

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Masalah

Kebutuhan modal perusahaan dan aktivitas investasi para investor adalah aspek kunci dalam pasar modal. Investor sering menginvestasikan dananya di pasar saham ke dalam pembelian saham. Dalam melakukan investasi melalui pembelian saham, investor memiliki tujuan akan mendapatkan tingkat pengembalian (*return*) yang lebih tinggi dari investasi yang dilakukan. Namun tujuan ini kadang tidak mudah untuk diwujudkan, dimana hal ini karena adanya perubahan harga saham. Defrizal dkk. (2015), dalam penelitiannya menyatakan bahwa harga saham dapat berubah dengan cepat bahkan mengalami perubahan cukup dramatis, dimana hal ini dapat dikarenakan adanya krisis ekonomi dan keuangan. Fenomena ini mengacu pada pergeseran rezim (pergantian presiden). Selain itu kondisi pasar saham sangat terkait erat dengan kondisi ekonomi suatu negara. Perubahan kondisi ekonomi akan mempengaruhi pasar saham yang membuat ketidakpastian bagi investor untuk menginvestasikan dananya.

*Return* saham dipengaruhi oleh beberapa variabel, faktor pertama adalah profitabilitas, yang kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan atau laba. Rasio ini mencerminkan kinerja keuangan perusahaan, dimana semakin besar profitabilitas perusahaan maka semakin baik kinerja keuangan. Rasio profitabilitas dapat diproksikan dengan *return on asset*, yang akan

menggambarkan kemampuan perusahaan memperoleh laba dari pengelolaan asset yang dimiliki. Budiarto (2016), menyatakan bahwa *return on asset* yang baik atau meningkat mempunyai potensi terhadap daya tarik perusahaan oleh investor. Kondisi ini membuat harga saham perusahaan tersebut menjadi meningkat sehingga peningkatan *return on asset* akan berdampak pada *return* saham perusahaan. Tinggi rendahnya ROA perusahaan selain tergantung pada keputusan perusahaan, bentuk investasi atau aktiva (keputusan investasi) juga tergantung pada tingkat efisiensi, penggunaan aktiva perusahaan. Apabila tingkat profitabilitas yang dicapai oleh perusahaan tinggi, berarti *return* yang akan diterima juga akan tinggi dan meningkatkan nilai perusahaan. Dari gambaran tersebut menunjukkan adanya hubungan positif antara profitabilitas dan *return* saham, dimana semakin besar laba yang diperoleh perusahaan akan meningkatkan *return* sahamnya. Pendapat tersebut didukung dengan hasil penelitian Winarno (2013), Harnovinsyah (2015) dan Rajagukguk (2018), menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Faktor kedua yang mampu mempengaruhi *return* saham adalah *corporate governance* adalah suatu pilar sistem ekonomi pasar, sebab berhubungan dengan kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan. Ujiyantho (2007), menyatakan bahwa *corporate governance* merupakan salah satu elemen kunci dalam meningkatkan efisiensi ekonomis, yang meliputi serangkaian hubungan antara manajemen perusahaan, dewan komisaris, para pemegang saham dan stakeholders lainnya. Penerapan GCG pada perusahaan akan memberikan perlindungan kepada pemegang saham. Investor akan merasa aman atas investasinya, karena cenderung

memperoleh *return* sesuai dengan harapannya. Shleifer dan Vishny (1997), yang dikutip Budiharjo (2016), yang menyatakan *Corporate Governance* dapat meyakinkan para investor di perusahaan bahwa mereka akan menerima *return* atas investasinya. Penerapan *corporate governance* ini diharapkan akan meningkatkan tingkat pengembalian investasi melalui *return* saham. Hal ini mendukung pendapat Nuswandari (2009), yang menyatakan sistem *corporate governance* yang baik akan memberikan perlindungan efektif kepada pemegang saham dan kreditor sehingga mereka yakin akan memperoleh kembali investasinya dengan wajar dan bernilai tinggi. Salah satu bentuk mekanisme penerapan *corporate governance* adalah struktur kepemilikan manajerial, yaitu besarnya proporsi kepemilikan saham oleh manajemen, yakni direksi dan komisaris.

Novitasari (2017), dalam jurnalnya menyatakan bahwa kepemilikan manajerial akan membantu penyatuan kepentingan antar manajer dengan pemegang saham. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham, sehingga manajer ikut merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan ikut pula menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Hal ini sejalan dengan teori agensi menurut Jensen dan Meckling (1976), bahwa perilaku manipulasi oleh manajer yang berawal dari konflik kepentingan tersebut dapat diminimumkan melalui suatu mekanisme monitoring yang bertujuan untuk menyelaraskan (*alignment*) berbagai kepentingan tersebut. Pertama, dengan memperbesar kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (*managerial*

*ownership*), hal ini bertujuan agar kepentingan pemilik atau pemegang saham dapat disejajarkan dengan kepentingan manajer.

Berkaitan dengan *return* saham, besarnya kepemilikan saham manajemen ini mendorong untuk peningkatan laba sehingga *return* sahamnya pun juga akan meningkat. Dengan kata lain dapat dikatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan pada perusahaan maka manajemen cenderung berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham. Dari pendapat tersebut menunjukkan adanya hubungan positif antara kepemilikan saham manajerial dan *return* saham. Penelitian Murwaningsari (2012), menyatakan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh positif terhadap *return* saham. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam suatu perusahaan maka manajemen akan berupaya lebih giat untuk memenuhi kepentingan pemegang saham yang juga adalah dirinya sendiri. Perilaku oportunistik manajemen yang meningkatkan jumlah akrual diskresioner menyebabkan laba yang dilaporkan meningkat. Pada pasar yang efisien peningkatan jumlah laba akan direaksi positif oleh pasar sehingga harga pasar saham perusahaan-perusahaan target akan naik, yang pada akhirnya meningkatkan jumlah *return* yang diperoleh oleh para pemegang saham perusahaan. Namun pada penelitian Afriyani (2018), Novitasari (2017) dan Salipadang, dkk. (2017), menyatakan bahwa besarnya kepemilikan manajemen tidak mempengaruhi *return* saham.

Struktur kepemilikan institusi juga mampu mempengaruhi *return* saham, dimana pihak institusional dapat melakukan pengawasan yang ketat terhadap kebijakan manajemen sehingga kinerja perusahaan juga akan terkontrol. (Jannah, 2017) Apabila kinerja perusahaan baik maka akan berdampak positif pada

perusahaan. Perusahaan yang menghasilkan laba tinggi dan stabil akan mendapatkan respon positif dari investor, dan investor bersedia membayar sahamnya dengan harga yang lebih tinggi. Murwaningsari (2012), dalam studinya berpendapat bahwa investor institusional mayoritas akan berpihak pada kepentingan pemegang saham minoritas karena memiliki kepentingan yang sama terutama dalam hal insentif ekonomis baik jangka panjang dalam bentuk dividen, maupun jangka pendek dalam bentuk abnormal return saham. Tindakan ini berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan yang ditunjukkan melalui kenaikan harga saham di pasar modal.

Faktor yang ketiga adalah arus kas operasi, yakni arus kas dari aktivitas operasi yang merupakan aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan (*principal revenue activities*) dan aktivitas lain yang bukan merupakan aktivitas investasi dan pendanaan. (Tumbel, 2017) Secara teori dikatakan bahwa semakin tinggi arus kas operasional perusahaan maka semakin tinggi kepercayaan investor pada perusahaan tersebut, sehingga semakin besar pula nilai *expected return* saham dan sebaliknya, semakin rendah arus kas operasional perusahaan maka semakin kecil kepercayaan investor pada perusahaan tersebut sehingga semakin kecil pula nilai *expected return saham*. (Basuki, 2014) Dari beberapa pendapat mengenai pengaruh arus kas operasi terhadap *return* saham diperkuat dengan hasil penelitian Basuki (2014), yang membuktikan arus kas operasi berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Penelitian ini juga menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel intervening pada pengaruh profitabilitas, *corporate governance* dan arus kas

operasi terhadap *return* saham. Penggunaan dividen ini karena rasio ini mampu menentukan apakah laba atau keuntungan yang diperoleh akan dibagikan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau tidak yakni menjadi laba ditahan untuk investasi di masa datang. Ali et al (2015), menyatakan bahwa kebijakan dividen merupakan prinsip panduan perusahaan dan opsi perusahaan baik untuk membayar dividen kepada pemiliknya atau untuk mempertahankan bagian dari keuntungan perusahaan. Dalam penelitiannya Ali et al (2015), juga menemukan bahwa besarnya kebijakan dividen mempengaruhi secara signifikan terhadap peningkatan harga saham. Muchlis (2019), dalam penelitian juga menyatakan bahwa pembagian dividen merupakan informasi bagi para pemegang saham (investor) tentang kinerja keuangan (*performance financial*) perusahaan, yang dapat digunakan untuk mendorong harga saham. Pentingnya informasi tersebut dapat menjadi bahan pertimbangan bagi para investor dalam menginvestasikan dananya.

Kebijakan dividen yang dilakukan perusahaan identik dengan laba yang diperoleh. Besarnya laba atau keuntungan akan berdampak pada besar kecilnya dividen yang akan diberikan. Semakin besar kemampuan perusahaan untuk menghasilkan rentabilitas, maka akan semakin besar pula dividen yang akan diberikan suatu perusahaan. Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan sebuah laba dalam upaya meningkatkan nilai pemegang saham. Besarnya persentase profitabilitas menandakan bahwa semakin besar keuntungan yang didapatkan perusahaan. Meningkatnya keuntungan perusahaan maka meningkatkan pula pembagian dividen kepada pemegang saham. Hal ini

diperkuat dengan hasil penelitian Hartanto (2018), yang menyatakan profitabilitas memiliki pengaruh positif terhadap kebijakan dividen. Setiawan (2013), dalam penelitiannya juga menegaskan bahwa profitabilitas berhubungan positif dengan kebijakan dividen dimana semakin tinggi profitabilitas, semakin tinggi dividen yang dibagikan kepada investor.

Keputusan untuk membagikan dividen juga dipengaruhi oleh tata kelola perusahaan yang diterapkan. Ahmad (2015), menyatakan bahwa praktik tata kelola perusahaan yang baik membawa efek positif terhadap pembayaran dividen yang menunjukkan bahwa pemegang saham mendapatkan keuntungan ketika perusahaan menerapkan tata kelola perusahaan yang baik. Salah satu mekanisme tata kelola adalah adanya struktur kepemilikan saham. Ullah (2012), menyatakan bahwa salah satu faktor yang menjadi pertimbangan kebijakan dividen adalah struktur kepemilikan saham. Struktur kepemilikan dipandang sebagai faktor penting dalam pengambilan keputusan strategis, yaitu kebijakan dividen. Kebijakan Dividen tidak hanya akan membantu dalam mengurangi biaya agensi tetapi juga akan bertindak sebagai sinyal untuk memberikan informasi kepada para pemegang saham tentang penilaian perusahaan.

Hwang et al, (2013), dalam studinya menjelaskan bahwa praktik tata kelola perusahaan memiliki dampak secara positif dalam pengambilan keputusan dalam membagikan dividen. Dengan penerapan tata kelola (*corporate governance*), hak-hak para pemangku kepentingan menjadi lebih kuat dan mereka mendapatkan hak-hak mereka dengan mudah. Struktur kepemilikan saham dalam studi ini adalah kepemilikan manajerial yang merupakan kepemilikan atas saham

yang dimiliki oleh manajemen (komisaris dan direksi). Terdapat dua pandangan terhadap hubungan antara kepemilikan manajerial dan kebijakan dividen. Struktur kepemilikan saham insider dipandang akan mampu meningkatkan kebijakan membagikan dividen. Hal ini sejalan dengan pendapat Awalina (2016), yang menyatakan bahwa pemegang saham menginginkan peningkatan nilai perusahaan melalui peningkatan kesejahteraan mereka melalui pembagian dividen, sementara pihak manajemen memiliki tujuan lain yang seringkali bertentangan dengan pemegang saham. Dengan semakin besarnya *managerial ownership* maka akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham sehingga *dividend payout ratio*-nya pun akan semakin besar. Penelitian Awalina (2016), juga mampu membuktikan bahwa *managerial ownership* berpengaruh secara signifikan dengan arah positif terhadap *dividend payout ratio*. Sementara itu penelitian Ahmad (2015), menyatakan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap kebijakan dividen.

Sari (2016) dan Tarmizi (2016), dalam penelitiannya memiliki pendapat lain dimana kepemilikan *insider* cenderung memiliki dampak negatif terhadap keputusan dalam membayar dividen. Hasil penelitian keduanya menemukan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif terhadap kebijakan dividen. Artinya semakin tinggi kepemilikan manajerial maka kebijakan dividen akan menurun. Perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial yang tinggi, maka manajer akan cenderung membayar dividen yang rendah kepada para pemegang saham dan manajer lebih baik mengalokasikan laba yang diperoleh untuk dijadikan sebagai laba ditahan daripada membagikannya sebagai dividen

dengan alasan sumber dana internal lebih efisien dibandingkan dengan sumber dana eksternal.

Kebijakan perusahaan untuk membagikan dividen juga dapat ditentukan oleh arus kas operasi. Penelitian Muchlis (2019), menyatakan arus kas operasi berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Semakin besar arus kas operasi suatu perusahaan maka kebijakan dividen akan semakin tinggi. Penelitian Dhira (2014), juga menunjukkan adanya pengaruh positif secara signifikan terhadap kebijakan dividen, apabila kasnya tinggi biasanya perusahaan akan membayar dividen dalam jumlah yang besar.

Penggunaan kebijakan dividen sebagai variabel internal pada pengaruh profitabilitas, *corporate governance* dan arus kas operasi terhadap *return* saham tidak banyak dilakukan oleh peneliti terdahulu. Penelitian Lopian (2014) dan Pramana (2016), menguji apakah kebijakan dividen mampu memediasi pengaruh profitabilitas terhadap *return* saham. Hasil penelitian Pramana (2016), berhasil membuktikan bahwa kebijakan dividen mampu memediasi pengaruh profitabilitas terhadap *return* saham. Namun pada penelitian Lopian (2014), diketahui kebijakan dividen tidak mampu memediasi pengaruh profitabilitas terhadap harga saham. Sementara itu penelitian Muchlis (2019), menguji arus kas operasi terhadap harga saham dengan menggunakan kebijakan dividen sebagai variabel intervening. Namun hasil penelitian menunjukkan kebijakan dividen tidak dapat memediasi pengaruh arus kas operasi terhadap harga saham.

Hasil pada penelitian-penelitian sebelumnya menunjukkan adanya perbedaan hasil. Adapun gambaran perbedaan hasil (*research gap*) pada penelitian sebelumnya dapat diuraikan pada tabel berikut ini :

Tabel 1.1.  
Research Gap

| Peneliti                      | Variabel Bebas  |                        |                           |                  |
|-------------------------------|-----------------|------------------------|---------------------------|------------------|
|                               | Profitabilitas  | Kepemilikan Manajerial | Kepemilikan Institusional | Arus Kas Operasi |
| Dede Winarno (2013)           | Berpengaruh (+) |                        |                           |                  |
| Harnovinsah (2015)            | Berpengaruh (+) |                        |                           |                  |
| Rajagukguk (2018)             | Berpengaruh (+) |                        |                           |                  |
| Afriyani (2018)               |                 | Tidak Berpengaruh      |                           |                  |
| Ni Luh Gde Novitasari (2017)  |                 | Tidak Berpengaruh      | Berpengaruh (+)           |                  |
| Salipadang, dkk. (2017)       |                 | Tidak Berpengaruh      |                           |                  |
| Murwaningsari (2012)          |                 | Berpengaruh (+)        | Berpengaruh (+)           |                  |
| Basuki (2014)                 |                 |                        |                           | Berpengaruh (+)  |
| Nindi Septia One Dhira (2014) |                 |                        |                           | Berpengaruh (+)  |

Sumber : Jurnal penelitian terdahulu

Penelitian-penelitian yang tersaji pada tabel menunjukkan adanya fenomena hasil yang berbeda. Perbedaan ini dapat dikarenakan adanya perbedaan sampel dan tahun pengamatan. Penelitian ini 4 (empat) variabel bebas yakni

profitabilitas, *corporate governance* (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional) dan arus kas operasi dalam mempengaruhi *return* saham serta menggunakan 4 (empat) tahun pengamatan yakni periode tahun 2014-2017. Penggunaan tahun pengamatan ini dikarenakan penulis ingin mengetahui adanya fenomena terbaru berkaitan dengan perkembangan terbaru berkaitan kinerja saham.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan serta adanya perbedaan hasil pada penelitian sebelumnya, penulis bermaksud untuk mengadakan penelitian dengan judul “Analisis Pengaruh Profitabilitas, *Corporate Governancedan* Arus Kas Operasi Terhadap *Return* Saham (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI Tahun 2014-2017)”.

## **1.2. Rumusan Masalah**

Berdasarkan uraian data di atas, maka pertanyaan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI ?
2. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI ?
3. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI ?
4. Apakah arus kas operasi berpengaruh terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI ?

5. Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI ?
6. Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI ?
7. Apakah kepemilikan institusional berpengaruh terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI ?
8. Apakah arus kas operasi berpengaruh terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI ?
9. Apakah kebijakan dividen berpengaruh terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI ?

### **1.3. Tujuan Penelitian**

Adapun tujuan penelitian ini adalah untuk :

1. Untuk menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
2. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
3. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
4. Untuk menganalisis pengaruh arus kas operasi terhadap kebijakan dividen pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
5. Untuk menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

6. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
7. Untuk menganalisis pengaruh kepemilikan institusional terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
8. Untuk menganalisis pengaruh arus kas operasi terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
9. Untuk menganalisis pengaruh kebijakan dividen terhadap *return* saham pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

#### 1.4. Manfaat Penelitian

Dari tujuan-tujuan di atas, maka manfaat yang dapat diperoleh dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

##### 1. Manfaat Teoritis

Penelitian ini memberikan informasi dan memberikan kontribusi bagi perkembangan ilmu pengetahuan terutama penelitian yang berkaitan dengan pengaruh profitabilitas, *corporate governance*(kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional) dan arus kas operasi terhadap kebijakan dividen dan *return* saham.

##### 2. Manfaat Praktis

###### a. Bagi Penulis

Dapat menambah pengetahuan dan wawasan terutama mengenai pengaruh profitabilitas, *corporate governance*(kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional) dan arus kas operasi terhadap kebijakan dividen dan *return* saham.

b. Bagi Pihak Lain

Penelitian ini dapat digunakan sebagai referensi untuk penelitian selanjutnya mengenai pengaruh profitabilitas, *corporate governance* (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional) dan arus kas operasi terhadap kebijakan dividen dan *return* saham.

