

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Penelitian Terdahulu

Berikut ini adalah beberapa penelitian terdahulu yang mendasari penelitian yang akan dilakukan, diantaranya sebagai berikut :

2.1.1. Dwi Sukirni, 2012

Penelitian ini berjudul “Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Dividen, dan Kebijakan Utang Analisis Terhadap Nilai Perusahaan”. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan utang, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Populasi pada penelitian ini adalah seluruh perusahaan *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2008-2010. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, kepemilikan manajerial memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan, kebijakan utang memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan dan kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Persamaan pada penelitian terdahulu dengan peneliti sekarang adalah sama-sama menggunakan variabel independen berupa kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, kebijakan utang, dan kebijakan dividen serta variabel dependen yaitu nilai perusahaan. Subyek penelitian sama-sama menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Perbedaan pada penelitian terdahulu dengan peneliti sekarang yaitu peneliti terdahulu menggunakan periode penelitian mulai tahun 2008-2010 sedangkan peneliti sekarang dimulai tahun 2007-2012.

2.1.2. Khalil Ur-Rehman Wahla, Syed Zulfiqar Ali Shah, dan Zahid Hussain, 2012

Penelitian ini berjudul “*Impact of Ownership Structure on Firm Performance Evidence from Non-Financial Listed Companies at Karachi Stock Exchange*”. Tujuan utama penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh signifikan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan variabel kontrol *leverage* dan *asset turnover ratio* sebagai variabel kontrol. Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Karachi selama periode 2008-2010. Hasil penelitian menyatakan bahwa terdapat hubungan negatif signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dan hubungan yang tidak signifikan antara *asset turnover* terhadap nilai perusahaan.

Persamaan pada penelitian terdahulu dengan peneliti sekarang adalah sama-sama menggunakan variabel independen berupa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional serta variabel dependen yaitu nilai perusahaan.

Perbedaan pada penelitian terdahulu dengan peneliti sekarang yaitu peneliti terdahulu menggunakan periode penelitian mulai tahun 2008-2010 sedangkan peneliti sekarang dimulai tahun 2007-2012. Selain itu, subyek penelitian dari peneliti terdahulu perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Karachi sedangkan peneliti sekarang menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

2.1.3. Sujoko dan Ugy Soebiantoro, 2007

Penelitian ini berjudul “Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, *Leverage*, Faktor Intern, Dan Faktor Ekstern Terhadap Nilai Perusahaan”. Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur kepemilikan, *leverage*, faktor ekstern, dan faktor intern terhadap nilai perusahaan di Bursa Efek Jakarta. Populasi dalam studi ini adalah perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitian menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Pembayaran dividen mempunyai berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. *Leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Persamaan pada penelitian terdahulu dengan peneliti sekarang adalah sama-sama menggunakan variabel independen berupa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional serta variabel dependen yaitu nilai perusahaan.

Perbedaan pada penelitian terdahulu dengan peneliti sekarang yaitu peneliti terdahulu menggunakan periode penelitian mulai tahun 2000-2004 sedangkan peneliti sekarang dimulai tahun 2007-2012. Subyek penelitian dari peneliti terdahulu menggunakan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sedangkan peneliti sekarang menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

2.1.4. Umi Mardiyati, Gatot Nazir Ahmad, dan Ria Putri, 2012

Penelitian ini berjudul “Pengaruh Kebijakan Dividen, Kebijakan Utang, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di

Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2005-2010”. Tujuan utama penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh kebijakan dividen, kebijakan utang, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan variabel kontrol *good corporate governance*. Populasi dari penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2005-2010. Hasil penelitian menyatakan bahwa (1) kebijakan dividen memiliki pengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dan (2) kebijakan hutang berpengaruh positif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Persamaan pada penelitian terdahulu dengan peneliti sekarang adalah sama-sama menggunakan variabel independen berupa kebijakan dividen, dan kebijakan utang serta variabel dependen yaitu nilai perusahaan.

Perbedaan pada penelitian terdahulu dengan peneliti sekarang adalah periode penelitian pada peneliti terdahulu dimulai tahun 2005-2010 sedangkan periode penelitian peneliti sekarang dilakukan mulai tahun 2007-2012. Subyek penelitian terdahulu menggunakan perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia sedangkan peneliti sekarang menggunakan seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

2.1.5. D. Agus Harjito dan Nurfauziah, Desember 2006

Penelitian ini berjudul “Hubungan Kebijakan Hutang, Insider Ownership, dan Kebijakan Dividen Dalam Mekanisme Masalah Agensi di Indonesia”. Tujuan utama penelitian ini adalah untuk menguji hubungan saling mengganti antara kebijakan utang, kepemilikan manajerial, dan kebijakan dividen sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi. Mengurangi masalah agensi dapat

dilakukan dengan meningkatkan nilai perusahaan yang diproksikan oleh variabel *Tobin's Q*. Penelitian ini memasukkan 69 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta tahun 2001-2004. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hubungan saling mengganti antara kebijakan utang, kepemilikan manajerial, dan kebijakan dividen sebagai mekanisme pengawasan masalah agensi tidak sepenuhnya terjadi di Indonesia karena hubungan saling mengganti antara ketiga variabel mekanisme agensi tersebut ditunjukkan dengan hubungan negatif diantara mekanisme-mekanisme pengawasan tersebut meskipun diperoleh hubungan yang negatif tetapi secara statistik tidak signifikan.

Persamaan pada penelitian terdahulu dengan peneliti sekarang adalah sama-sama menggunakan variabel independen berupa kepemilikan manajerial, kebijakan utang, dan kebijakan dividen serta variabel dependen yaitu nilai perusahaan.

Perbedaan pada penelitian terdahulu dengan peneliti sekarang yaitu peneliti terdahulu menggunakan periode penelitian mulai tahun 2001-2004 sedangkan peneliti sekarang dimulai tahun 2007-2012. Selain itu, subjek penelitian dari peneliti terdahulu menggunakan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta sedangkan peneliti sekarang menggunakan seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

2.2. Landasan Teori

Teori yang digunakan dalam penelitian ini akan dijelaskan sebagai berikut :

2.2.1 Nilai Perusahaan

Tujuan perusahaan adalah untuk meningkatkan nilai perusahaan dengan peningkatan kemakmuran para pemilik atau pemegang saham (Mamduh M. Hanafi, 2012: 7). Keberhasilan perusahaan digambarkan melalui kemakmuran pemegang sahamnya sehingga nilai perusahaan yang tinggi menjadi harapan bagi para pemegang saham yang menanamkan modalnya dalam suatu perusahaan. Peningkatan dan pengoptimalan nilai perusahaan seringkali menjadi tujuan jangka panjang dari suatu perusahaan. Optimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan pada akhirnya akan berdampak pada nilai perusahaan (Melanie Sugiarto, 2011).

Adapun konsep penilaian yang dijelaskan di dalam penelitian Melanie Sugiarto (2011), diantaranya sebagai berikut :

1. Nilai nominal merupakan suatu nilai yang tertulis pada anggaran dasar perseroan secara formal dan eksplisit baik di dalam neraca perusahaan maupun surat saham kolektif.
2. Nilai pasar atau kurs adalah harga atas proses tawar-menawar di pasar modal dimana nilai pasar hanya dapat ditentukan bagi perusahaan yang memperdagangkan sekuritas di pasar modal.
3. Nilai intrinsik merupakan konsep penilaian yang sangat abstrak karena nilai tersebut hanya berpusat pada perkiraan nilai riil suatu perusahaan. Gambaran yang diberikan oleh konsep ini adalah nilai perusahaan tidak hanya diukur atas harga dari sekumpulan aset,

namun nilai perusahaan dapat dijadikan sebagai entitas bisnis yang mempunyai kemampuan dalam menghasilkan keuntungan pada masa yang akan datang.

4. Nilai buku adalah suatu pengukuran terhadap nilai perusahaan yang dihitung berdasarkan konsep akuntansi. Menghitung nilai buku dapat dilakukan dengan membagi selisih antara total aktiva dan total utang dengan jumlah saham yang beredar.
5. Nilai likuidasi adalah nilai jual yang terkandung oleh perusahaan setelah seluruh aset perusahaan dikurangi dengan seluruh kewajiban perusahaan. Nilai likuidasi dihitung dengan cara seperti perhitungan nilai buku yaitu berdasar pada neraca performa yang disiapkan ketika suatu perusahaan akan likuidasi.

Penelitian saat ini menggunakan rasio *Price to Book Value* (PBV) sebagai proksi dalam mengukur nilai perusahaan. Rasio ini digunakan untuk menghindari kelemahan-kelemahan yang dimiliki oleh nilai buku. Perhitungan dilakukan dengan cara membagi harga pasar per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham. Pengukuran variabel kepemilikan manajerial mengacu dari penelitian Umi Mardiyati, Gatot Nazir, Ria Putri (2012) dan Dwi Sukirni (2012) dengan menggunakan rumus di bawah ini :

$$PBV = \frac{\text{Harga per lembar saham}}{\text{Nilai buku per lembar saham}} \quad \dots \text{ (Rumus 1)}$$

2.2.2 Struktur Kepemilikan

Hubungan keagenan terjadi ketika satu atau lebih individu sebagai prinsipal menyewa individu atau organisasi lain sebagai agen untuk melakukan sejumlah jasa dan mendelegasikan kewenangan untuk membuat keputusan kepada agen tersebut sehingga hal ini dapat memicu potensi konflik kepentingan yang terjadi diantara (1) pemegang saham dan manajer dan (2) manajer dan kreditur (Brigham dan Houston, 2006: 26). Konflik kepentingan dapat diminimalkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Struktur kepemilikan menjadi penting dalam teori keagenan karena sebagian besar argumentasi konflik keagenan disebabkan oleh adanya pemisahan kepemilikan dan pengelolaan (Sujoko dan Ugi Soebiantoro, 2007). Masing-masing pihak memiliki tujuan dan memiliki risiko yang berbeda berkaitan dengan perilakunya. Apabila manajer gagal menjalankan fungsinya akan berisiko tidak ditunjuk lagi sebagai manajer perusahaan, sementara pemegang saham juga akan berisiko kehilangan modalnya bila salah memilih manajer. Hal ini merupakan konsekuensi dari pemisahan antara fungsi kepemilikan dengan pengelolaan.

Kepemilikan manajerial dilakukan dengan cara memberikan proporsi kepemilikan saham kepada pihak manajemen sehingga para manajer akan termotivasi untuk bekerja lebih keras dalam memakmurkan para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan, mengingat mereka juga memiliki kepentingan yang sama seperti para pemegang saham. Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham oleh pihak *Board of Commissioners* yang terdiri

atas presiden komisioner, wakil presiden komisioner, dan komisioner serta pihak *Board of Directors* yang terdiri atas presiden direktur, wakil presiden direktur, dan direktur. Pengukuran variabel kepemilikan manajerial mengacu dari penelitian Sujoko dan Ugi Soebiantoro (2007) dan Dwi Sukirni (2012) dengan menggunakan rumus di bawah ini :

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki manajerial}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \dots\dots(\text{Rumus 2})$$

Kepemilikan institusional adalah proporsi kepemilikan saham oleh pihak institusi atau lembaga baik perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi maupun kepemilikan institusi lain (Dwi Sukirni, 2012) dan bukan termasuk perusahaan dalam kelompok bisnis misalnya, anak perusahaan (*subsidiary corporation*) dan perusahaan afiliasi (*affiliate company*). Kepemilikan saham institusional dianggap sebagai salah satu upaya untuk mengurangi masalah agensi di dalam perusahaan. Keberadaan investor institusional menjadi suatu mekanisme *monitoring* yang efektif dalam mengontrol perilaku manajer yang berkaitan dengan pengambilan keputusan strategis karena pihak institusional juga secara langsung terlibat di dalamnya sehingga dapat mendorong manajer untuk mengoptimalkan nilai perusahaan. Selain adanya keterlibatan secara langsung oleh pihak institusional atas manajemen perusahaan, hal lain yang mendasari keefektifan kepemilikan institusional dalam mengawasi tindakan manajer adalah karena pihak institusional memiliki keahlian atau kompetensi profesional dalam menganalisis informasi sehingga dapat menguji keandalan informasi yang dilaporkan oleh manajemen serta adanya kepemilikan yang signifikan atas

perusahaan oleh pihak institusional sehingga mereka lebih bisa mendisiplinkan perilaku manajer. Semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional maka pengawasan manajer akan meningkat sehingga akan mengurangi perilaku *opportunistic* manajer dan dapat bertindak untuk mencegah terjadinya pemborosan maupun manipulasi laba yang dilakukan oleh manajemen yang dapat berpengaruh terhadap menurunnya *agency cost* yang kemudian diharapkan nilai perusahaan mengalami peningkatan (Dwi Sukirni, 2012). Pengukuran variabel kepemilikan intitusional mengacu dari penelitian Sujoko dan Ugi Soebiantoro (2007) dan Dwi Sukirni (2012) dengan menggunakan rumus di bawah ini :

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki institusional}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \dots \text{(Rumus 3)}$$

2.2.3 Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang terkait dengan pembagian laba atas perusahaan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen sebagai *return* atas investasi serta berapa banyak yang dipertahankan untuk investasi kembali di dalam perusahaan (Brigham dan Houston, 2006 : 69). Jika perusahaan meningkatkan rasio pembayaran dividen, hal ini akan menaikkan nilai dividen yang akan datang (D_1). Apabila D_1 naik, maka akan lebih sedikit uang yang tersedia untuk melakukan reinvestasi, sehingga akan menyebabkan terjadinya penurunan tingkat pertumbuhan yang diharapkan dan kemudian cenderung akan menurunkan harga saham. Terdapat beberapa teori yang relevan terkait kebijakan dividen yang menjelaskan pengaruh besar kecilnya *dividend payout ratio* (DPR)

terhadap nilai perusahaan yang tercermin pada harga pasar saham. Menurut I Made Sudana (2011: 167), teori-teori tersebut diantaranya adalah sebagai berikut :

1. Teori *Bird In-the-Hand*

Teori ini dikemukakan oleh Myron Gordon dan John Lintner menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap harga pasar saham dimana nilai perusahaan akan dimaksimalkan dengan menentukan rasio pembagian dividen yang tinggi. Apabila rasio pembayaran dividen dinaikkan, maka harga pasar saham perusahaan tersebut akan semakin tinggi dan sebaliknya, serta pembagian dividen dapat mengurangi ketidakpastian yang dihadapi investor. Pendapat Gordon dan Lintner beranggapan investor memandang bahwa satu burung ditangan lebih berharga daripada seribu burung di udara, namun Modigliani-Miller berpendapat bahwa tidak semua investor berkepentingan untuk menginvestasikan kembali dividen mereka di perusahaan yang sama dengan memiliki risiko yang sama, oleh sebab itu tingkat risiko pendapatan mereka di masa yang akan datang bukan ditentukan oleh kebijakan dividen tetapi ditentukan oleh tingkat risiko investasi baru.

2. Teori *Tax Preference*

Adalah suatu teori yang menyatakan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap harga pasar saham perusahaan. Artinya, semakin besar jumlah dividen yang dibagikan oleh suatu perusahaan, semakin rendah harga pasar saham perusahaan yang bersangkutan. Hal ini terjadi apabila ada perbedaan antara tarif pajak

personal atas pendapatan dividen dan *capital gain*. Apabila tarif pajak dividen lebih tinggi daripada pajak *capital gain*, maka investor akan lebih senang jika laba yang diperoleh perusahaan tetap ditahan di perusahaan untuk membiayai investasi yang dilakukan perusahaan. Harapan di masa mendatang agar terjadi peningkatan *capital gain* yang tarif pajaknya lebih rendah. Apabila banyak investor yang memiliki pandangan demikian, maka investor cenderung memilih saham-saham dengan dividen kecil dengan tujuan menghindari pajak.

Rasio yang digunakan untuk mengukur dividen dalam penelitian ini adalah *Dividend Payout Ratio* (DPR) yang dimana kebijakan dividen berhubungan dengan penentuan besarnya *dividend payout ratio* (I Made Sujana, 2011: 167). Pengukuran variabel kebijakan dividen mengacu dari penelitian Dwi Sukirni (2012) dan Umi Mardiyati, Gatot Nazir, dan Ria Putri (2012) dengan menggunakan rumus di bawah ini :

$$\text{DPR} = \frac{\text{Dividen per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}} \quad \dots \text{ (Rumus 4)}$$

2.2.4 Kebijakan Utang

Kebijakan utang termasuk kebijakan pendanaan yang bersumber dari eksternal. Penentuan kebijakan utang ini berkaitan dengan struktur modal karena utang merupakan salah satu komposisi dalam struktur modal. Struktur modal berkaitan dengan pembelanjaan jangka panjang suatu perusahaan yang diukur dengan perbandingan utang jangka panjang dengan modal sendiri (I Made Sudana, 2011: 143). Teori struktur modal menjelaskan apakah kebijakan

pembelanjaan jangka panjang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, biaya modal perusahaan, dan harga pasar saham perusahaan. Menurut I Made Sudana (2011: 143), terdapat asumsi-asumsi terkait dengan teori struktur modal yang dianggap mampu untuk menjawab permasalahan tersebut, diantaranya adalah :

1. Tidak ada pajak dan biaya kebangkrutan.
2. Rasio utang terhadap modal diubah dengan cara perusahaan mengeluarkan saham untuk melunasi hutang atau perusahaan meminjam untuk membeli kembali saham yang beredar.
3. Perusahaan menepati kewajiban untuk membayarkan seluruh pendapatan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.
4. Nilai harapan distribusi probabilitas subjektif pendapatan operasi setiap perusahaan di masa yang akan datang sama bagi semua investor.
5. Pendapatan operasi perusahaan diharapkan tidak mengalami pertumbuhan.

Sebagaimana telah dikemukakan, teori struktur modal menjelaskan bagaimana pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, biaya modal, dan harga pasar saham. Menurut Mamduh M. Hanafi (2010: 297), terdapat beberapa teori struktur modal yang relevan untuk menjelaskan hal tersebut, diantaranya sebagai berikut :

1. Teori *Trade Off* dalam Struktur Modal

Teori ini menyatakan bahwa perusahaan berutang sampai pada tingkat utang tertentu dimana teori ini memasukkan beberapa faktor, seperti

(1) Penghematan pajak (*tax shields*) atas penambahan utang bernilai sama dengan biaya kesulitan keuangan, (2) biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) berupa biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) atau *reorganization* dan (3) biaya keagenan (*agency cost*) yang mengalami peningkatan sebagai akibat dari penurunan kredibilitas perusahaan. Semakin tinggi utang, maka semakin tinggi kemungkinan terjadinya kebangkrutan karena perusahaan memiliki beban bunga besar yang harus dibayarkan. Pemberi pinjaman bisa membangkrutkan perusahaan jika perusahaan tidak bisa membayar utang dimana jumlah biaya kebangkrutan tersebut bisa cukup signifikan.

Trade-off theory mempunyai implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *trade-off* antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal. Perusahaan-perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio utang. Tambahan utang yang dilakukan perusahaan akan mengurangi jumlah pajak perusahaan yang disetor sehingga keuntungan yang diperoleh perusahaan menjadi lebih besar dan diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

2. *Pecking Order Theory*

Kebijakan pendanaan ditentukan oleh tingkat kebutuhan investasi. Jika perusahaan memperoleh kesempatan untuk investasi maka perusahaan akan mencari dana untuk mendanai investasi tersebut. Manajemen perusahaan akan menentukan kebijakan pendanaan itu dengan dana

internal, baru kemudian dengan dana eksternal termasuk hutang. Jika dana internal sudah mencukupi maka manajemen tidak perlu menggunakan kebijakan utang untuk memperoleh dana dari luar. Namun, sebaliknya jika investasi yang dilakukan tidak cukup jika hanya menggunakan sumber dana dari internal, maka manajemen perusahaan harus menggunakan kebijakan utang sebagai salah satu alternatif untuk memperoleh dana dari luar disamping dengan menerbitkan saham.

3. Teori Keagenan

Menurut pendekatan teori keagenan, penyusunan struktur modal dimaksudkan untuk mengurangi *agency conflict* yang terjadi sebagai akibat pemisahan fungsi antara pihak pemilik dan pihak pengelola. Apabila perusahaan menggunakan utang, maka manager akan dipaksa untuk mengeluarkan kas dari perusahaan untuk membayar bunga sehingga penggunaan utang bermanfaat untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebih oleh pihak manajemen sehingga mampu mengurangi kegiatan investasi yang *unprofitable*.

Indikator penggunaan hutang yang digunakan yaitu *Debt to Equity Ratio* (DER) merupakan rasio yang mengukur seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh utang. DER menggambarkan perbandingan antara total utang dengan total ekuitas perusahaan yang digunakan sebagai sumber pendanaan usaha. Tingginya rasio ini menggambarkan gejala yang kurang baik bagi perusahaan.

Pengukuran variabel kebijakan utang mengacu dari penelitian Dwi Sukirni (2012) dan Umi Mardiyati, Gatot Nazir, dan Ria Putri (2012) dengan menggunakan rumus di bawah ini :

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}} \quad \dots \text{ (Rumus 5)}$$

2.2.5 Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Pemisahan fungsi antara pihak pemilik dan pihak pengelola, memungkinkan terjadinya perbedaan kepentingan yang sering kali menimbulkan *agency conflict* (konflik keagenan). Konflik keagenan terjadi ketika manajer lebih cenderung menempatkan kepentingan pribadi dan kesempatan investasi yang *unprofitable* diatas kepentingan perusahaan, terutama kepentingan pemegang saham sehingga terdapat ketidakselarasan kepentingan antara manajer sebagai agen dan pemegang saham sebagai prinsipal (Melanie Sugiarto, 2011). Apabila manajemen tidak mempunyai saham di perusahaan, maka keterlibatan manajer akan semakin berkurang. Situasi tersebut justru akan mendorong manajer untuk mengambil keputusan yang tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Sebaliknya, jika manajemen mempunyai kepemilikan saham di perusahaan maka para manajer akan cenderung termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya. Kinerja yang bagus dapat meningkatkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan sehingga dividen yang dibagikan kepada para pemegang saham semakin besar. Besarnya dividen yang diterima oleh pemegang saham mengindikasikan bahwa suatu perusahaan sedang berada dalam kondisi yang baik sehingga dapat menarik minat investor untuk berinvestasi. Semakin tinggi minat

investor maka harga saham di pasaran akan mengalami kenaikan. Hal tersebut akan mempengaruhi nilai perusahaan karena tingginya harga pasar saham merupakan cerminan adanya peningkatan nilai perusahaan.

Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Dwi Sukirni (2012) dan Khalil Ur-Rehman Wahla, Syed Zulfiqar Ali Shah, dan Zahid Hussain (2012) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memberikan pengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan karena belum banyak pihak manajemen yang memiliki porsi kepemilikan saham atas perusahaan dengan jumlah yang cukup signifikan sehingga mengakibatkan para manajer cenderung akan mementingkan kepentingannya sebagai pihak pengelola daripada sebagai pihak pemegang saham. Penelitian lain oleh Sujoko dan Ugy Soebiantoro (2007) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial memberikan pengaruh negatif namun tidak signifikan. Hal ini disebabkan kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap perusahaan karena pihak manajer cenderung banyak dikendalikan oleh pihak pemilik sehingga bisa dikatakan bahwa pihak manajer hanyalah sebagai kepanjangan tangan dari pihak pemilik.

2.2.6 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh pihak institusi atau lembaga baik perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi maupun kepemilikan institusi lain (Dwi Sukirni, 2012). Bukan termasuk perusahaan dalam kelompok bisnis misalnya, anak perusahaan (*subsidiary corporation*) dan perusahaan afiliasi (*affiliate company*) serta institusi pemegang saham publik. Keberadaan investor institusional dianggap menjadi suatu

mekanisme *monitoring* yang efektif karena (1) pihak institusional secara langsung terlibat dalam pengambilan keputusan oleh manajemen, (2) pihak institusional memiliki keahlian atau kompetensi profesional dalam menganalisis informasi, dan (3) kepemilikan yang signifikan atas perusahaan oleh pihak institusional menjadikan mereka lebih bisa mendisiplinkan perilaku manajer. Oleh karena itu, semakin tinggi tingkat kepemilikan institusional dalam perusahaan maka pengawasan terhadap perilaku manajer menjadi lebih besar dimana perilaku *opportunistic* manajer akan semakin berkurang serta dapat mencegah terjadinya pemborosan maupun manipulasi laba yang dilakukan oleh manajemen sehingga dapat berpengaruh terhadap menurunnya *agency cost*. Menurunnya *agency cost* maka dapat meningkatkan laba yang diperoleh perusahaan sehingga diharapkan nilai perusahaan menjadi meningkat (Dwi Sukirni, 2012).

Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Dwi Sukirni (2012) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa semakin tinggi kepemilikan institusional maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan oleh manajemen serta sebagai upaya pihak institusional dalam mencegah pemborosan dan manipulasi laba yang dilakukan oleh manajemen sehingga berpengaruh terhadap meningkatnya nilai perusahaan. Penelitian lain yang dilakukan oleh Sujoko dan Ugy Soebiantoro (2007) menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan yang berarti semakin besar kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajer maka semakin produktif tindakan manajer dalam meningkatkan nilai perusahaan.

2.2.7 Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen menentukan berapa banyak keuntungan yang akan dibagi oleh perusahaan kepada pemegang saham. Keuntungan yang diperoleh pemegang saham ini akan menentukan kesejahteraan mereka yang merupakan tujuan perusahaan. Semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham berarti kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik dimana perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dianggap menguntungkan dan tentunya penilaian terhadap perusahaan tersebut akan semakin baik pula. Nilai perusahaan biasanya tercermin melalui besarnya harga saham perusahaan di pasaran. Hal ini merupakan sinyal positif yang diberikan manajemen bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan. Apabila suatu perusahaan menjalankan kebijakan pembagian dividen tunai yang besar maka dana yang digunakan perusahaan untuk membiayai reinvestasi pun semakin rendah. Menurunnya reinvestasi dapat mengakibatkan tingkat pertumbuhan perusahaan di masa datang menjadi lebih rendah dan cenderung akan menurunkan harga pasar saham sehingga perusahaan sebaiknya menetapkan kebijakan dividen yang optimal (Melanie Sugiarto, 2011).

Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Dwi Sukirni (2012) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan dimana tinggi rendahnya dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham, tidak ada hubungannya dengan tinggi rendahnya nilai perusahaan. Penelitian lain yang dilakukan oleh Umi Mardiyati, Gatot nazir Ahmad, dan Ria Putri (2012) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh

negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil ini mendukung teori Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan karena meningkatnya jumlah dividen yang dibagikan kepada pemegang saham tidak selalu diikuti dengan peningkatan nilai perusahaan.

2.2.8 Pengaruh Kebijakan Utang Terhadap Nilai Perusahaan

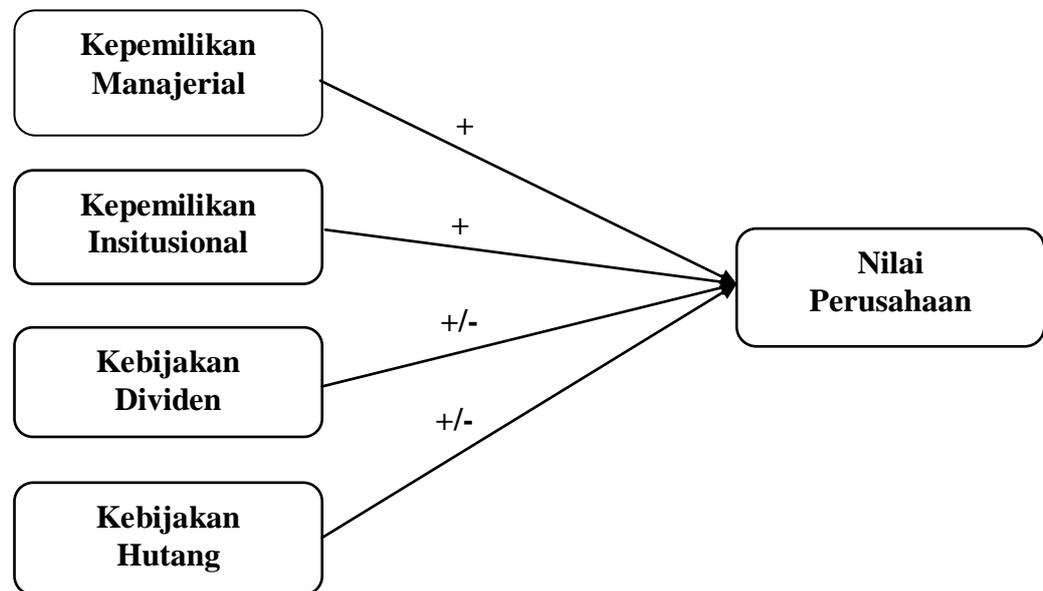
Leverage keuangan merupakan alternatif yang dapat digunakan untuk meningkatkan laba. Penggunaan utang dalam investasi sebagai tambahan untuk mendanai aktiva perusahaan diharapkan dapat meningkatkan keuntungan yang akan diperoleh perusahaan karena aktiva perusahaan tersebut digunakan untuk menghasilkan laba. Selain itu, penggunaan utang juga bermanfaat untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* yang berlebih oleh pihak manajemen sehingga mampu mengurangi kegiatan investasi yang *unprofitable*. Besarnya laba yang tersedia untuk pemegang ekuitas disebabkan oleh beban bunga utang yang berfungsi sebagai pengurang pajak sehingga keuntungan yang diperoleh menjadi lebih besar, yang kemudian diharapkan mampu meningkatkan nilai perusahaan. Semakin tinggi hutang maka akan menimbulkan terjadinya *financial distress* sehingga nilai perusahaan menurun (Sujoko dan Ugi Soebiantoro, 2007). Penggunaan utang dalam komposisi tertentu, dianggap mampu meningkatkan produktivitas suatu perusahaan sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan, tetapi jika komposisi utang berlebihan maka justru akan mengakibatkan penurunan nilai perusahaan. Seperti yang dinyatakan dalam penelitian Sujoko dan Ugi Soebiantoro (2007) bahwa semakin tinggi hutang maka akan memungkinkan

terjadinya *financial distress* sehingga nilai perusahaan menurun. Hal ini dikarenakan kebijakan utang merupakan salah satu keputusan yang bersifat strategis dengan tingkat risiko terjadinya defisit bahkan ancaman kebangkrutan. Oleh sebab itu, pihak manajemen perlu berhati-hati dalam menetapkan kebijakan utang perusahaan agar dapat memberikan pengaruh yang bagus terhadap nilai perusahaan.

Hasil penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Dwi Sukirni (2012) menunjukkan kebijakan utang memiliki pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini mendukung model *Trade-off Theory* yang menyatakan bahwa tercapainya tingkat utang yang optimal ketika penghematan pajak mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan. Penelitian lain yang dilakukan oleh Sujoko dan Ugy Soebiantoro (2007) menunjukkan kebijakan utang berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung *Trade-off Theory* yaitu meningkatnya jumlah utang maka akan menurunkan nilai perusahaan.

2.3. Kerangka Pemikiran

Berdasarkan uraian-uraian yang telah dikemukakan pada bab sebelumnya sebagai dasar yang digunakan untuk merumuskan hipotesis, berikut ini merupakan kerangka pemikiran penelitian ini :



GAMBAR 2.1
KERANGKA PEMIKIRAN

2.4. Hipotesis Penelitian

H1 : Kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, dan kebijakan utang secara simultan mempengaruhi signifikan terhadap nilai perusahaan.

H2 : Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

H3 : Kebijakan dividen dan kebijakan utang secara parsial mempunyai pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.