

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Teori Agensi

Teori agensi merupakan basis teori yang selama ini digunakan sebagai dasar dalam praktik bisnis perusahaan. Dalam teori tersebut pemegang saham dideskripsikan sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen (Borolla, 2011). Jensen dan Meckling dalam Nasser (2008) menyatakan bahwa teori agensi adalah sebuah kontrak yang dilakukan antara pihak prinsipal dengan agen dimana kedua belah pihak tersebut merupakan pemaksimum kesejahteraan. Prinsipal adalah pihak yang memberikan perintah kepada agen untuk bertindak atas nama prinsipal, sedangkan agen adalah pihak yang diberi kepercayaan oleh prinsipal untuk menjalankan kegiatan perusahaan. Agen memiliki kewajiban kepada prinsipal untuk mempertanggungjawabkan semua hal yang terkait dengan apa yang telah diamanatkan prinsipal kepada agen tersebut (Emirzon, 2007).

Pemisahan antara pemegang saham dan manajer seperti ini dapat menimbulkan adanya masalah keagenan atau *agency problem*. Dan karena kewenangan pengelolaan perusahaan serta pengambilan keputusan diserahkan kepada manajer, maka bisa saja manajer tidak berbuat yang terbaik untuk pemilik karena adanya perbedaan kepentingan (Nasser, 2008).

Eisenhardt (dalam Borolla, 2011) menerangkan ada tiga asumsi sifat dasar manusia yang dapat digunakan untuk menjelaskan *agency theory*, yaitu:

- 1) Pada umumnya manusia mementingkan dirinya sendiri.
- 2) Daya pikir manusia memiliki keterbatasan terkait dengan persepsi masa depan.
- 3) Manusia selalu berusaha untuk menghindari resiko.

Haris (dalam Borolla, 2011) menyatakan berdasarkan ketiga asumsi tersebut, maka manajer sebagai manusia kemungkinan besar akan melakukan tindakan-tindakan yang bersifat *opportunistic*, yaitu cenderung mengutamakan kepentingan pribadinya dan pemegang saham akan cenderung tertarik pada hasil keuangan yang bertambah atau investasi mereka dalam perusahaan. Berbagai cara dilakukan untuk mengurangi *agency problem*. Beberapa diantaranya adalah dengan meningkatkan peran *outsider* dalam *monitoring* perusahaan, keberadaan atau eksistensi kepemilikan manajerial, peningkatan pembayaran dividen, dan pendanaan melalui hutang (Mursalim, 2009).

2. 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 pula nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Kekayaan pemegang

saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi pendanaan (financing) dan manajemen asset (Susanti, Rika 2010).

Nilai perusahaan akan tercermin dari harga sahamnya. Harga pasar dari saham perusahaan yang terbentuk antara pembeli dan penjual disaat terjadi transaksi disebut nilai pasar perusahaan, karena harga pasar saham dianggap cerminan dari nilai aset perusahaan sesungguhnya. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Adanya peluang investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan (Untung, 2006).

Nilai perusahaan dalam penelitian ini didefinisikan sebagai nilai pasar, seperti halnya penelitian yang pernah dilakukan oleh Nurlala dan Islahudin (2008) dalam Kusumadilaga (2010). Nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka makin tinggi kemakmuran pemegang saham, untuk mencapai nilai perusahaan umumnya para pemodal menyerahkan pengelolaannya kepada para profesional. Para profesional diposisikan sebagai manajer ataupun komisaris (Nurlala dan Islahuddin, 2008).

Samuel (2000), Nurlala dan Islahuddin (2008) dalam Kusumadilaga (2010) menjelaskan bahwa enterprise value (EV) atau dikenal juga sebagai *firmvalue*

(nilai perusahaan) merupakan konsep penting bagi investor, karena merupakan indikator bagi pasar menilai perusahaan secara keseluruhan. Wahyudo (2005), Nurlela dan Ishaluddin (2008) dalam Kusumadilaga (2010) menyebutkan bahwa nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli andai perusahaan tersebut dijual.

Ada beberapa konsep dasar penilaian yaitu: nilai ditentukan pada harga yang wajar, penilaian tidak dipengaruhi oleh kelompok pembeli tertentu. Secara umum banyak metode dan teknik yang telah dikembangkan dalam penilaian perusahaan diantaranya adalah pendekatan laba antara lain metode rasio tingkat laba atau price earnings ratio metode kapitalisasi, pendekatan arus kas antara lain metode diskonto arus kas, pendekatan dividen antara lain pertumbuhan dividen, pendekatan aktiva antara lain metode penilaian aktiva, pendekatan harga saham dan pendekatan economic value added (Suharli, 2006).

Tujuan manajemen keuangan adalah memaksimalkan nilai perusahaan. Untuk mencapai tujuan tersebut masih terdapat konflik antara pemilik perusahaan dengan penyedia dana sebagai kreditur. Jika perusahaan berjalan lancar, maka nilai saham perusahaan akan meningkat, sedangkan nilai hutang perusahaan dalam bentuk obligasi tidak terpengaruh sama sekali. Dapat disimpulkan bahwa nilai dari saham kepemilikan bisa merupakan indeks yang tepat untuk mengukur tingkat efektivitas perusahaan. Berdasarkan alasan itulah, maka tujuan manajemen keuangan dinyatakan dalam bentuk maksimalisasi nilai saham kepemilikan perusahaan, atau memaksimalisasikan harga saham. Tujuan

untuk memaksimalkan harga saham perusahaan tidak berarti bahwa para manajer harus berupaya untuk mencari kenaikan nilai saham dengan mengorbankan para pemegang obligasi.

Macam-macam Pengukuran Nilai Perusahaan yang pertama adalah PER (*Price Earnings Ratio*) yaitu rasio yang mengukur seberapa besar perbandingan antara harga saham perusahaan dengan keuntungan yang di peroleh para pemegang saham. Faktor-faktor Yang Mempengaruhi PER adalah Tingkat pertumbuhan laba, *Dividend Payout Ratio* (DPR), dan tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemodal. Yang kedua yaitu PBV (*Price Book Value*). Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh (Brigham, 2006).

3. Struktur Kepemilikan

Para peneliti berpendapat bahwa struktur kepemilikan perusahaan memiliki pengaruh terhadap perusahaan. Tujuan perusahaan sangat ditentukan oleh struktur kepemilikan, motivasi pemilik dan kreditur *corporate governance* dalam proses insentif yang membentuk motivasi manajer. Pemilik akan berusaha membuat berbagai strategi untuk mencapai tujuan perusahaan, setelah strategi ditentukan maka langkah selanjutnya akan mengimplementasi strategi dan mengalokasikan sumber daya yang dimiliki perusahaan untuk mencapai tujuan perusahaan. Kesemua tahapan tersebut tidak terlepas dari peran pemilik dapat

dikatakan bahwa peran pemilik sangat penting dalam menentukan keberlangsungan perusahaan. Dalam hal ini struktur kepemilikan dibedakan menjadi dua yaitu kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional.

1) Kepemilikan Manajerial

Para pemegang saham yang mempunyai kedudukan di manajemen perusahaan baik sebagai kreditur maupun sebagai dewan komisaris disebut sebagai kepemilikan manajerial (*manajerial ownership*). Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan. Kepemilikan manajerial juga dapat diartikan sebagai persentase saham yang dimiliki oleh manajer dan direktur perusahaan pada akhir tahun untuk masing-masing periode pengamatan.

Masalah teknis tidak terjadi jika kepemilikan dan pengelolaan perusahaan tidak dijalankan secara terpisah. Pemilik (pemegang saham) bertujuan untuk memaksimalkan kekayaannya dengan melihat nilai sekarang dari arus kas yang dihasilkan oleh investasi perusahaan sedangkan manajer bertujuan pada peningkatan pertumbuhan dan ukuran perusahaan. Tujuan manajer ini dilandasi oleh dua alasan, yaitu: 1). Pertumbuhan yang meningkat memberikan peluang bagi manajer bawah dan menengah untuk dipromosikan. Selain itu, manajer dapat membuktikan diri sebagai karyawan yang produktif sehingga dapat diperoleh penghargaan lebih dari wewenang untuk

menentukan pengeluaran (biaya-biaya), 2). Ukuran perusahaan yang semakin besar memberikan keamanan pekerjaan atau mengurangi kemungkinan lay-off dan kompensasi yang semakin besar. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan, maka manajemen cenderung berusaha lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang tidak lain adalah dirinya sendiri. Kepemilikan saham manajerial membantu penyatuan kepentingan antar manajer dengan pemegang saham. Kepemilikan manajerial 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. Argumen tersebut mengindikasikan mengenai pentingnya kepemilikan manajerial dalam struktur kepemilikan perusahaan.

Namun, tingkat kepemilikan manajerial yang terlalu tinggi juga dapat berdampak buruk terhadap perusahaan. Dengan kepemilikan manajerial yang tinggi, manajer mempunyai hak voting yang tinggi sehingga manajer mempunyai posisi yang kuat untuk mengendalikan perusahaan, hal ini dapat menimbulkan masalah pertahanan, dalam artian, adanya kesulitan bagi para pemegang saham eksternal untuk mengendalikan tindakan manajer.

Agency problem bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan, semakin meningkat proporsi kepemilikan saham manajerial maka semakin baik kinerja perusahaan. Kepemilikan saham yang

besar dari segi ekonomisnya memiliki insentif untuk memonitor. Secara teoritis ketika kepemilikan manajerial rendah, maka insentif terhadap kemungkinan terjadinya oportunistik manajemen akan meningkat. Kepemilikan manajerial terhadap saham perusahaan dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara pemegang saham luar dengan manajemen. Sehingga permasalahan keagenan diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah juga sekaligus sebagai seorang pemilik.

2) Kepemilikan Institusional

Kepemilikan suatu perusahaan dapat terdiri atas kepemilikan institusional, kepemilikan individual, atau campuran keduanya dengan proporsi tertentu. Investor institusional memiliki beberapa kelebihan dibanding dengan investor individual, diantaranya yaitu:

- 1) Investor institusional memiliki sumber daya yang lebih daripada investor individual untuk mendapatkan informasi.
- 2) Investor institusional memiliki profesionalisme dalam menganalisa informasi, sehingga dapat menguji tingkat keandalan informasi.
- 3) Investor institusional, secara umum, memiliki relasi bisnis yang lebih kuat dengan manajemen.
- 4) Investor institusional memiliki motivasi yang kuat untuk melakukan pengawasan lebih ketat atas aktivitas yang terjadi di dalam perusahaan.

5) Investor institusional lebih aktif dalam melakukan jual beli saham sehingga dapat meningkatkan jumlah informasi secara cepat yang tercermin di tingkat harga.

Adanya pemegang saham seperti institusional *ownership* memiliki arti penting dalam memonitor manajemen. Adanya kepemilikan oleh institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan-perusahaan investasi dan kepemilikan oleh institusi-institusi lain mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Mekanisme monitoring tersebut akan menjamin peningkatan kemakmuran pemegang saham. Signifikansi institusional *ownership* sebagai agen pengawas ditekankan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal. Apabila institusional merasa tidak puas atas kinerja manajerial, maka mereka akan menjual sahamnya ke pasar.

Perubahan perilaku institusional *ownership* dari pasif menjadi aktif dapat meningkatkan akuntabilitas manajerial sehingga manajer bertindak lebih hati-hati dalam pengambilan keputusan. Meningkatnya aktivitas institusional *ownership* dalam melakukan monitoring disebabkan oleh kenyataan bahwa adanya kepemilikan saham yang signifikan oleh institusional *ownership* telah meningkatkan kemampuan mereka untuk bertindak secara kolektif. Dalam waktu yang sama, biaya untuk keluar dari investasi yang mereka lakukan menjadi semakin mahal karena adanya resiko saham akan terjual pada harga diskon. Kondisi ini akan memotivasi

institusional ownership untuk lebih serius dalam mengawasi maupun mengoreksi semua perilaku manajer dan memperpanjang jangka waktu investasi.

Mekanisme pengawasan dapat dilakukan dengan menempatkan dewan ahli yang tidak dibiayai perusahaan sehingga posisinya tidak berada dibawah pengawasan manajer. Dengan demikian, dewan ahli dapat menjalankan fungsinya secara efektif untuk mengontrol semua tindakan manajer.

Pengawasan lain yang dapat dilakukan adalah dengan cara memberikan masukan-masukan sebagai bahan pertimbangan bagi manajer dalam menjalankan usaha dan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Semakin besar prosentase saham yang dimiliki oleh *institutional ownership* akan menyebabkan pengawasan yang dilakukan menjadi lebih efektif karena dapat mengendalikan perilaku oportunistik manajer dan mengurangi *agency cost*.

Dengan adanya beberapa kelebihan yang dimiliki, investor institusional diduga lebih mampu untuk mencegah terjadinya manajemen laba, dibanding dengan investor individual. Investor institusional dianggap lebih professional dalam mengendalikan portofolio investasinya, sehingga lebih kecil kemungkinan mendapatkan informasi keuangan yang terdistorsi, karena mereka memiliki tingkat pengawasan yang tinggi untuk menghindari terjadinya tindakan manajemen laba. Secara singkat dapat dikatakan

institusional dengan manajemen laba mempunyai hubungan negatif dimana semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh korporasi maka semakin kecil kemungkinan terjadi manajemen laba.

4. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen menyangkut keputusan apakah laba yang dibayarkan sebagai dividen atau ditahan untuk reinvestasi dalam perusahaan. Kebijakan dividen menimbulkan kontroversi karena bila dividen ditingkatkan, arus kas untuk investor akan meningkat yang akan menguntungkan investor, sedangkan alasan lainnya yaitu bila dividen ditingkatkan, laba ditahan yang direinvestasi dan pertumbuhan masa depan akan menurun sehingga merugikan investor. Kebijakan dividen dikatakan optimal apabila mampu menyeimbangkan kedua hal tersebut dan memaksimalkan harga saham. Persentase dari pendapatan yang akan dibayarkan kepada pemegang saham sebagai *cash dividend* disebut *dividend payout ratio* (Riyanto, Bambang, 2001: 266).

Secara umum suatu perusahaan harus menetapkan kebijakan dividen yang nantinya dapat memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Apabila perusahaan tidak memiliki kesempatan berinvestasi yang menguntungkan, maka sebaiknya kelebihan dana tersebut didistribusikan kepada pemegang saham perusahaan. Pembayaran dividen dalam jumlah sekecil apapun masih lebih baik daripada tidak sama sekali. Menurut Sundjaja dan Barlian (2003) ada 3 (tiga) jenis kebijakan dividen yaitu:

- a. Kebijakan dividen rasio pembayaran konstan yaitu kebijakan dividen yang didasarkan dengan persentase tertentu dari pendapatan yang dibayarkan kepada pemilik setiap periode.
- b. Kebijakan dividen yang teratur kebijakan dividen yang didasarkan atas pembayaran dividen dengan rupiah yang tetap dalam setiap periode.
- c. Kebijakan dividen yang rendah yang teratur dan ditambah ekstra yaitu kebijakan dividen yang didasarkan pembayaran dividen rendah yang teratur ditambah dengan dividen ekstra jika ada jaminan pendapatan.

1) Struktur Modal

Struktur modal adalah proposi dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan dengan sumber pendanaan jangka panjang yang berasal dari dana internal dan dana eksternal, dengan demikian struktur modal adalah struktur keuangan dikurangi hutang jangka pendek.

Tujuan dari manajemen struktur modal atau *capital structure management* adalah menggabungkan sumber-sumber dana yang digunakan perusahaan untuk membiayai operasi. Dengan kata lain, tujuan ini dapat dilihat sebagai pencarian gabungan dana yang akan meminimumkan biaya modal dan dapat memaksimalkan harga saham. Struktur modal yang demikian, dapat kita sebut sebagai struktur modal yang optimal (Ahmad Rodoni dan Herni Ali, 2010).

Konsep penting manajemen modal adalah masalah sumber dana dan penggunaan dana. Dana dapat dipenuhi dari dua jenis modal yaitu modal sendiri atau modal hutang.

a) Modal Sendiri (*Shareholder Equity*)

Modal sendiri adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan dan yang tertanam dalam perusahaan untuk waktu yang tidak tertentu lamanya (Riyanto, 2001). Modal sendiri berasal dari sumber *intern* maupun sumber *extern*. Sumber *intern* diperoleh dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan, sedangkan sumber *extern* berasal dari modal yang berasal dari pemilik perusahaan. Modal sendiri juga dapat didefinisikan sebagai dana yang “dipinjam” dalam jangka waktu tak terbatas dari para pemegang saham. Komponen modal sendiri terdiri dari:

(1) Modal Saham

Sumber modal sendiri dapat berasal dari dalam perusahaan maupun luar perusahaan. Sumber dari dalam (*internal financing*) berasal dari hasil operasi perusahaan yang berbentuk laba ditahan dan penyusutan. Sedangkan sumber dari luar (*external financing*) dapat dalam bentuk saham biasa atau saham preferen (Husnan, 2000). Saham adalah tanda bukti pengambilan bagian atau peserta dalam suatu Perseroan Terbatas (P.T), dimana modal saham terdiri dari: saham biasa

(*common stock*), saham preferen (*preferred stock*), dan saham preferen kumulatif (*cummulative preferred stock*).

(2) Cadangan

Menurut Riyanto (2008) cadangan dimaksudkan sebagai cadangan yang dibentuk dari keuntungan yang dibentuk oleh perusahaan selama beberapa waktu yang lampau atau dari tahun yang berjalan (*reserve that are surplus*). Tidak semua cadangan termasuk dalam pengertian modal sendiri. Cadangan yang termasuk dalam modal sendiri antara lain: cadangan ekspansi, cadangan modal kerja, cadangan selisih kurs, dan cadangan untuk menampung hal-hal atau kejadian-kejadian yang tidak diduga sebelumnya.

(3) Laba Ditahan

Laba ditahan adalah sisa laba dari keuntungan yang tidak dibayarkan sebagai dividen. Komponen modal sendiri ini merupakan modal dalam perusahaan yang dipertaruhkan untuk segala risiko, baik risiko usaha maupun risiko kerugian–kerugian lainnya. Modal sendiri ini tidak memerlukan adanya jaminan atau keharusan untuk pembayaran kembali dalam setiap keadaan maupun tidak adanya kepastian tentang jangka waktu pembayaran kembali modal yang disetor. Oleh karena itu, tiap–tiap perusahaan harus mempunyai sejumlah minimum modal yang diperlukan untuk menjamin kelangsungan hidup perusahaan.

b) Modal asing / hutang

Modal asing adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya sementara bekerja di dalam perusahaan dan bagi perusahaan yang bersangkutan modal tersebut merupakan hutang yang pada saatnya harus dibayar kembali. Menurut FASB, hutang adalah pengorbanan manfaat ekonomi masa mendatang yang mungkin timbul karena kewajiban sekarang suatu entitas untuk menyerahkan aktiva atau memberikan jasa kepada entitas lain dimasa mendatang sebagai akibat transaksi masa lalu. Terdapat dua macam hutang yaitu jangka pendek dan jangka panjang.

Hutang jangka pendek tidak diperhitungkan dalam struktur modal karena hutang jenis ini umumnya bersifat spontan (berubah sesuai dengan perubahan tingkat penjualan) sementara itu hutang jangka panjang bersifat tetap selama jangka waktu yang relatif panjang (lebih dari satu tahun) sehingga keberadaannya perlu lebih dipikirkan oleh para manajer keuangan. Itulah alasan utama mengapa struktur modal hanya terdiri dari hutang jangka panjang dan ekuitas, karena alasan itu pula biaya modal hanya mempertimbangkan sumber dana jangka panjang (Handono Mardiyanto, 2009).

5. Kebijakan Hutang

Menurut Fahmi (2013:160) hutang adalah kewajiban (*liabilities*). Maka *liabilities* atau hutang merupakan kewajiban yang dimiliki oleh pihak perusahaan yang bersumber dari dana eksternal baik yang berasal dari sumber pinjaman perbankan, *leasing*, penjualan obligasi dan sejenisnya. Karena itu suatu kewajiban adalah mewajibkan bagi perusahaan melaksanakan kewajiban tersebut dan jika kewajiban tersebut tidak dilaksanakan secara tepat waktu akan memungkinkan bagi suatu perusahaan menerima sanksi atau akibat. Sanksi dan akibat yang diperoleh tersebut berbentuk pemindahan kepemilikan aset pada suatu saat.

Kebijakan hutang perusahaan merupakan kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber pendanaan dari pihak ketiga untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan. Menurut Harmono (2011:137) keputusan pendanaan oleh manajemen akan berpengaruh pada penelitian perusahaan yang terrefleksi pada harga saham. Oleh karena itu, salah satu tugas manajemen keuangan adalah menentukan kebijakan pendanaan yang dapat memaksimalkan harga saham yang merupakan cerminan dari suatu nilai perusahaan.

Menurut Irawan Arry (2009) mengatakan bahwa kebijakan hutang berkaitan dengan keputusan manajemen dalam menambah atau mengurangi proporsi hutang jangka panjang dan ekuitas yang digunakan dalam membiayai kegiatan operasional perusahaan. Menurut Bambang Riyanto (2011:98)

pengertian kebijakan hutang adalah merupakan keputusan yang sangat penting dalam perusahaan. Dimana kebijakan hutang merupakan salah satu bagian dari kebijakan pendanaan perusahaan. Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber daya pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan.

Menurut James C. Van Horne & John M. Wachowocz, JR yang dialihbahasakan oleh Dewi Fitriyani dan Deny Arnos (2012:308) ada beberapa rasio hutang, diantaranya ialah:

- a. Rasio hutang terhadap ekuitas (*debt to equity ratio*)
- b. Rasio hutang terhadap total aktiva (*debt to total asset ratio*)
- c. Rasio hutang terhadap total kapitalisasi (*debt-to total capitalization ratio*)

B. Hasil Penelitian Terdahulu

1. Lumapow dan Tumiwa (2017) meneliti pengaruh kebijakan dividen, ukuran perusahaan, dan produktivitas terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, sedangkan ukuran dan produktivitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
2. Maya Indah Pratiwi (2016) yang meneliti tentang pengaruh struktur kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan *leverage* terhadap nilai perusahaan

yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia baik secara simultan atau parsial. Hasil penelitian menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan *leverage* secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Secara parsial, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional berpengaruh signifikan dengan arah positif terhadap nilai perusahaan. Sedangkan *leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

3. Felly Sintinia Clementin dan Maswar Patuh Priyadi (2016) meneliti pengaruh keputusan investasi, pendanaan, kebijakan dividen, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan menggunakan alat analisis regresi linier berganda dan menghasilkan hasil sebagai berikut: keputusan investasi yang diukur melalui *price earnings ratio* (PER) berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan, keputusan pendanaan yang diukur melalui *debt to equity ratio* (DER) tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan, kebijakan dividen yang diukur melalui *dividend payout ratio* (DPR) berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan, dan profitabilitas yang diukur melalui *return on assets* (ROA) berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.
4. Apriada dan Suardhika (2016) meneliti pengaruh struktur kepemilikan, saham struktur modal dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, struktur modal, dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
5. Faridah (2016) meneliti pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, dan tingkat suku bunga terhadap nilai perusahaan. Hasil

penelitian menunjukkan keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, keputusan pendanaan dan tingkat suku bunga tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

6. Indah Kristian, Yudha Mahrm Darma Saputra, dan Anwar Husin Umrie (2015) meneliti pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan alat analisis regresi linier berganda menghasilkan hasil sebagai berikut: tidak ada pengaruh yang signifikan antara keputusan investasi terhadap nilai perusahaan, ada pengaruh yang signifikan antara keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan, dan ada pengaruh yang signifikan antara kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
7. Nainggolan dan Listiadi (2014) meneliti pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderasi. Hasil penelitian menunjukkan kebijakan hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.
8. Ni Putu dan Suartana (2014) meneliti pengaruh kepemilikan manajemen dan kepemilikan institusional pada nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan karena kepemilikan institusional dianggap mampu membatasi perilaku oportunistik manajer.

9. Sari (2014) meneliti pengaruh pertumbuhan perusahaan dan *leverage* terhadap profitabilitas dan nilai perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas, pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap profitabilitas, *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.
10. Titin Herawati (2013) meneliti tentang pengaruh kebijakan dividen, kebijakan hutang dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan menggunakan alat analisis model regresi panel menghasilkan hasil sebagai berikut: kebijakan dividen berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, kebijakan hutang berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, serta profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.
11. Aris Sasurya dan Nadia Asandimitra (2013) meneliti pengaruh kepemilikan manajerial, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan menggunakan alat analisis regresi linier berganda hasil dari penelitian tersebut yaitu: keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, keputusan pendanaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
12. Dwi Sukirni (2012) meneliti kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan menggunakan

alat analisis regresi linier berganda menghasilkan hasil: kepemilikan manajerial berpengaruh negatif secara signifikan terhadap nilai perusahaan, kepemilikan institusional berpengaruh positif secara signifikan terhadap nilai perusahaan, kebijakan dividen berpengaruh positif secara tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, dan kebijakan hutang berpengaruh positif secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

13. Mardiyati, Ahmad, dan Putri (2012) meneliti pengaruh kebijakan dividen, kebijakan hutang, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Hasil dari penelitian menunjukkan kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, kebijakan hutang berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, dan profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
14. Pancawati Hardiningsih (2011) yang meneliti tentang pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan insitutisional, kebijakan dividen, kebijakan hutang dan nilai perusahaan. Hasil penelitian adalah: 1) variabel kepemilikan manajerial terbukti mempengaruhi nilai perusahaan, 2) variabel kepemilikan institusional tidak terbukti mempengaruhi nilai perusahaan, 3) Kebijakan Dividen tidak terbukti mempengaruhi nilai perusahaan, 4) kebijakan Hutang tidak terbukti mempengaruhi nilai perusahaan 5) Ukuran perusahaan terbukti mempunyai pengaruh positif pada nilai perusahaan, 6) Pertumbuhan perusahaan terbukti

mempengaruhi nilai perusahaan 7) Kinerja perusahaan terbukti berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

C. Hipotesis

Struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan variabel-variabel dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah hutang dan *equity* tapi juga seberapa besar kepemilikan oleh manajer dan institusional (Jensen dan Meckling, 1976) artinya struktur kepemilikan juga menggambarkan berapa besar saham yang dimiliki oleh publik, *insider* maupun *outsiderownership*.

Pada *agency theory*, adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan dapat menimbulkan konflik keagenan yang menyebabkan adanya perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Hal ini membuat manajemen melakukan kecurangan sehingga merugikan para pemegang saham. Oleh karena itu diperlukan langkah untuk mensejajarkan perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham. Salah satunya adalah meningkatkan presentase kepemilikan manajerial. Perusahaan meningkatkan kepemilikan manajerial untuk menyejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga diharapkan dapat menurunkan kecenderungan manajer untuk melakukan tindakan mengonsumsi *perquisites* yang berlebihan.

Penelitian yang meneliti pengaruh kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan telah banyak dilakukan peneliti, antara lain Maya Indah Pratiwi (2016)

dan Pancawati Hardiningsih (2011), hasil kedua penelitian menyatakan adanya pengaruh positif signifikan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena manajer yang sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan maka kekayaannya sebagai pemegang saham juga ikut meningkat.

H1: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Pada konteks *agency cost model*, salah satu upaya yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency problem* dan *agency cost* adalah dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh institusional (*institutional ownership*). Kepemilikan institusional mempunyai peranan penting dalam memonitor manajemen dalam mengelola perusahaan. Investor institusional melaksanakan fungsi monitoring salah satunya adalah mendisiplinkan penggunaan hutang dalam struktur modal. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien fungsi monitoring dalam penggunaan aset dan pencegahan pemborosan oleh manajemen.

Bukti empiris mengenai pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan ditunjukkan dalam penelitian Ni Putu dan Suartana (2014) dan penelitian Dwi Sukirni (2012) yang hasilnya kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Dengan adanya kepemilikan institusional menjadikan fungsi pengawasan berjalan efektif dan membuat

manajemen berhati-hati dalam memperoleh dan mengelola pinjaman (hutang) yang bisa mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan.

H2: Kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan dividen menentukan berapa banyak keuntungan yang akan diperoleh oleh pemegang saham. Keuntungan yang akan diperoleh oleh pemegang saham ini menentukan kesejahteraan para pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Pada *bird in the hand theory* disebutkan bahwa investor lebih menyukai pengembalian yang berasal dari dividen dibandingkan dengan *capital gain*. Semakin besar dividen yang dibagikan maka kinerja perusahaan akan dianggap semakin baik dan penilaian terhadap perusahaan tersebut akan semakin baik pula yang tercermin dari tingginya harga saham perusahaan.

Aris Sasurya dan Nadia Asandimitra (2013) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Saat perusahaan meningkatkan pembayaran dividen investor kemungkinan akan menganggapnya sebagai sinyal harapan manajemen bahwa kinerja perusahaan kedepannya akan semakin baik. Sehingga kebijakan dividen memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

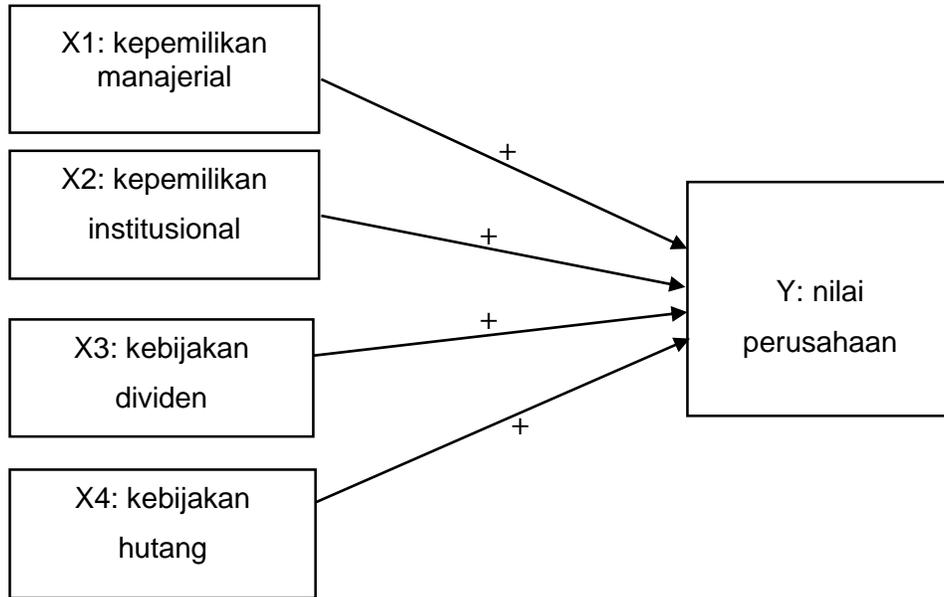
H3: Kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kebijakan hutang merupakan salah satu dari kebijakan keuangan yang berkaitan dengan sumber pendanaan suatu perusahaan. Teori MM dengan pajak menyatakan bahwa keputusan penggunaan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan karena adanya penghematan pajak dan pengurangan biaya keagenan. Perusahaan dengan hutang yang tinggi ditangkap investor sebagai perusahaan yang memiliki kemampuan untuk membayar kewajibannya dimasa depan atau adanya resiko bisnis yang rendah. Myer dan Majluf (1984) memperkuat hubungan positif kebijakan hutang dengan nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham. Harga saham bereaksi positif terhadap kenaikan hutang dan bereaksi negatif atas pengurangan hutang.

Dwi Sukirni (2012) meneliti pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan menyimpulkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini disebabkan karena investor akan menilai dan merespon positif atas perusahaan yang meningkatkan hutangnya untuk kegiatan investasi karena investor menilai perusahaan cukup yakin akan menghasilkan laba pada masa yang akan datang.

H4: Kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

D. Model Penelitian



Gambar 1. Kerangka Pemikiran