

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Teori Keagenan

Teori Keagenan didasari pada asumsi *rational principals, self-interested agents (opportunism), informational asymmetries* dan *risk bearing*. Atas dasar teori keagenan bahwa perusahaan merupakan rekan legal yang berperan sebagai suatu individu-individu. Hubungan keagenan didefinisikan sebagai sesuatu mekanisme kontrak antara penyedia modal (*the principals*) dan para agen. Dalam kontrak yang dirancang untuk meminimumkan biaya keagenan dari hubungan ini, hubungan keagenan merupakan kontrak, baik bersifat eksplisit maupun implisit, dimana satu atau lebih orang (yang disebut principal) meminta orang lain (yang disebut agen) untuk mengambil tindakan atas nama principal (Sugiarto, 2009:53).

Dalam kontrak terdapat pendelegasian beberapa kewenangan pengambilan keputusan kepada agen. Masalah keagenan muncul saat agen tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan prinsipal. Dalam hipotesis harga saham, agen akan melakukan berbagai manufer yang dapat meningkatkan harga saham di pasar guna meningkatkan kinerja mereka. Masalah keagenan dapat muncul dalam berbagai tipe. Tipe pertama adalah konflik antara manajer dan pemegang saham. Tipe kedua adalah konflik antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas. Tipe ketiga adalah konflik antar pemegang saham/manajer dengan pemberi pinjaman (Sugiarto, 2009:54).

Permasalahan keagenan tipe pertama, prinsipal adalah pemilik perusahaan (pemegang saham) dan agennya adalah tim manajemen. Tim manajemen diberi kewenangan untuk mengambil keputusan yang terkait dengan operasi dan strategi perusahaan dengan harapan keputusan-keputusan yang diambil akan memaksimalkan nilai perusahaan. Agar tim manajemen selalu mengambil keputusan yang sejalan dengan peningkatan nilai perusahaan seringkali tidak terwujud. Keputusan-keputusan yang diambil manajer cenderung lebih

menguntungkan manajer dibandingkan perusahaan. Asumsi bahwa agen harus menguntungkan pihak principal ternyata tidak selalu terpenuhi, hal ini dikarenakan agen memiliki kepentingan pribadi, inilah masalah keagenan yang muncul (Sugiarto, 2009:55).

Permasalahan keagenan tipe kedua tentang perbedaan kepentingan antar pemegang saham mayoritas dan minoritas. Pemegang saham mayoritas dapat memilih manajemen, tentu hal tersebut akan mendukung pemegang saham mayoritas dibandingkan pemegang saham minoritas permasalahan keagenan tipe kedua menurut Villalonga dan Amit (2007) :

1. Kebanyakan perusahaan di dunia dikontrol oleh pemegang saham besar, yang secara umum melibatkan pendiri dari perusahaan keluarga.
2. Keluarga seringkali mampu meningkatkan porsi kontrol mereka melebihi porsi saham yang mereka miliki melalui mekanisme *dual-class-stock*, *pyramidal ownership*, *interlocking shareholding* serta *cross-holding*.
3. Ketika keluarga menggunakan mekanisme peningkatan kontrol untuk menciptakan pemisahan (*wedge*) antara *cash flow rights* dan *control rights*, nilai perusahaan akan turun.
4. Maraknya kecenderungan bentuk kepemilikan tidak langsung (*undirect ownership*) disamping kepemilikan langsung (*direct ownership*). Dengan kepemilikan tidak langsung, keluarga menempatkan saham di perusahaan dalam bentuk *trusts*, *foundations*, *corporations* dan *limited partnerships*.

Permasalahan keagenan tipe ketiga menyoroti konflik antara pemegang saham dengan pemberi pinjaman. Konflik tersebut disebabkan perbedaan sikap terhadap risiko diantara dua pihak. Pada perusahaan-perusahaan yang lebih suka menggunakan utang dalam mendanai ekspansi proyeknya, maka teori keagenan menyatakan jika ekspansi berhasil, pemegang saham memperoleh hak kontrol terhadap semua nilai tambah yang dihasilkan, sebaliknya jika proyek gagal, pemegang saham hanya bertanggungjawab sebatas saham yang dikuasainya, Sugiarto *et al*, (2009:59).

2.2 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham (Sujoko dan Soebiantoro 2007). Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan. (Sartono, 2008), nilai perusahaan diartikan sebagai harga yang bersedia dibayar oleh calon investor seandainya suatu perusahaan akan dijual. Nilai perusahaan dapat mencerminkan nilai asset yang dimiliki perusahaan seperti surat-surat berharga.

Nilai perusahaan didefinisikan sebagai nilai pasar karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat. Berbagai kebijakan yang diambil oleh manajemen dalam upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik dan para pemegang saham yang tercermin pada harga saham (Brigham, 2013:19). Apabila perusahaan dapat mengembangkan penjualan, hal ini dapat berakibat terjadinya keselamatan usaha di dalam persaingan di pasar. Maka perusahaan yang akan berusaha memaksimalkan nilai perusahaan harus secara terus-menerus mengusahakan pertumbuhan dari penjualan dan penghasilannya. Mempertahankan tingginya harga pasar saham. Harga saham di pasar adalah merupakan perhatian utama dari perhatian manajer keuangan untuk memberikan kemakmuran kepada para pemegang saham atau pemilik perusahaan. Manajer harus selalu berusaha ke arah itu untuk mendorong masyarakat agar bersedia menanamkan uangnya ke dalam perusahaan itu. Dengan pemilihan investasi yang tepat maka perusahaan akan mencerminkan petunjuk sebagai tempat penanaman modal yang bijaksana bagi masyarakat. Hal ini akan membantu mempertinggi nilai dari perusahaan.

Nilai perusahaan dapat diukur dari *expected value* melalui arus kas maupun dari nilai *history* melalui asset perusahaan. Menurut Elit, dalam Puspita (2011), nilai (*value*) suatu asset adalah nilai sekarang (*present value*) dari arus kas imbal hasil

yang diharapkan (*expected cash flow*). Untuk mengkonfersikan aliran *cash flow* menjadi nilai saham harus mendiskontokan aliran tersebut dengan tingkat bunga yang diminta investor (*required rate of return*)

Nilai Perusahaan dapat diukur melalui :

1. *Price Earning Ratio* (PER)

Price Earning Ratio (PER) adalah rasio yang memperbandingkan antara harga saham terhadap earning perusahaan. Investor akan menghitung berapa kali (*multiplier*) nilai earning yang tercermin dalam harga suatu saham (Tandelilin, 2010:320).

$$Price\ Earning\ Value = \frac{Harga\ Saham}{Earning\ per\ Share}$$

2. *Price to Book Value* (PBV)

Price to book value adalah rasio yang menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham suatu perusahaan. Semakin tinggi rasio ini berarti pasar percaya akan prospek perusahaan tersebut (Tjiptono, 2011:141).

$$Price\ to\ Book\ Value = \frac{Harga\ Pasar\ Saham}{Nilai\ Buku\ Per\ Lembar\ Saham}$$

2.3 Kepemilikan Manajerial

Para pemegang saham yang mempunyai kedudukan di manajemen perusahaan baik sebagai kreditur maupun sebagai dewan komisaris disebut sebagai kepemilikan manajerial (*managerial ownership*). Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan 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 (Haruman, 2008).

Masalah teknis tidak akan timbul 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 akan 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 akan membantu penyatuan kepentingan antar manajer dengan pemegang saham. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham, sehingga manajer ikut merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan ikut pula menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Argumen tersebut mengindikasikan mengenai pentingnya kepemilikan manajerial dalam struktur kepemilikan perusahaan.

Kepemilikan saham manajerial adalah kepemilikan saham yang dimiliki oleh eksekutif dan direktur (Faisal & Firmansyah, 2006). Prosentase kepemilikan ditentukan oleh besarnya prosentase jumlah saham terhadap keseluruhan saham perusahaan. Seseorang yang memiliki saham suatu perusahaan dapat dikatakan sebagai pemilik perusahaan walaupun jumlah sahamnya hanya beberapa lembar saja. Kepemilikan manajerial diukur dengan jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen perusahaan terhadap total jumlah saham yang beredar.

2.4 Struktur Modal

Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing dan modal sendiri, pembentukan dari pendanaan jangka panjang terdiri dari obligasi dan saham.

Struktur modal adalah proporsi dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan dimana dana yang diperoleh menggunakan kombinasi atau paduan sumber yang berasal dari dana jangka panjang yang terdiri dari dua sumber utama yakni yang berasal dari dalam dan luar perusahaan. Menurut Riyanto (2008: 296) struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri (Rodoni, 2010).

Struktur keuangan menggambarkan susunan keseluruhan sisi kredit neraca yang terdiri atas utang jangka pendek, utang jangka panjang dan modal sendiri. Implikasi dari pengertian ini adalah utang jangka pendek tidak diperhitungkan dalam struktur modal karena utang jenis ini umumnya bersifat spontan (berubah sesuai dengan perubahan tingkat penjualan), sedangkan utang jangka panjang bersifat tetap selama jangka waktu yang relative panjang (lebih dari satu tahun) sehingga keberadaannya perlu lebih dipikirkan oleh para manajer keuangan. Itulah alasan utama mengapa struktur modal hanya terdiri dari utang jangka panjang dan modal. Karena alasan itu maka biaya modal hanya mempertimbangkan sumber dana jangka panjang (Mardiyanto, 2009).

Modal perusahaan bersumber dari modal asing dan modal sendiri. Modal asing terdiri dari modal asing jangka pendek, modal asing jangka menengah dan panjang. Dalam hubungannya dengan kemampuan untuk membayar hutang-hutang tersebut, perusahaan sering membagi kewajiban jangka pendek, menengah dan panjang. Surhali (2009), menyatakan bahwa "Modal adalah jumlah uang yang diinvestasikan atau aktiva bersih perusahaan". Menurut Sawir (2005), menyatakan bahwa "Modal merupakan pendanaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham".

Modal yang digunakan perusahaan selalu mempunyai biaya. Biaya tersebut bisa bersifat eksplisit (artinya nampak dan dibayar oleh perusahaan), tetapi juga bisa bersifat implisit (tidak nampak, bersifat oportunistik, atau yang disyaratkan oleh pemodal). Bagi dana yang berbentuk hutang, maka biaya dana mudah diidentifikasi, yaitu biaya bunganya. Sedangkan bagi dana yang berbentuk modal sendiri biaya dananya tidak tampak. Biaya dana untuk dana dalam bentuk modal sendiri merupakan tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemilik dana tersebut sebelum mereka menyerahkan dananya ke perusahaan. Tingkat keuntungan ini belum tentu lebih kecil apabila dibandingkan dengan bunga pinjaman.

“Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing (jangka panjang) dengan modal sendiri”. Masalah struktur modal merupakan masalah yang penting bagi setiap perusahaan karena baik buruknya struktur modalnya akan mempunyai efek yang langsung terhadap posisi finansial perusahaan (Riyanto, 2008).

Struktur modal bisa berubah sewaktu-waktu sesuai kondisi. Tetapi manajemen harus mempunyai gambaran mengenai struktur modal baik secara spesifik setiap saat. Keputusan struktur modal dipengaruhi oleh resiko bisnis, posisi pajak, fleksibilitas keuangan atau kemampuan untuk menambah modal dengan persyaratan yang wajar dalam keadaan buruk sekalipun. Dalam hal ini manager lebih agresif dari yang lain, sehingga sebagian dari perusahaan lebih cenderung menggunakan hutang untuk meningkatkan laba.

Teori struktur modal menjelaskan hubungan apakah tersedianya sumber-sumber dana dan biaya modal yang berlainan ada pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan dan biaya modal.

Salah satu tugas manajer keuangan adalah memenuhi kebutuhan dana. Di dalam melakukan tugas tersebut manajer keuangan dihadapkan adanya suatu variasi dalam pembelanjaan, dalam arti kadang-kadang perusahaan lebih baik

menggunakan dana yang bersumber dari hutang (*debt*) dan kadang-kadang perusahaan lebih baik kalau menggunakan dana yang bersumber dari modal sendiri (*equity*). Masalah struktur modal merupakan masalah yang penting bagi perusahaan, karena baik-buruknya struktur modal akan mempunyai efek yang langsung terhadap posisi finansial perusahaan. Oleh karena itu manajer keuangan di dalam operasinya perlu berusaha untuk memenuhi suatu sasaran tertentu yang mengenai perimbangan antara besarnya hutang dan jumlah modal sendiri yang tercermin dalam struktur modal perusahaan, sehingga manajer harus memperhatikan berbagai faktor yang mempengaruhi struktur modal. Menurut Brigham dan Houston (2013), faktor-faktor yang berpengaruh dalam pengambilan keputusan struktur modal adalah sebagai berikut:

1. Profitabilitas (*profitability*)

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Para investor menanamkan saham pada perusahaan adalah untuk mendapatkan *return*, yang terdiri dari *yield* dan *capital gain*. Semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar *return* yang diharapkan investor, sehingga menjadikan nilai perusahaan menjadi lebih baik. Seringkali pengamatan menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi perusahaan yang memperoleh laba yang besar, maka dapat dikatakan berhasil atau memiliki kinerja yang baik, sebaliknya kalau laba yang diperoleh perusahaan relatif kecil atau menurun dari periode sebelumnya, maka dapat dikatakan perusahaan kurang berhasil atau memiliki kinerja yang kurang baik. Laba yang menjadi ukuran kinerja perusahaan harus dievaluasi dari suatu periode ke periode berikutnya dan bagaimana laba aktual dibandingkan dengan laba yang direncanakan. Apabila seorang manajer telah bekerja keras dan berhasil meningkatkan penjualan sementara biaya tidak berubah, maka laba harus meningkat melebihi periode sebelumnya, yang mengisyaratkan keberhasilan. Perusahaan yang memiliki tingkat pengembalian investasi tinggi cenderung memiliki hutang dalam jumlah kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan mereka untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal.

2. Stabilitas Penjualan (*sales stability*)

Perusahaan dengan tingkat penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman/ hutang yang besar dengan risiko menanggung biaya tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

3. Pajak (*taxes*)

Bunga merupakan beban yang dapat dikurangkan untuk tujuan perpajakan, dan pengurangan tersebut sangat bernilai bagi perusahaan yang terkena tarif pajak yang tinggi. Karena itu, makin tinggi tarif pajak perusahaan, maka makin besar manfaat penggunaan hutang.

4. Struktur Aktiva (*asset structure*)

Perusahaan yang aktivanya sesuai untuk dijadikan sebagai jaminan peminjaman hutang/ kredit cenderung lebih banyak menggunakan hutang dalam jumlah besar. Aktiva multiguna yang dapat digunakan oleh banyak perusahaan merupakan jaminan yang baik, sedangkan aktiva yang hanya digunakan untuk tujuan tertentu tidak begitu baik untuk dijadikan jaminan.

5. Dividen

Dividen merupakan bagian dari laba yang tersedia bagi para pemegang saham biasa (*earning available for common stockholders*) yang dibagikan kepada para pemegang saham biasa dalam bentuk tunai. *Strice et al* (2004:902) menyatakan bahwa “dividen adalah pembagian kepada pemegang saham dari suatu perusahaan secara proporsional sesuai dengan jumlah saham yang dipegang oleh masing-masing pemilik. Menurut Skousen et al (2001:757) “dividen adalah pendistribusian laba secara proporsional kepada para pemegang saham sesuai dengan jumlah saham yang dimilikinya”. Distribusi laba bentuk kas oleh sebuah korporasi kepada para pemegang sahamnya disebut sebagai dividen tunai (*cash dividend*).

6. Ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki perusahaan. Ukuran untuk menentukan ukuran perusahaan adalah dengan *log natural* dari *total asset*. Total asset dijadikan sebagai indicator ukuran perusahaan karena sifatnya jangka panjang dibandingkan dengan penjualan. Sedangkan logaritma natural digunakan untuk meminimalkan varian dari model penelitian.

7. Risiko bisnis

Risiko bisnis merupakan ketidakpastian perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Risiko bisnis ini merupakan risiko yang dihadapi perusahaan ketika tidak menggunakan hutang sehingga dapat dilihat pengaruhnya terhadap pengambilan kebijakan hutang perusahaan. Risiko bisnis pada penelitian ini diprosikan dengan standar deviasi dari EBIT.

2.5 Ukuran Perusahaan

Sujoko dan Soebiantoro (2007) menjelaskan, ukuran perusahaan yang besar dapat menjadi indikator bahwa perusahaan tersebut mengalami perkembangan dan besar kecilnya ukuran perusahaan dapat tercermin dari nilai total aset yang tercantum di neraca. Perusahaan dengan total aset yang besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan. Pada tahap tersebut, perusahaan diasumsikan telah memiliki arus kas yang positif dan prospek yang bagus dalam jangka waktu yang relatif lama.

Disamping itu, perusahaan dengan total aset yang besar juga mencerminkan bahwa perusahaan tersebut relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba (Daniati dan Suhairi dalam Sofyaningsih dan Hardiningsih, 2011).

Investor tentunya akan tertarik untuk berinvestasi pada perusahaan yang besar. Hal tersebut didorong oleh adanya jaminan kepastian operasi dan prospek bisnis masa depan yang lebih baik. Respon dari preferensi investor

tersebut akan tercermin dari peningkatan harga saham yang selanjutnya akan menyebabkan naiknya nilai perusahaan (Pratiwi dalam Bernadhi, 2011).

2.6 Kebijakan Deviden

Menurut Brigham dan Houston (2013 : 211), ada beberapa teori kebijakan dividen yang dikemukakan oleh para ahli keuangan seperti Modigliani dan Miller; serta Gordon dan Linter. Teori-teori tersebut diantaranya:

1. Teori Dividen Irrelevant (*Dividend Irrelevant Theory*)

Profesor Merton Miller dan Franco Modigliani (MM) mengemukakan teori bahwa kebijakan dividen tidak berdampak pada harga saham maupun biaya modal suatu perusahaan; kebijakan dividen merupakan sesuatu yang irelevan (*irrelevant*). MM mengembangkan teori mereka berdasarkan sekumpulan asumsi tersebut mereka membuktikan bahwa nilai suatu perusahaan hanya ditentukan oleh profitabilitas dasar dan risiko usahanya.

2. Teori Burung di Tangan (*Bird-in-the-Hand Theory*)

Teori dimana nilai perusahaan akan maksimal ataupun meningkat dengan rasio pembayaran dividen yang tinggi. Pendapat Myron Gordon dan John Litner diberi nama *Bird-in-the-hand Theory*, karena menurut mereka investor lebih merasa aman untuk memperoleh pendapatan berupa pembayaran dividen daripada menunggu *capital gain*. Gordon – Lintner beranggapan bahwa investor memandang satu burung lebih berharga daripada seribu burung diudara.

3. *Tax Preference Theory*

Teori ini berpendapat bahwa karena dividen cenderung dikenakan pajak yang lebih tinggi daripada *capital gain*, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan *dividen yield* yang tinggi. Teori ini menyarankan bahwa perusahaan lebih baik menentukan *dividen payout ratio* yang rendah atau bahkan tidak membagikan dividen sama sekali untuk meminimumkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan.

Semakin tinggi dividen yang dibagikan kepada pemegang saham akan mengurangi kesempatan perusahaan untuk mendapatkan sumber dana intern dalam rangka mengadakan reinvestasi, sehingga dalam jangka panjang akan menurunkan nilai perusahaan, sebab pertumbuhan dividen akan semakin berkurang. Oleh karena itu tugas manajer keuangan untuk bisa menentukan kebijakan dividen yang optimal agar bisa menjaga nilai perusahaan (Sutrisno, 2012: 267) adapun faktor-faktor yang mempengaruhi besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan oleh perusahaan kepada pemegang saham antara lain adalah:

1. Posisi Solvabilitas Perusahaan

Apabila perusahaan dalam kondisi insolvensi atau solvabilitasnya kurang menguntungkan, biasanya perusahaan tidak membagikan laba. Hal ini disebabkan laba yang diperoleh lebih banyak digunakan untuk memperbaiki struktur modalnya.

2. Posisi Likuiditas Perusahaan

Cash dividend merupakan arus kas keluar bagi perusahaan, oleh karena itu bila perusahaan membayarkan dividen berarti harus bisa menyediakan uang kas yang cukup banyak dan ini akan menurunkan tingkat likuiditas perusahaan. Bagi perusahaan yang kondisi likuiditasnya kurang baik, biasanya *dividen payout rasionya* kecil, sebab sebagian besar laba digunakan untuk menambah likuiditasnya. Namun perusahaan yang sudah mapan dengan likuiditas yang baik cenderung memberikan dividen lebih besar.

3. Kebutuhan untuk Melunasi Utang

Salah satu sumber dana perusahaan adalah dari kreditor berupa utang, baik jangka pendek maupun jangka panjang. Semakin banyak utang yang harus dibayar semakin besar dana yang harus disediakan sehingga akan mengurangi jumlah dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Disamping itu, dengan jatuh temponya utang, berarti dana utang tersebut harus diganti. Alternatif mengganti dana utang bisa dengan mencari utang baru atau *me-roll-*

over utang, dan juga bisa dengan sumber dana intrn dengan cara memperbesar laba ditahan. Hal ini tentunya akan memperkecil *dividend payout ratio*.

4. Rencana Perluasan

Perusahaan yang berkembang ditandai dengan semakin pesatnya pertumbuhan perusahaan, dan hal ini bisa dilihat dari perluasan yang dilakukan oleh perusahaan. Semakin pesat pertumbuhan perusahaan, juga semakin pesat perluasan yang dilakukan. Konsekuensinya semakin besar kebutuhan dana untuk membiayai perluasan tersebut. Kebutuhan dana dalam rangka ekspansi tersebut bisa dipenuhi baik dari utang, menambah modal sendiri yang berasal dari pemilik, dan salah satunya juga bisa diperoleh dari *internal resources* berupa memperbesar laba ditahan. Dengan demikian semakin pesat perluasan yang dilakukan perusahaan semakin kecil *dividen payout rationya*.

5. Kesempatan Investasi

Kesempatan investasi jugamerupakan faktor yang mempengaruhi besarnya dividen yang akan dibagi. Semakin terbuka kesempatan investasi semakin kecil dividen yang dibayarkan sebab dananya digunakan untuk memperoleh kesempatan investasi. Namun bila kesempatan investasi kurang baik, maka dananya lebih banyak digunakan untuk membayar dividen.

6. Stabilitas Pendapatan

Bagi perusahaan yang pendapatannya stabil, dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham lebih besar disbanding dengan perusahaan yang pendapatannya tidak stabil. Perusahaan yang pendapatannya stabil tidak perlu menyediakan kas yang banyak untuk berjaga-jaga, sedangkan perusahaan yang pendapatannya tidak stabil harus menyediakan uang kas yang cukup besar untuk berjaga-jaga.

7. Pengawasan Terhadap Perusahaan

Kadang-kadang pemilik tidak mau kehilangan kendali terhadap perusahaan. Apabila perusahaan mencari sumber dana dari modal sendiri kemungkinan akan masuk investor baru dan ini tentunya akan mengurangi kekuasaan

pemilik lama dalam mengendalikan perusahaan. Jika dibelanjai dari utang risikonya cukup besar. Oleh karena itu perusahaan cenderung tidak membagi dividennya agar pengendalian tetap berada di tangannya.

Kebijakan dividen perusahaan meliputi dua komponen dasar. Pertama, rasio pembayaran dividen menunjukkan jumlah dividen yang dibayarkan relatif terhadap laba perusahaan dan kedua adalah stabilitas dividen sepanjang waktu. Dalam merumuskan kebijakan dividen, manajer keuangan menghadapi *tradeoff*. Dengan mengasumsikan manajemen sudah memutuskan berapa banyak laba perusahaan yang diinvestasikan kembali dan memilih bauran utang-modalnya untuk mendanai investasi ini. Kebijakan dividen merupakan keputusan pembayaran dividen yang mempertimbangkan maksimalisasi harga saham saat ini dan periode mendatang. Dalam penentuan besar kecilnya dividen yang akan dibayarkan pada perusahaan yang sudah merencanakan dengan menetapkan target *Dividend Payout Ratio* didasarkan atas perhitungan keuntungan yang diperoleh setelah dikurangi pajak. Untuk dapat membayar dividen dapat dibuat suatu rencana pembayarannya (Sugiarto, 2009: 73).

1. Perusahaan mempunyai target *Dividend Payout Ratio* jangka panjang.
2. Manajer memfokuskan pada tingkat perubahan dividen dari pada tingkat absolut.
3. Perubahan dividen yang meningkat dalam jangka panjang, untuk menjaga penghasilan. Perubahan penghasilan yang sementara tidak untuk mempengaruhi *Dividend Payout Ratio*.
4. Manager bebas membuat perubahan dividen untuk keperluan cadangan.

Penentuan besarnya *Dividend Payout Ratio* akan menentukan besar kecilnya laba yang ditahan. Setiap ada penambahan laba yang ditahan berarti ada penambahan modal sendiri dalam perusahaan yang diperoleh dengan biaya murah.

Keputusan mengenai jumlah laba yang ditahan dan deviden yang akan dibagikan diputuskan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

Kemampuan perusahaan untuk membagikan deviden kepada para pemegang saham terbatas tidak sebesar jumlah laba yang ditahan saja, dimana *dividend irrelevance theory* menyebutkan bahwa kebijakan deviden perusahaan tidak relevan dalam mempengaruhi nilai perusahaan, dengan kata lain bahwa kebijakan deviden suatu perusahaan tidak berpengaruh terhadap kemakmuran pemegang saham. Nilai perusahaan ditentukan oleh *earnings power* dari aset perusahaan dan risiko bisnis perusahaan.

Deviden merupakan hak pemegang saham biasa (*common stock*) untuk mendapatkan bagian dari keuntungan perusahaan. Jika perusahaan memutuskan untuk membagi keuntungan dalam deviden, semua pemegang saham biasa mendapatkan haknya yang sama. Pembagian deviden untuk saham biasa dapat dilakukan jika perusahaan sudah membayar deviden untuk saham preferen.

2.7 Penelitian terdahulu

No	Penelitian	Judul	Variabel	Hasil Penelitian
1.	Sujoko, (2007)	Pengaruh struktur kepemilikan, leverage, faktor ekstern dan faktor intern terhadap nilai perusahaan di Bursa Efek Jakarta.	Dependen: PBV Independen: Kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, suku bunga, pertumbuhan pasar, leverage, ROA.	Kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap PBV. Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap PBV. Suku bunga, pertumbuhan pasar, leverage dan ROA mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap PBV.

No	Penelitian	Judul	Variabel	Hasil Penelitian
2.	Safrida, (2008)	Pengaruh Struktur modal dan pertumbuhan perusahaan pada nilai perusahaan pada perusahaan manufaktur di bursa efek jakarta.	Dependen: PBV. Independen: DER dan Perubahan total aktiva.	Struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan dan pertumbuhan perusahaan berpengaruh secara negatif tapi tidak signifikan.
3.	Sulistiono, (2010)	Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur di BEI tahun 2006-2008	Dependen : PBV Independen : Kepemilikan Manajerial, DER, Size	Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, Struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
4.	Rohimah, (2013)	Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Kosmetik Yang Terdaftar di BEI	Dependen: PBV Independen: Struktur Kepemilikan Dan Struktur Modal	Struktur kepemilikan tidak berpengaruh signifikan dan negatif dengan nilai perusahaan, Struktur modal tidak berpengaruh signifikan dan positif terhadap nilai perusahaan.

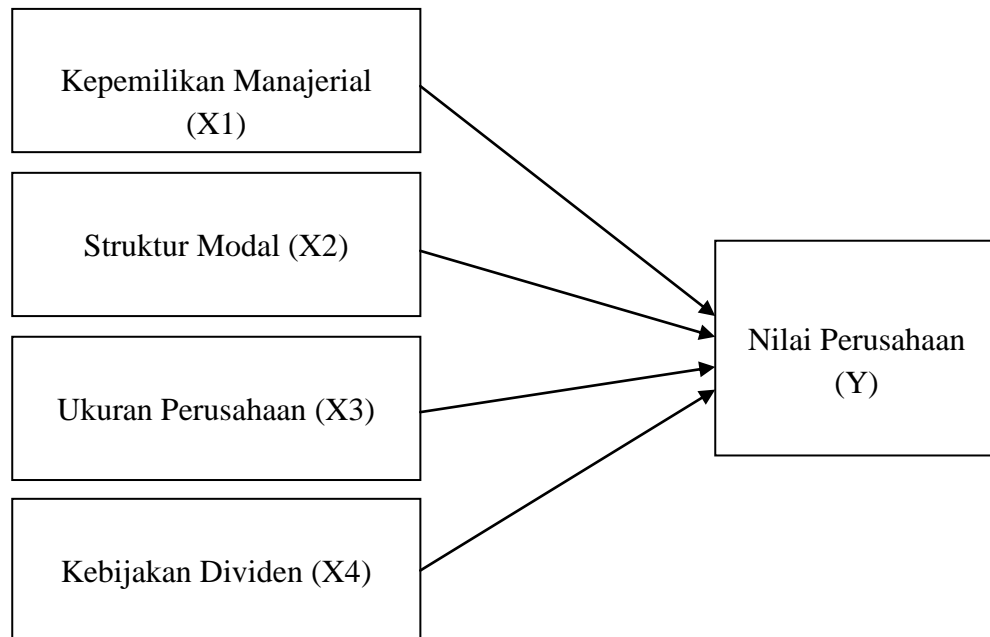
No	Penelitian	Judul	Variabel	Hasil Penelitian
5.	Pratama, (2016)	Pengaruh Ukuran Perusahaan dan Leverage Terhadap Nilai Perusahaan dengan Profitabilitas Sebagai Variabel Mediasi Pada Perusahaan Telekomunikasi Di BEI tahun 2006-2013	Dependen : ROA, PBV Independen: Ukuran perusahaan, Leverage	Ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, leverage berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan, ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas, leverage berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas, profitabilitas tidak mampu memediasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan, profitabilitas tidak mampu memediasi pengaruh leverage terhadap nilai perusahaan

2.8 Kerangka Pemikiran

Kerangka pemikiran adalah jaringan asosiasi yang disusun, dijelaskan dan dikolaborasi secara logis antar variable yang dianggap relevan pada situasi masalah dan diidentifikasi (Sekaran, 2006 dalam Sefiana 2014).

Populasi yang digunakan adalah perusahaan yang terdapat pada BEI tahun 2013 - 2015, variable dependen (Y) adalah *nilai perusahaan* dan variable independen (X1) adalah kepemilikan manajerial, (X2) adalah struktur modal, (X3) adalah ukuran perusahaan dan (X4) adalah kebijakan dividen.

Kerangka pemikiran dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :



Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran

2.9 Bangunan Hipotesis

2.9.1 Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan

Para pemegang saham yang mempunyai kedudukan di manajemen perusahaan baik sebagai dewan komisaris atau sebagai direktur disebut kepemilikan manajerial. Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan ada suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan, termasuk didalamnya adalah kebijakan menggunakan hutang (Satria, 2011).

Proporsi kepemilikan saham yang dikontrol oleh manajer dapat memengaruhi kebijakan perusahaan. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham (*outsider ownership*), sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Pernyataan tersebut menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen dalam perusahaan, maka manajemen akan cenderung lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah dirinya sendiri. Peningkatan kinerja dari manajemen tentunya akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Hasil ini mendukung teori *agency cost* yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial merupakan mekanisme yang efektif untuk mengatasi konflik keagenan yang terjadi akibat kepentingan antara manajer dan pemilik. Berdasarkan penelitian yang dilakukan Sujoko (2007) menemukan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian tersebut di dukung dengan hasil penelitian Sulistiono (2010) bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

H_1 = Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

2.9.2 Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan

Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing (jangka panjang) dengan modal sendiri (Riyanto,2008). *Trade-off theory* menjelaskan bahwa jika struktur modal berada di bawah titik optimal maka setiap penambahan utang akan meningkatkan nilai perusahaan, sebaliknya, jika posisi struktur modal berada di atas titik optimal maka setiap penambahan utang akan menurunkan nilai perusahaan. Penggunaan asumsi bahwa titik target struktur modal optimal belum tercapai, maka berdasarkan *trade-off theory* memprediksikan adanya hubungan yang positif terhadap nilai perusahaan (Kusumajaya, 2011).

Berdasarkan penelitian yang dilakukan Fau (2015) menunjukkan bahwa *Debt to Equity Ratio* berpengaruh terhadap nilai perusahaan (PBV).

H₂= Struktur modal berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

2.9.3 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan

Sujoko dan Soebiantoro (2007) menjelaskan, ukuran perusahaan merupakan cerminan besar kecilnya perusahaan yang nampak dalam nilai total aktiva perusahaan. Dengan semakin besar ukuran perusahaan, maka ada kecenderungan lebih banyak investor yang menaruh perhatian pada perusahaan tersebut. Hal ini disebabkan karena perusahaan yang besar cenderung memiliki kondisi yang lebih stabil. Kestabilan tersebut menarik investor untuk memiliki saham perusahaan tersebut. Kondisi tersebut menjadi penyebab atas naiknya harga saham perusahaan di pasar modal. Investor memiliki ekspektasi yang besar terhadap perusahaan besar. Ekspektasi investor berupa perolehan dividen dari perusahaan tersebut. Peningkatan permintaan saham perusahaan akan dapat memacu pada peningkatan harga saham di pasar modal. Peningkatan tersebut menunjukkan bahwa perusahaan dianggap memiliki “nilai” yang lebih besar.

Berdasarkan penelitian Prasetyorini (2013) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian tersebut di dukung dengan hasil penelitian Pratama (2016) bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

H₃= Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

2.9.4 Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Menurut Brigham dan Houston (2013: 211), *Tax Preference Theory* berpendapat bahwa karena dividen cenderung dikenakan pajak yang lebih tinggi daripada *capital gain*, maka investor akan meminta tingkat keuntungan yang lebih tinggi untuk saham dengan *dividen yield* yang tinggi. Teori ini menyarankan bahwa perusahaan lebih baik menentukan *dividen payout ratio* yang rendah atau bahkan

tidak membagikan dividen sama sekali untuk meminimumkan biaya modal dan memaksimalkan nilai perusahaan.

Berdasarkan penelitian Sari (2013) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian tersebut di dukung dengan hasil penelitian Sasurya dan Asandimitra (2013) bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

H₄= Kebijakan dividen berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan