digunakan berdasarkan komponen yang terdapat dalam struktur modal, profitabilitas, kebijakan dividen, dan *value of the firm*.

**E. Rumusan Masalah**

Berdasarkan uraian latar belakang masalah diatas, permasalahan yang diteliti maka peneliti tertarik melakukan penelitian dengan judul:”Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada Tahun 2015-2017”

**F. Tujuan Penelitian**

Berdasarkan rumusan masalah di atas, maka tujuan yang dilakukan oleh peneliti adalah untuk :

1. Mengetahui pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan.
2. Mengetahui pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.
3. Mengetahui pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
4. **Manfaat Penelitian**

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi perusahaan, investor, akademisi dan pihak lain yang membutuhkan.

1. Bagi Perusahaan

Sebagai bahan pertimbangan bagi para manager keuangan dalam menentukan pemilihan sumber investasi yang dijadikan sebagai bahan pertimbangan keputusan struktur modal.

1. Bagi Investor

Memberikan sumbangan pemikiran pada analisis, investor dan para pemegang saham serta manajemen investasi dalam menentukan keputusan serta strategi keuangan.

1. Bagi Akademisi

Untuk bahan riset bagi para peneliti lain dalam mencari dasar apakah struktur modal dan profitabilitas berpengaruh pada nilai perusahaan di sektor manufaktur di Indonesia. Bagi kalangan akademik dan peneliti selanjutnya, dapat memberikan informasi dan referensi yang dapat digunakan untuk pengembangan penelitian yang berhubungan dengan nilai perusahaan pada dunia industri.