

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Peneliti tertarik melakukan pengamatan terhadap perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dikarenakan kepemilikan saham terbesar ditangan pemerintah Indonesia diatas 50 persen. BUMN ini didirikan sesuai dengan Undang-Undang No. 19 Tahun 2003 tentang Badan Usaha Milik Negara (BUMN). BUMN sebagai badan hukum korporasi dengan kepemilikan modalnya atau sahamnya secara keseluruhan atau sebagian yang dimiliki oleh negara berupa pernyataan secara langsung yang berasal dari kekayaan negara yang dipisahkan dan merupakan salah satu pelaku ekonomi dalam sistem perekonomian nasional, disamping usaha swasta dan koperasi. Dalam menjalankan kegiatan usahanya, BUMN, swasta dan koperasi melaksanakan peran saling mendukung berdasarkan demokrasi ekonomi.

Sistem perekonomian nasional, BUMN ikut berperan dalam menghasilkan barang dan/atau jasa yang diperlukan dalam rangka mewujudkan sebesar-besarnya kemakmuran masyarakat. Peran BUMN dirasakan semakin penting sebagai pelopor dan/atau perintis dalam sektor-sektor usaha yang belum diminati swasta. BUMN mempunyai peran strategis sebagai pelaksana pelayanan publik, penyeimbang kekuatan-kekuatan swasta besar dan turut membantu pengembangan usaha kecil/koperasi dan BUMN merupakan salah satu sumber penerimaan negara yang signifikan dalam bentuk berbagai jenis pajak, dividend an hasil privatisasi.

Tujuan pendirian BUMN antara lain pertama: memberikan sumbangan pada perkembangan perekonomian nasional pada umumnya dan penerimaan negara pada khususnya; kedua: mengejar keuntungan (laba); ketiga: menyelenggarakan kemanfaatan umum berupa penyediaan barang dan/atau jasa yang bermutu tinggi dan memadai bagi pemenuhan hajat hidup orang banyak; keempat: menjadi perintis kegiatan-kegiatan usaha yang belum dapat dilaksanakan oleh sektor swasta dan koperasi; kelima: turut aktif memberikan bimbingan dan bantuan kepada pengusaha golongan ekonomi lemah, koperasi, dan masyarakat; keenam: menyediakan barang dan/atau jasa yang bermutu tinggi dan berdaya saing kuat dan mengejar keuntungan guna meningkatkan nilai perusahaan. Dalam upaya mencapai tujuan yang telah ditetapkan, BUMN terus melakukan pengembangan, salah satu diantaranya dengan membentuk anak perusahaan atau unit bisnis. Pembentukan anak perusahaan atau

unit bisnis diharapkan dapat mendukung pencapaian sasaran-sasaran yang telah ditetapkan sesuai tujuan didirikan BUMN.

BUMN termasuk di dalamnya anak perusahaan yang merupakan satu organisasi bisnis milik Pemerintah dalam mengembangkan misi pemerintah yang amat strategi dalam pembangunan nasional yang adil dan makmur sesuai dengan Pembukaan Undang-Undang Dasar (UUD) 1945. BUMN dituntut untuk mampu memberikan kontribusi optimal bagi pembangunan perekonomian nasional, diantaranya melalui pembayaran dividen dan pajak. BUMN juga diwajibkan ikut serta dalam program-program strategi dalam mengatasi berbagai permasalahan nasional yang tertuang dalam Master Plan BUMN 2010-2014 yang memuat berbagai kebijakan Pemerintah dalam melaksanakan pembinaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) oleh Kementerian Negara BUMN.

Master Plan BUMN ini menjelaskan kebijakan pemerintah dalam pembinaan BUMN, kerangka analisis program pembinaan BUMN serta tindakan spesifik Kementerian BUMN yang telah diambil atau direncanakan dalam jangka pendek dan jangka panjang, yang meliputi program restrukturisasi BUMN, privatisasi BUMN, *public service obligation*, optimalisasi aset BUMN, serta data informasi dan teknologi informasi. Penerbitan Master Plan ini memberikan penjelasan mengenai kebijakan dan program pembinaan BUMN kepada publik, pembuatan kebijakan, manajemen/ karyawan BUMN dan para pelaku ekonomi.

Pada tahun 2016 jumlah BUMN terdapat 132 perusahaan yang tersebar dalam 14 sektor dengan berbagai kebijakan dalam pembinaan BUMN yang dilaksanakan oleh Kementerian BUMN dan pada dasarnya dilakukan dalam rangka peningkatan kinerja dan nilai perusahaan. Program pembinaan BUMN tersebut dilandasi oleh peraturan perundangan yang berlaku, yaitu pasal 33 Undang-Undang Dasar 1945, Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2003 tentang BUMN, Undang-Undang Nomor 17 Tahun 2007 tentang Rencana Pembangunan Jangka Panjang Nasional Tahun 2005 – 2025, Peraturan Presiden Nomor 5 Tahun 2010 tentang Rencana Pembangunan Jangka Menengah Nasional Tahun 2010 – 2014, serta peraturan lainnya yang terkait.

BUMN adalah perusahaan yang menarik perhatian bagi peneliti dimana seluruh kebijakan pimpinan di BUMN selalu berkaitan dengan kebijakan dari pemerintah dengan dikeluarkan dengan Surat Keputusan Menteri (SKM) BUMN sehingga kegiatan manajerial BUMN tidak *independent*. Ketidak *independent*-an ini memberikan pelemahan bagi manajemen dalam memberikan informasi kegiatannya kepada investor meskipun kepemilikan saham yang paling besar dipegang pemerintah. Investor yang memiliki saham – saham BUMN dengan harga pasar akan memberikan *capital gain* atau laba atas selisih harga saham saat dibeli dan

dijual investor di pasar saham. Peneliti tertarik mengamati saham – saham BUMN seperti yang diminati investor yang memilih saham yang prospektif yaitu harga yang menanjak sesuai dengan keadaan perokonomian negara dan keputusan pemerintah dan hal ini memberikan sentimen positif pasar sehingga harga saham naik dan investor akan membeli saham tersebut dibandingkan dengan harga saham non BUMN. Harga saham BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia ditunjukkan pada tahun 31 Desember 2010 – 31 Desember 2016 yang mengalami fluktuasi kenaikan secara yang ditandai dari rata-rata harga saham dan Indeks Harga Saham Gabungan yang tampak dalam tabel berikut ini.

Tabel 1.1. Daftar Harga Saham BUMN di Bursa Efek Indonesia

Kode	Nama Perusahaan	Harga Saham Closing							
		31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	
INAF	PT. INDOFARMA (PERSERO) TBK	Rp 81	Rp 163	Rp 330	Rp 153	Rp 355	Rp 168	Rp 4.680	
KAEF	PT. KIMIA FARMA (PERSERO) TBK	Rp 159	Rp 340	Rp 740	Rp 590	Rp 1.465	Rp 870	Rp 2.750	
PGAS	PT. PERUSAHAAN GAS NEGARA (PERSERO) TBK	Rp 4.425	Rp 3.175	Rp 4.600	Rp 4.475	Rp 6.000	Rp 2.745	Rp 2.700	
KRAS	PT. KRATATAU STEEL (PERSERO) TBK	Rp 1.200	Rp 840	Rp 640	Rp 495	Rp 485	Rp 293	Rp 770	
ADHI	PT. ADHI KARYA (PERSERO) TBK	Rp 910	Rp 580	Rp 1.760	Rp 1.510	Rp 3.480	Rp 2.140	Rp 2.080	
PTPP	PT. PEMBANGUNAN PERUMAHAN (PERSERO) TBK	Rp 800	Rp 485	Rp 830	Rp 1.160	Rp 3.575	Rp 3.875	Rp 3.810	
WIKA	PT. WIJAYA KARYA (PERSERO) TBK	Rp 680	Rp 610	Rp 1.480	Rp 1.580	Rp 3.680	Rp 2.640	Rp 2.360	
WSKT	PT. WASKITA KARYA (PERSERO) TBK	-	-	Rp 439	Rp 395	Rp 1.433	Rp 1.670	Rp 2.550	
BBNI	PT. BANK NEGARA INDONESIA (PERSERO) TBK	Rp 3.875	Rp 3.800	Rp 3.700	Rp 3.950	Rp 6.100	Rp 4.990	Rp 5.525	
BBRI	PT. BANK RAKYAT INDONESIA (PERSERO) TBK	Rp 5.250	Rp 6.750	Rp 9.650	Rp 7.250	Rp 11.650	Rp 11.425	Rp 11.675	
BBTN	PT. BANK TABUNGAN NEGARA (PERSERO) TBK	Rp 1.577	Rp 1.163	Rp 1.450	Rp 870	Rp 1.205	Rp 1.295	Rp 1.740	
BMRI	PT. BANK MANDIRI (PERSERO) TBK	Rp 6.392	Rp 6.750	Rp 8.100	Rp 7.850	Rp 10.775	Rp 9.250	Rp 11.575	
ANTM	PT. ANEKA TAMBANG (PERSERO) TBK	Rp 2.450	Rp 1.620	Rp 1.280	Rp 1.015	Rp 1.065	Rp 354	Rp 895	
PTBA	PT. BUKIT ASAM (PERSERO) TBK	Rp 22.950	Rp 17.350	Rp 15.100	Rp 10.200	Rp 12.500	Rp 4.525	Rp 12.500	
TINS	PT. TIMAH (PERSERO) TBK	Rp 2.750	Rp 1.670	Rp 1.610	Rp 1.540	Rp 1.225	Rp 457	Rp 765	
SMBR	PT. SEMEN BATURAJA (PERSERO) TBK	-	-	-	Rp 330	Rp 381	Rp 291	Rp 2.790	
SMGR	PT. SEMEN INDONESIA (PERSERO) TBK	Rp 9.450	Rp 11.450	Rp 15.850	Rp 14.150	Rp 16.200	Rp 11.400	Rp 9.175	
JSMR	PT. JASA MARGA (PERSERO) TBK	Rp 3.425	Rp 4.200	Rp 5.450	Rp 4.725	Rp 7.050	Rp 5.225	Rp 4.320	
GIAA	PT. GARUDA INDONESIA	Rp -	Rp 471	Rp 655	Rp 496	Rp 555	Rp 309	Rp 338	
TLKM	PT. TELEKOMUNIKASI INDONESIA (PERSERO) TBK	Rp 7.950	Rp 7.050	Rp 9.050	Rp 2.150	Rp 2.865	Rp 3.105	Rp 3.980	
Rata2	Rata-rata saham	Rp 4.129	Rp 3.804	Rp 4.353	Rp 3.244	Rp 4.602	Rp 3.351	Rp 4.349	
IHSG	Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)	Rp 5.372	Rp 4.615	Rp 5.289	Rp 4.419	Rp 4.454	Rp 3.942	Rp 3.409	

Sumber: www.idx.co.id, www.bps.go.id, www.bi.go.id

Tabel 1.1. diatas menunjukkan bahwa harga saham BUMN mengalami kenaikan meskipun terjadi krisis ekonomi pada tahun 2013 dan 2014 dan adanya inflasi yang cukup tinggi pada tahun 2013 sebesar 8,38% dan tahun 2014 sebesar 8,36% serta krisis ekonomi di Eropa kemudian ditandai dengan adanya penurunan harga minyak dunia. Kenaikan harga saham perlu dicermati sebab – sebab terjadinya peningkatan harga saham yang akan menaikkan nilai perusahaan dan hal ini menjadi menarik peneliti untuk melihat faktor apa saja yang memengaruhi harga

saham dan nilai perusahaan yang meningkat atau sebaliknya yang dapat memengaruhi keputusan investor dalam memilih saham Badan Usaha Milik Negara (BUMN) di Indonesia .

Mendirikan perusahaan termasuk BUMN memiliki tujuan yaitu dengan memaksimalkan nilai perusahaan yang dapat menggambarkan kesejahteraan pada pemiliknyah saham, bila semakin tinggi nilai yang tercermin dari harga pasar saham, akan memberikan kemakmuran bagi pemilik (Fama, 1978; Claude and Labelle, 2012 ; Wright & Ferris, 1997, 2012; McConnell and Muscarela, 1985). Thavikulwat (2004) menyatakan bahwa nilai perusahaan dapat disimulasikan melalui lima ukuran yang berbeda yaitu nilai buku, nilai pasar, nilai kapital, penilaian deduktif dan nilai bersih yang disesuaikan.

Jensen (2001) menjelaskan bahwa untuk memaksimumkan nilai perusahaan tidak hanya nilai ekuitas saja yang harus diperhatikan, tetapi semua klaim keuangan seperti hutang, warran, maupun saham preferen. Penyatuan kepentingan pemegang saham, *debt holders*, dan manajemen yang notabene merupakan pihak – pihak yang mempunyai kepentingan terhadap tujuan perusahaan yang seringkali menimbulkan masalah – masalah keagenan (*agency problem*). *Agency problem* dapat dipengaruhi oleh struktur kepemilikan saham perusahaan (kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional). Struktur kepemilikan oleh beberapa peneliti dipercaya mampu memengaruhi jalannya perusahaan yang pada akhirnya berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu maksimalisasi nilai perusahaan (Al-Dahmari et.al., 2014; Chowdhury, 2010; Ruan et.al., 2011; Khlif, 2015, Farooque et.al., 2010; Masulis, 1983; Sirmon et.al. 2007; Sari dan Usman, 2014). Memaksimalkan disini adalah adanya kontrol manajemen dalam perusahaan termasuk kemampuan perusahaan dalam membayar dividen baik secara tunai maupun dalam bentuk saham atas laba yang diperoleh perusahaan.

Harga saham BUMN yang beredar di Bursa Efek Indonesia yang menarik perhatian bagi para investor dalam mendapatkan *capital gain*, harga saham tersebut dipersepsikan sebagai nilai perusahaan. Harga saham yang tinggi dipasaran akan menunjukkan nilai perusahaan yang semakin tinggi, sedangkan harga saham yang rendah atau turun dan bukan berarti nilai perusahaan yang turun melainkan tawar-menawar di pasar saham. Penelitian ini tidak membahas tinggi atau rendah nya harga saham melainkan nilai perusahaan yang tercipta dari anggapan investor akan harga saham tersebut khususnya harga saham BUMN yang tertuang dalam *price book value* (PBV), *earnings per share* (EPS) dan *pricing earnings ratio* (PER).

Price book value (PBV), *earnings per share* (EPS) dan *pricing earnings ratio* (PER) sebagai representasi dari nilai perusahaan yang tidak hanya ditentukan oleh faktor dalam perusahaan, tetapi juga oleh faktor diluar perusahaan. Faktor

didalam dan diluar perusahaan merupakan faktor fundamental yang sering dipakai sebagai dasar para investor di pasar modal dalam mengambil keputusan investasinya (Patar et.al. 2014). Di samping faktor fundamental, faktor teknikal merupakan faktor penting yang dapat memengaruhi harga saham yang bersifat teknis dan psikologis (Sudiyatno, 2010).

Faktor fundamental makro bersifat sukar dikendalikan yang meliputi faktor-faktor (1) ekonomi, (2) sosial, budaya, demografi dan lingkungan, (3) kekuasaan politik, pemerintahan, dan hukum, (4) teknologi, dan (5) persaingan (David, 2003). Peneliti menggunakan faktor fundamental makro dengan indikator inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi, karena faktor ini banyak dilakukan para peneliti di pasar modal yaitu Claude, *et al* (1996), Eduardus (1997), Gudono (1999), Syahib (2000), Hutchinson (2001), Opod (2015), Brigham dan Houston (1998), Purnawati dan Werastuti (2013) dan Natarsyah (2000).

Faktor fundamental makro (Purnawati dan Werastuti, 2013) yaitu laju pertumbuhan ekonomi yang diukur produk domestik bruto, inflasi, nilai kurs Dolar Amerika Serikat terhadap Rupiah dan tingkat suku bunga Bank Indonesia. Inflasi, tingkat bunga, kurs dan pertumbuhan ekonomi memiliki kecenderungan memengaruhi pasar modal baik secara langsung maupun tidak langsung yang akan direspon pasar modal, sehingga berpotensi dalam meningkatkan atau menurunkan risiko pasar atau risiko sistematis (Natarsyah, 2000).

Risiko sistematis (risiko pasar) merupakan risiko yang selalu ada dan tidak dapat dihilangkan meskipun dengan melakukan diversifikasi. Risiko sistematis akan memengaruhi semua perusahaan yang beroperasi dan berhubungan dengan faktor makro yang terjadi diluar perusahaan. Faktor makro tersebut adalah pertumbuhan ekonomi, tingkat bunga deposito, tingkat inflasi, nilai tukar valuta asing, kebijakan pemerintah dalam bidang ekonomi dan lain-lain. Risiko sistematis tergantung pada paparan terhadap peristiwa ekonomi makro dan diukur sebagai sensitivitas pengembalian saham pada portofolio pasar (Evirrio et.al. 2018; Harianto dan Siswanto, 1998).

Tabel 1.2. Indikator Fundamental Makro Ekonomi Indonesia

Indikator	Tahun						
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Inflasi %	6,96	3,79	4,3	8,38	8,36	3,35	3,02
Suku Bunga %	6,50	6,00	5,75	7,50	7,75	7,50	4,75
Nilai Tukar Rp – US\$	8.99	9.068	9.870	12.189	12.440	13.795	13.436
	1						
Pertumbuhan Ekonomi %	6,1	6,5	6,23	5,78	5,02	4,79	5,02
Gross Domestic Product (Mily US\$)	755,1	892,97	917,87	912,52	890,04	861,93	933,00

Sumber: www.bps.go.id, www.bi.go.id

Tabel 1.2. Indikator fundamental makro ekonomi Indonesia di atas memberikan informasi bahwa keadaan perusahaan akan mengalami perubahan khususnya inflasi yang menyebabkan adanya perubahan harga terhadap barang yang akan dibeli dan dijual dan ini juga akan mengalami perubahan pada nilai perusahaan. Inflasi yang tinggi pada tahun 2013 dan dilanjut pada tahun 2014 sebesar 8,38% dan 8,36% memberikan dampak pada perdagangan Indonesia dan nilai tukar yang mulai melemah sebesar Rp. 12.189 per Dollar Amerika Serikat dan Rp. 12.440 per Dollar Amerika Serikat yang dikarena banyak investor yang keluar dari portofolio dan neraca perdagangan Indonesia yang defisit sebesar -5,65 milyar US\$ (<http://indoprogress.com/2013/09/krisis-mata-uang-rupiah-2013-penyebab--dampaknya/>) dan pertumbuhan ekonomi menurun menjadi 5,78% pada tahun 2013 dan tahun 2014 sebesar 5,02% tahun 2015 sebesar 4,79%. Pada tahun 2014 krisis melanda Eropa dengan turunnya harga minyak dunia yang mengakibatkan nilai tukar menjadi tertekan dan berkelanjutan pada tahun berikutnya. Hal ini yang menjadikan dasar penelitian ini bahwa inflasi, nilai tukar mata uang asing, suku bunga dalam variabel faktor fundamental makro dapat menentukan nilai perusahaan serta untuk melihat seberapa besar pengaruhnya terhadap nilai perusahaan.

Faktor fundamental mikro bersifat terkendali bagi perusahaan dan dikelompokkan dalam faktor kebijakan perusahaan dan faktor kinerja perusahaan berupa laba perusahaan yang diharapkan dimasa depan berupa dividen (Fuller dan Farrell, 1987). Faktor kebijakan perusahaan dalam penelitian ini ditekankan pada kebijakan manajemen keuangan, yang meliputi kebijakan pendanaan, investasi dan dividen. Kebijakan pendanaan diproksi dengan *leverage* keuangan, kebijakan investasi diproksi dengan *capital expenditure* dan kebijakan dividen diproksi dengan insentif manajer, sedangkan faktor kinerja perusahaan ditekankan pada aspek *financial performance* yang diproksi dengan tingkat pengembalian atas harga perusahaan yang dilakukan oleh manajemen dalam bentuk *Return on Asset* (ROA).

Investasi saham yang *Go Public* tergolong investasi berisiko tinggi, karena sifat komoditinya sangat peka terhadap perubahan di sektor makro maupun perubahan yang terjadi di dalam industri itu sendiri. Perubahan tersebut berpotensi dalam meningkatkan atau menurunkan harga saham perusahaan di bursa saham. Kondisi ini secara langsung memengaruhi perilaku pemodal dalam melakukan keputusan investasi di pasar modal. Keputusan investasi ini menjadi tantangan dan tugas berat manajer dalam mempertahankan perusahaan agar tetap eksis melalui kebijakan perusahaan yang dapat mempertahankan atau meningkatkan kinerja perusahaan dan harga pasar saham. Berbagai riset telah dilakukan dalam menyumbang teori yang bermanfaat bagi dunia ilmu pengetahuan dan kebijakan manajemen yaitu teori struktur modal (Modigliani dan Miller, 1958 dan 1963) dan teori agensi (Jensen dan Meckling, 1976). Teori – teori ini dibangun dari suatu hasil riset empirik untuk menjawab fenomena yang terjadi dan berkembang didalam persoalan kegiatan bisnis dan dijadikan sebagai dasar bagi pelaku bisnis didalam mengambil keputusan bisnis. Aktivitas perusahaan merupakan implementasi dari kebijakan perusahaan (manajemen) dan memegang peranan penting dalam kehidupan perusahaan. Arah kebijakan perusahaan umumnya ditujukan dalam pengembangan perusahaan melalui peningkatan kinerja perusahaan maupun nilai perusahaan.

Perusahaan sebagai suatu organisasi melibatkan banyak pihak yang berkepentingan. Para pemilik (*stockholders*) dan manajer adalah pihak yang secara langsung berkepentingan dan bertanggung jawab terhadap kemajuan dan perkembangan perusahaan. Para pemilik menginginkan kesejahteraan melalui *cash dividend* yang diterimanya sebagai *signal* positif kepada investor potensial. Perolehan dividen terjadi apabila manajer mengelola perusahaan secara efisien dalam menghasilkan laba yang tinggi yang ditunjukkan dengan besarnya *Return On Investment* (ROI) kepada para pemilik saham. Manajer dipercaya pemilik dalam menjalankan perusahaan sesuai dengan kepentingannya, namun dalam perjalanannya seringkali manajer bertindak membahayakan kepentingan pemilik dalam pengambilan keputusan seperti penentuan kebijakan utang yang sering tidak terkendali dan menimbulkan konflik kepentingan yang dikenal dengan teori keagenan (*agency theory*) oleh Jensen dan Meckling (1976).

Hubungan keagenan (*agency relationship*) sebagai kontrak yang dilakukan oleh satu atau lebih sebagai pemilik (*the principals*) mengikut sertakan orang lain (*the agent*) untuk melakukan beberapa pelayanan pada kepentingan mereka meliputi otoritas pendelegasian dalam pengambilan beberapa keputusan kepada agen (Jensen dan Meckling, 1976). Hubungan ini timbul sebagai akibat upaya

pemilik atau pemegang saham dalam meningkatkan nilai perusahaan melalui pemberian amanat kepada manajer sebagai pihak diluar pemilik.

Peningkatan nilai perusahaan sebagai tujuan kesejahteraan *shareholders* melalui dividen yang dibayarkan kepadanya, dan peningkatan harga saham. Kemampuan membayar dividen sangat tergantung pada kinerja perusahaan selama periode berjalan jika kinerja perusahaan baik yang ditunjukkan dengan besarnya *ROA*.

Beberapa penelitian meneliti struktur kepemilikan saham pada perusahaan dan keputusan keuangan pernah dilakukan Crutchley (1999), Ridho (2012) dan Ogbulu (2012) dengan membangun sebuah model yang menunjukkan adanya empat keputusan yang saling terkait menyangkut *leverage*, *dividend*, *insider ownership*, dan *institutional ownership* yang ditentukan secara simultan dalam kerangka *agency cost*. Penelitian Crutchley (1999) dan Ridho (2012), memberikan bukti bahwa ada keterkaitan antara keputusan *leverage*, *dividend payout ratio*, *insider ownership*, dan *institutional ownership* secara simultan meskipun tidak menyeluruh. Penelitian Crutchley (1999) dan Ridho (2012) juga membuktikan bahwa kepemilikan institusional merupakan substitusi kepemilikan manajerial. Chen (2000) menemukan hubungan negatif antara *analyst coverage* dan kepemilikan manajerial, hal ini mendukung hasil penelitian Crutchley (1999.)

Maksimalisasi nilai perusahaan merupakan tujuan perusahaan yang dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil berpengaruh kepada keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Fama dan French, 1998). Penelitian tentang keputusan keuangan sebagaimana pada kerangka pikir di atas pernah dilakukan oleh Hasnawati (2005) yang menemukan bahwa kebijakan investasi, pendanaan, dan dividen secara parsial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen secara langsung memengaruhi nilai perusahaan dan secara tidak langsung keputusan investasi memengaruhi nilai perusahaan melalui kebijakan dividen dan keputusan pendanaan. Agrawal (1994) meneliti kebijakan dividen terhadap semua ekuitas perusahaan dan temuannya adalah bahwa dividen dapat dipandang sebagai substitusi dari hutang dalam mengurangi *agency cost*. Jadi, keputusan investasi berpengaruh terhadap keputusan pendanaan, keputusan pendanaan berpengaruh terhadap kebijakan dividen, dan keputusan investasi berpengaruh terhadap kebijakan dividen.

Keberadaan suatu entitas ketika didirikan adalah untuk mempertahankan kelangsungan hidup (*going concern*) usahanya melalui asumsi *going concern*. Kelangsungan hidup usaha selalu dihubungkan dengan kemampuan manajemen dalam mengelola perusahaan tersebut agar bertahan hidup sesuai dengan Standar

Audit (SA 570). SA 570 mengasumsikan kelangsungan usaha merupakan suatu entitas dipandang dapat bertahan dalam bisnis untuk masa depan. Laporan keuangan bertujuan umum disusun atas suatu basis kelangsungan usaha kecuali manajemen bermaksud untuk melikuidasi entitas atau menghentikan operasinya, atau tidak memiliki alternatif yang realistis selain melakukan tindakan tersebut di atas. Salah satu pertimbangan investor ketika ingin menginvestasikan modalnya pada suatu perusahaan adalah melalui opini auditor atas laporan keuangan perusahaan.

Opini audit atas laporan keuangan menjadi salah satu pertimbangan yang penting bagi investor dalam mengambil keputusan berinvestasi. Oleh karena itu auditor sangat diandalkan karena mempunyai peranan yang penting sebagai perantara kepentingan investor maupun kepentingan perusahaan sebagai penyedia laporan keuangan. Tujuan auditor (SA 570) adalah memperoleh bukti audit yang cukup dan tepat tentang ketepatan penggunaan asumsi kelangsungan usaha oleh manajemen dalam penyusunan laporan keuangan; berdasarkan bukti audit yang diperoleh, apakah terdapat ketidakpastian material terkait dengan peristiwa yang dapat menyebabkan keraguan signifikan atas kemampuan entitas untuk mempertahankan kelangsungan usahanya; dan menentukan dampak terhadap laporan auditor

Auditor juga bertanggung jawab untuk menilai apakah ada kesangsian terhadap kelangsungan hidup perusahaan dalam periode waktu tidak lebih dari satu tahun sejak tanggal laporan audit. Beberapa penyebabnya antara lain, pertama masalah *self fulfilling prophecy* yang mengakibatkan auditor enggan mengungkapkan status *going concern* yang muncul ketika auditor khawatir bahwa opini *going concern* yang dikeluarkan dapat mempercepat kegagalan yang bermasalah. Masalah kedua yang menyebabkan kesalahan opini adalah tidak terdapat prosedur penetapan status *going concern* yang terstruktur.

Perusahaan melakukan audit atas laporan keuangan merupakan salah satu langkah yang diambil untuk mengurangi konflik keagenan antara manajer dengan investor. Audit juga merupakan proses sistematis untuk menghimpun dan mengevaluasi bukti secara obyektif mengenai pernyataan manajemen yang terkandung di dalam laporan komponen laporan keuangan (asersi-asersi manajemen) dan menentukan tingkat kesesuaian asersi tersebut dengan kriteria yang telah ditentukan dan menyampaikan hasilnya kepada pihak-pihak yang berkepentingan. Hasil telaah professional auditor dikomunikasikan melalui laporan audit (Halim, 2003). Laporan audit yang disampaikan berupa opini yang membandingkan tingkat kesesuaian asersi yang dinyatakan manajemen melalui laporan keuangan dengan prinsip akuntansi yang berlaku umum (Hidayanti dan Sukirman, 2014). Laporan

audit juga mengungkapkan hal-hal yang berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam kegiatan dimasa mendatang.

Audit diperlukan dalam menilai seberapa besar kemampuan manajerial perusahaan dapat memaksimalkan kerja manajerial atas dana-dana investor agar terdapat kepuasan di kedua pihak yaitu manajemen dan pemilik modal. Pemilik sebagai pemasok modal perusahaan mendelegasikan kewenangan atas pengelolaan perusahaan kepada *professional managers*. Akibatnya, kewenangan untuk menggunakan sumber daya perusahaan sepenuhnya ada di tangan pihak manajemen. Pemegang saham mengharapkan manajemen bertindak secara profesional dalam mengelola keuangan perusahaan. Setiap keputusan yang diambil seharusnya didasarkan pada kepentingan pemegang saham dan sumber daya yang ada dan digunakan semata-mata untuk kepentingan pertumbuhan nilai perusahaan. Meskipun demikian, yang sering terjadi adalah bahwa keputusan dan tindakan yang diambil oleh manajemen tidak semata-mata untuk kepentingan perusahaan tapi juga untuk kepentingan para eksekutif dan merugikan perusahaan.

Teori Agensi (Jensen dan Mecling, 1976) menjelaskan bahwa pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan yang menimbulkan perbedaan kepentingan antara pemegang saham sebagai *principal* dengan pihak manajemen sebagai agen yang dapat menimbulkan konflik kepentingan (*conflict of interest*) (Berle dan Means, 1932). Agen cenderung berusaha untuk lebih mengutamakan kepentingan pribadinya terlebih dahulu, dimana kondisi ini merupakan cerminan perilaku oportunistik manajemen. Kondisi ini dikenal sebagai masalah agensi (*agency teory*) yang terjadi karena adanya informasi yang tidak simetris (*asymmetric information*) antara pemilik modal dan manajer. *Asymmetric information* terdiri dari *adverse selection* dan *moral hazard*. Pada tipe pertama ini, pihak yang merasa mempunyai informasi lebih sedikit dibandingkan pihak lain tidak mau melakukan perjanjian apapun bentuknya dan jika tetap melakukan perjanjian, pihak ini akan membatasi dengan kondisi yang sangat ketat dan biaya yang sangat tinggi. Sedangkan tipe kedua, *moral harzard* dapat terjadi kapanpun manajer melakukan tindakan tanpa sepengetahuan pemilik untuk keuntungan pribadinya. *Moral hazard* inilah yang menghambat efisiensi operasional perusahaan.

Shleifer dan Vishny (1997); Yarram (2015) menjelaskan bahwa *good corporate governance* (GCG) merupakan suatu tanggapan perusahaan terhadap masalah agensi, dan diharapkan GCG mampu memberikan keyakinan terhadap para pemegang saham bahwa investor menerima *return* atas dana yang diinvestasikan berupa saham. Menurut *Forum for Corporate Governance in Indonesia*, GCG (Gilson, 2000) didefinisikan sebagai seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengelola perusahaan, pihak reditur, pemerintah, karyawan

serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajibannya. Dengan kata lain sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan (FCGI, 2001), sedangkan menurut Keputusan Menteri Badan Usaha Milik Negara Nomor KEP-117/M-MBU/2002, *corporate governance* adalah suatu proses dari struktur yang digunakan oleh organisasi BUMN untuk meningkatkan keberhasilan usaha dan akuntabilitas perusahaan guna mewujudkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholder* lainnya yang berlandaskan peraturan perundangan dan nilai-nilai etika.

Secara konseptual penelitian ini bermaksud untuk mengembangkan model teoritikal baru yang berkaitan dengan tanggung jawab perusahaan menurut teori agensi melalui pendekatan *shareholder theory* dan *stakeholder theory*. Upaya untuk mengikut sertakan perilaku manajer dalam pengambilan keputusan dalam upaya meningkatkan profitabilitas dan nilai perusahaan sehingga dapat dibangun model teoritikal yang selama ini setiap keputusan managerial perusahaan BUMN melibatkan campur tangan pemerintah. Penelitian ini menggunakan konsep *good corporate governance* dengan pendekatan *shareholder theory* dan konsep *corporate social responsibility* dengan pendekatan *stakeholder theory* dengan mengikut sertakan perilaku oportunistik manajemen, sedangkan model teoritikal menggunakan konsep *corporate governance* dengan pendekatan *shareholder theory*.

Penelitian tentang *corporate social responsibility* (CSR) telah banyak dilakukan dan bersifat sukarela (*voluntary*) sehingga pelaksanaan *corporate social responsibility* tergantung kinerja dari masing-masing perusahaan. Sembiring (2005), Anggraini (2006), Kartika (2010), Nurkhin (2010), Anam (2010), Sudana dan Arlinda (2011), Badjuri (2011), Lanis dan Richardson (2013), Djajadikerta dan Trireksani (2012), Servaes dan Tamayo (2013) menguji pengaruh profitabilitas terhadap *corporate social responsibility disclosure*. Penelitian ini menggunakan landasan *stakeholder theory* dan Undang-Undang Nomor 40 tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas yang menegaskan bahwa *corporate social responsibility* bersifat kewajiban (*mandatory*). Perusahaan wajib melaksanakan *corporate social responsibility* tanpa memandang perusahaan laba atau pun rugi dan diperhitungkan sebagai biaya yang berdampak memengaruhi laba perusahaan. Penelitian ini menguji pengaruh *corporate social responsibility disclosure* terhadap perusahaan memperoleh laba (*profitability*) yang semua nya dilakukan pada perusahaan Badan Umum Milik Negara (BUMN) tahun 2010 - 2016.

Penelitian ini mengembangkan pengaruh hubungan antara variabel yang dilandaskan pada penelitian empiris atau penelitian sebelumnya. Memahami lebih

mendalam, peneliti membahas hubungan antar variabel yang didasarkan atas penelitian terdahulu yaitu:

1. Hubungan Fundamental Makro dengan *Corporate Social Responsibility Disclosure*, belum ditemukan penelitian yang mendukung.
2. Hubungan Fundamental Mikro dengan *Corporate Social Responsibility Disclosure* dilakukan oleh penelitian Diansyah (2016).
3. Hubungan Fundamental Makro dengan Struktur Kepemilikan belum ditemukan penelitian yang mendukung.
4. Hubungan *Corporate Social Responsibility Disclosure* dengan Kinerja Keuangan dilakukan oleh penelitian Boaventura et.al. (2012), Ahamed et.al. (2014), Uadiale dan Fagbemi (2012), Yaparto, et.al., (2013), Gautam et.al. (2016), Mansary et.al. (2017), Oyewumi et.al. (2018), Ahmed et.al. (2016) dan Dewi dan Monalisa (2016).
5. Hubungan Fundamental Mikro dengan Opini Audit *Going Concern* belum diketemukan penelitian yang mendukung.
6. Hubungan Fundamental Makro dengan Kinerja Keuangan dilakukan penelitian oleh Dwipartha (2013), Claude, *et al* (1996), Eduardus (1997), Gudono (1999), Syahib (2000), dan Hutchinson (2001) dan Issah dan Antwi (2017).
7. Hubungan Fundamental Mikro dengan Struktur Kepemilikan belum ditemukan penelitian yang mendukung.
8. Hubungan *Corporate Social Responsibility Disclosure* dengan Struktur Kepemilikan dilakukan oleh penelitian Li dan Ran (2010).
9. Hubungan *Corporate Social Responsibility Disclosure* dengan Opini Audit *Going Concern* belum ditemukan penelitian yang mendukung.
10. Hubungan Fundamental Makro dengan Nilai Perusahaan dilakukan oleh penelitian Agustina dan Ardiansari (2015), Arvianto (2014), Putra et.al. (2014), Jubaedah et.al. (2016), Djamaluddin et.al. (2017), Claude, *et al* (1996), Eduardus (1997), Gudono (1999), Syahib (2000), dan Hutchinson (2001) dan Opod (2015).
11. Hubungan Fundamental Mikro dengan Nilai Perusahaan dilakukan oleh penelitian Putra (2014), Sartini dan Purbawangsa (2014), Arvianto (2014) dan Jubaedah et. al. (2016).
12. Hubungan Fundamental Makro dengan Opini Audit *Going Concern* dilakukan oleh penelitian Tsai et.al. (2009).
13. Hubungan Fundamental Mikro dengan Kinerja Keuangan dilakukan oleh penelitian Hardaningtyas (2014).

14. Hubungan Struktur Kepemilikan dengan Kinerja Keuangan dilakukan oleh penelitian Balagobei and Velnampy (2017), Ahmed and Hadi (2017), Gugong et.al. (2014), Wiranata dan Nugrahanti (2013), Marciano (2008) dan Shen dan Lin (2009), Sari (2015), Haija dan Alrabba (2017) dan Khamis et.al. (2015).
15. Hubungan Kinerja Keuangan dengan Opini Audit *Going Concern* dilakukan oleh penelitian Susanto (2009), Santosa dan Wedari (2007) dan Kristiana (2012).
16. Hubungan Kinerja Keuangan dengan Nilai Perusahaan dilakukan oleh penelitian Jubaedah et.al. (2016), Ukhriyawati., Catur F. et.al. (2017), Ardi and Murwaningsari (2018), Hermawan dan Maf'ulah (2014), Pertiwi dan Pratama (2012), Irayanti dan Tumbel (2014) dan Dwipartha et.al. (2013).
17. Hubungan Struktur Kepemilikan dengan Nilai Perusahaan dilakukan oleh penelitian Mwangi et.al. (2014), Sugiharto et.al. (2016), Masulis, Ronald W. (1983), Wardani dan Hermuningsih (2011) dan Fahdiansyah et.al. (2018).
18. Hubungan Opini Audit *Going Concern* dengan Nilai Perusahaan belum ditemukan penelitian yang mendukung.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang, maka masalah dalam penelitian yang dikemukakan adalah sebagai berikut: bagaimana analisis fundamental mikro dan analisis fundamental makro berpengaruh pada terhadap *corporate social responsibility disclosure*, struktur kepemilikan, kinerja keuangan dan opini serta nilai perusahaan. Penjabaran masalah penelitian sebagai berikut:

1. Apakah Fundamental Makro berpengaruh signifikan terhadap *Corporate Social Responsibility Disclosure* pada Badan Usaha Milik Negara?
2. Apakah Fundamental Mikro berpengaruh signifikan terhadap *Corporate Social Responsibility Disclosure* pada Badan Usaha Milik Negara?
3. Apakah Fundamental Makro berpengaruh signifikan terhadap Struktur Kepemilikan pada Badan Usaha Milik Negara?
4. Apakah *Corporate Social Responsibility Disclosure* berpengaruh signifikan terhadap Kinerja Keuangan pada Badan Usaha Milik Negara?
5. Apakah Fundamental Mikro berpengaruh signifikan terhadap Opini Audit *Going Concern* pada Badan Usaha Milik Negara?
6. Apakah Fundamental Makro berpengaruh signifikan terhadap Kinerja Keuangan pada Badan Usaha Milik Negara?
7. Apakah Fundamental Mikro berpengaruh signifikan terhadap Struktur Kepemilikan pada Badan Usaha Milik Negara?

8. Apakah *Corporate Social Responsibility Disclosure* berpengaruh signifikan terhadap Struktur Kepemilikan pada Badan Usaha Milik Negara?
9. Apakah *Corporate Social Responsibility Disclosure* berpengaruh signifikan terhadap Opini Audit *Going Concern* pada Badan Usaha Milik Negara?
10. Apakah Fundamental Makro berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan pada Badan Usaha Milik Negara?
11. Apakah Fundamental Mikro berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan pada Badan Usaha Milik Negara?
12. Apakah Fundamental Makro berpengaruh signifikan terhadap Opini Audit *Going Concern* pada Badan Usaha Milik Negara?
13. Apakah Fundamental Mikro berpengaruh signifikan terhadap Struktur Kepemilikan pada Badan Usaha Milik Negara?
14. Apakah Struktur Kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap Kinerja Keuangan pada Badan Usaha Milik Negara?
15. Apakah Kinerja Keuangan berpengaruh signifikan terhadap Opini Audit *Going Concern* pada Badan Usaha Milik Negara?
16. Apakah Kinerja Keuangan berpengaruh signifikan pada Nilai Perusahaan pada Badan Usaha Milik Negara?
17. Apakah Struktur Kepemilikan berpengaruh signifikan pada Nilai Perusahaan pada Badan Usaha Milik Negara?
18. Apakah Opini Audit *Going Concern* berpengaruh signifikan pada Nilai Perusahaan pada Badan Usaha Milik Negara?

1.3. Tujuan Penelitian

1.3.1. Tujuan Umum

Tujuan umum dalam penelitian ini adalah untuk memperoleh model teoritikal baru. Model ini menggambarkan hubungan kasualitas antar variabel fundamental mikro, *corporate social responsibility disclosure*, fundamental makro, struktur kepemilikan, kinerja keuangan, opini auditor dan nilai perusahaan.

1.3.2. Tujuan Khusus

Tujuan khusus penelitian ini adalah untuk memperoleh kejelasan hubungan kausalitas antar variabel fundamental makro, fundamental mikro, *corporate social responsibility disclosure*, struktur kepemilikan, kinerja keuangan, opini auditor dan nilai perusahaan. Penjelasan hubungan kausalitas antar variabel sebagai berikut:

1. Fundamental makro berpengaruh signifikan terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada Badan Usaha Milik Negara

2. Fundamental mikro berpengaruh signifikan terhadap *corporate social responsibility disclosure* pada Badan Usaha Milik Negara
3. Fundamental makro berpengaruh signifikan terhadap struktur kepemilikan pada Badan Usaha Milik Negara
4. *Corporate social responsibility disclosure* berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan pada Badan Usaha Milik Negara
5. Fundamental mikro berpengaruh signifikan terhadap opini auditor pada Badan Usaha Milik Negara
6. Fundamental makro berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan pada Badan Usaha Milik Negara
7. Fundamental mikro berpengaruh signifikan terhadap struktur kepemilikan pada Badan Usaha Milik Negara
8. *Corporate social responsibility disclosure* berpengaruh signifikan terhadap struktur kepemilikan pada Badan Usaha Milik Negara
9. *Corporate social responsibility disclosure* berpengaruh signifikan terhadap opini auditor pada Badan Usaha Milik Negara
10. Fundamental makro berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada Badan Usaha Milik Negara
11. Fundamental mikro berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan pada Badan Usaha Milik Negara
12. Fundamental makro berpengaruh signifikan terhadap opini auditor pada Badan Usaha Milik Negara
13. Fundamental mikro berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan pada Badan Usaha Milik Negara
14. Struktur kepemilikan berpengaruh signifikan terhadap kinerja keuangan pada Badan Usaha Milik Negara
15. Kinerja keuangan berpengaruh signifikan terhadap opini audit pada Badan Usaha Milik Negara
16. Kinerja keuangan berpengaruh signifikan pada nilai perusahaan pada Badan Usaha Milik Negara?
17. Struktur kepemilikan berpengaruh signifikan pada nilai perusahaan pada Badan Usaha Milik Negara
18. Opini auditor berpengaruh signifikan pada nilai perusahaan pada Badan Usaha Milik Negara

1.4. Manfaat Penelitian

Manfaat dari penelitian ilmiah ini untuk disampaikan kepada masyarakat luas yang secara praktis dan teoritis.

Manfaat Praktis

1. Bagi manajer, sebagai pertimbangan atas manfaat *corporate social responsibility*, fundamental, struktur kepemilikan dalam menilai kinerja perusahaan dan opini auditor atas dasar nilai perusahaan
2. Bagi investor, sebagai bahan pertimbangan atas dasar opini auditor dalam kelangsungan hidup perusahaan dan kinerja manajemen dalam pencapaian tanggung jawabnya
3. Bagi regulator, sebagai bahan pertimbangan dalam membuat standar pelaksanaan, pelaporan dan kepatuhan agar tercapai tujuan nilai perusahaan dimasa mendatang.

Manfaat Teoritis

1. Teori agensi menjelaskan bahwa bubungan agensi adalah suatu kontrak antara principal yaitu pemilik modal atau pemegang saham sedangkan agen adalah manajer yang mengelola perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Teori ini menekankan pada tanggung jawab perusahaan hanya pada *shareholder*.
2. Manajer harus mempertanggung jawabkan atas aktivitas yang dilakukan dan informasi yang disampaikan bersifat asimetris yang memberikan peluang besar bagi manajer untuk itu diperlukan keterbukaan informasi dan menekan perilaku oportunistis manajemen.
3. Esensi teori agensi adalah kontrak antara principal dan agen sehingga fokus utama menekankan pada efisiensi dan memberikan manfaat bagi akademis akan penelitian mendatang yang membahas teori agensi
4. Dengan teori agensi akan memberikan kelangsungan hidup (*going concern*) perusahaan untuk masa mendatang yang dapat memberikan kontribusi bagi semua pihak sesuai dengan opini auditor
5. Meningkatkan nilai perusahaan atas kinerja perusahaan yang telah dihasilkan.