



Hak cipta dan penggunaan kembali:

Lisensi ini mengizinkan setiap orang untuk menggubah, memperbaiki, dan membuat ciptaan turunan bukan untuk kepentingan komersial, selama anda mencantumkan nama penulis dan melisensikan ciptaan turunan dengan syarat yang serupa dengan ciptaan asli.

Copyright and reuse:

This license lets you remix, tweak, and build upon work non-commercially, as long as you credit the origin creator and license it on your new creations under the identical terms.

BAB II

TELAAH LITERATUR

2.1 NILAI PERUSAHAAN

Nilai perusahaan adalah total nilai ekonomis suatu perusahaan, yang mencerminkan nilai yang akan dialokasikan kepada pemegang saham perusahaan dan pemegang utang. Nilai perusahaan juga didefinisikan sebagai nilai pasar karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat (Hasnawati dalam Wijaya dan Wibawa, 2010). 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 (Gapensi dalam Prasetyorini, 2013). 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 (Rakhimsyah dan Gunawan, 2011).

Menurut Keown *et al.* (2010) terdapat variabel-variabel kuantitatif yang dapat digunakan untuk memperkirakan nilai suatu perusahaan, antara lain nilai buku, nilai pasar perusahaan, nilai appraisal, dan nilai arus kas yang diharapkan.

1) Nilai buku (*book value*)

Nilai buku per lembar saham adalah jumlah yang diterima per lembar saham dari saham biasa jika seluruh aset perusahaan dijual tepat pada *book value*-nya dan setelah membayar seluruh liabilitasnya (termasuk *preferred stock*) yang dibagi kepada setiap pemegang saham biasa. (Gitman dan Zutter, 2012:287)

Nilai buku merupakan jumlah aktiva yang dimiliki oleh perusahaan yang tercantum di neraca dikurangi dengan kewajiban yang ada atau sama dengan ekuitas dari perusahaan tersebut. Nilai buku tidak menghitung nilai pasar dari suatu perusahaan secara keseluruhan karena perhitungan nilai buku berdasarkan pada data historis dari aktiva perusahaan (Keown, *et al*, 2010).

2) Nilai pasar saham perusahaan

Nilai pasar saham adalah suatu pendekatan untuk memperkirakan nilai bersih dari suatu bisnis. Apabila saham didaftarkan dalam bursa sekuritas dan secara luas diperdagangkan, maka pendekatan nilai dapat dibangun berdasarkan nilai pasar. Pendekatan nilai merupakan suatu pendekatan yang paling sering digunakan dalam menilai perusahaan, dan nilai ini dapat berubah dengan cepat (Keown, *et al*, 2010). Menurut Wardani dan Hermuningsih (2011), pada kenyataannya, tidak semua perusahaan menginginkan harga saham tinggi karena takut tidak laku dijual atau tidak menarik investor untuk membelinya. Sedangkan harga saham yang terlalu murah dapat berdampak buruk pada citra perusahaan dimata investor.

3) Nilai appraisal

Nilai appraisal adalah penilaian terhadap perusahaan berdasarkan estimasi yang dilakukan oleh *independent appraiser* atas aset suatu perusahaan.

Aset yang dinilai dapat berupa barang berwujud, barang tidak berwujud, dan surat-surat berharga. Dalam melakukan sebuah penilaian (appraisal), *appraiser* melakukannya dengan tiga pendekatan, yaitu:

- a. Pendekatan terhadap biaya (*cost approach*) yaitu pendekatan yang memperhitungkan seluruh biaya dan investasi yang berhubungan dengan perusahaan yang dinilai.
- b. Pendekatan perbandingan pasar (*market approach*) yaitu pendekatan untuk mendapatkan nilai jual dari suatu perusahaan dengan membandingkan terhadap perusahaan lain yang sejenis yang telah diketahui nilai jualnya.
- c. Pendekatan terhadap pendapatan (*income approach*) yaitu pendekatan penilaian yang dilakukan berdasarkan pada nilai sekarang (*net present value*) dari tingkat keuntungan yang mungkin dihasilkan oleh perusahaan tersebut pada masa yang akan datang.

4) *Free Cash Flow Valuation*

“This approach is appealing when one is valuing firms that have no dividend history or are startups or when one is valuing an operating unit or division of a larger public company.” (Gitman dan Zutter, 2012:284)

Penggunaan penilaian nilai perusahaan dengan menggunakan *free cash flow* digunakan saat perusahaan belum pernah membagikan dividen atau

perusahaan yang baru berdiri atau saat suatu perusahaan menilai unit operasi atau divisi dari perusahaan publik yang lebih besar. Dalam penilaian ini menyajikan jumlah dari arus kas yang tersedia (*free cash flow*) untuk investor.

Dalam penelitian ini, nilai perusahaan diprosikan dengan rasio *Price to Book Value (PBV)*. Rasio ini dihitung dengan membagikan *closing price* saham dari perusahaan dibagi dengan *book value* per lembar saham dari perusahaan tersebut. Menurut Weygandt, *et al* (2013), *book value* per lembar saham menggambarkan besarnya ekuitas yang dimiliki oleh setiap pemegang saham biasa pada *net asset* perusahaan dari kepemilikan satu lembar saham. Sedangkan harga pasar menggambarkan penilaian subjektif dari ribuan pemegang saham dan calon investor mengenai potensi perusahaan pada keuntungan dan dividen di masa yang akan datang.

Rasio *PBV* mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh (Brigham dalam Ningsih dan Indarti, 2012). Rasio ini menunjukkan seberapa mampu perusahaan menciptakan nilai perusahaan relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Semakin tinggi rasio *PBV*, semakin tinggi juga nilai perusahaan. Menurut Gitman (2009), rasio *PBV* memberikan penaksiran mengenai bagaimana investor menilai performa dari perusahaan. Rasio *PBV* menunjukkan seberapa besar uang yang rela dibayarkan oleh investor untuk setiap satu satuan mata uang yang berlaku. Berdasarkan Murhadi pada Ningsih dan Indarti (2012), ada beberapa alasan mengapa

investor menggunakan rasio harga terhadap nilai buku (*PBV*) dalam analisis investasi: Pertama, nilai buku sifatnya relatif stabil. Bagi investor yang kurang percaya terhadap estimasi arus kas, maka nilai buku merupakan cara paling sederhana untuk membandingkannya. Kedua, adanya praktik akuntansi yang relatif standar diantara perusahaan-perusahaan menyebabkan *PBV* dapat dibandingkan antar berbagai perusahaan yang akhirnya dapat memberikan sinyal apakah nilai perusahaan *under* atau *overvaluation*. Terakhir, pada kasus perusahaan yang memiliki *earnings* negatif maka tidak memungkinkan untuk mempergunakan *PER*, sehingga penggunaan *PBV* dapat menutupi kelemahan *PER* yang ada pada *PER* dalam kasus ini. Namun ada beberapa kekurangan sehubungan dengan penggunaan rasio *PBV* yakni: satu, nilai buku sangat dipengaruhi oleh kebijakan akuntansi yang diterapkan oleh perusahaan. Apabila penggunaan standar akuntansi yang berbeda di antara perusahaan-perusahaan maka ini akan mengakibatkan rasio *PBV* tidak dapat diperbandingkan. Kedua, nilai buku mungkin tidak banyak artinya bagi perusahaan berbasis teknologi dan jasa karena perusahaan-perusahaan tersebut tidak memiliki aset nyata yang signifikan. Ketiga, nilai buku dari ekuitas akan menjadi negatif bila perusahaan selalu mengalami *earnings* yang negatif sehingga akan mengakibatkan nilai rasio *PBV* juga negatif. *Overvalue* adalah keadaan dimana harga saham suatu perusahaan melebihi nilai buku dari perusahaan tersebut. Dan sebaliknya, *undervalue* adalah keadaan dimana harga saham suatu perusahaan dibawah nilai buku dari perusahaan tersebut.

Rasio *PBV* dapat dirumuskan sebagai berikut (Subramanyam, 2009:613):

$$PBV = \frac{\text{Market Value of Equity}}{\text{Book Value of Equity}}$$

Keterangan :

PBV : *Price to book value* adalah rasio yang membandingkan harga pasar saham dengan nilai buku dari saham tersebut.

Market Value of Equity : Rata-rata dari *closing price* saham perusahaan setiap harinya dalam satu tahun.

Book Value of Equity : Nilai buku dari saham per lembarnya. Dihitung dari total ekuitas perusahaan dibagi dengan jumlah saham beredar dari perusahaan tersebut.

Maksimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai melalui pelaksanaan fungsi manajemen keuangan, dimana satu keputusan keuangan yang diambil akan mempengaruhi keputusan keuangan lainnya dan berdampak pada nilai perusahaan (Fama and French dalam Artini dan Puspaningsih, 2011).

Manajemen keuangan berhubungan dengan penyelesaian atas suatu keputusan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Wijaya dan Wibawa (2010), dengan mengkombinasikan ketiga keputusan tersebut secara optimal akan memaksimalkan nilai perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian Artini dan Puspaningsih (2011), salah satu faktor lain yang juga berpengaruh terhadap nilai perusahaan adalah persentase kepemilikan

manajerial di dalam suatu perusahaan. Kepemilikan manajerial adalah persentase kepemilikan perusahaan yang dimiliki oleh manajer dari perusahaan tersebut.

2.2 KEPUTUSAN PENDANAAN

Struktur modal adalah gabungan dari utang dengan ekuitas yang dikelola oleh perusahaan. Keputusan struktur modal yang buruk dapat mengakibatkan biaya modal yang tinggi, menurunkan *net present value* dari proyek yang dimiliki perusahaan, dan juga membuat proyek tersebut lebih sulit diterima. Keputusan struktur modal yang efektif dapat menurunkan biaya modal, meningkatkan *net present value* dan proyek yang lebih mudah disetujui dan berarti meningkatkan nilai perusahaan tersebut (Gitman dan Zutter, 2012:523). Keputusan pendanaan merupakan keputusan yang menyangkut komposisi pendanaan yang dipilih oleh perusahaan (Hasnawati dalam Rakimsyah dan Gunawan, 2011). Menurut Brealey, Myers, dan Marcus dalam Ningsih dan Indarti (2012) keputusan pendanaan merupakan tanggung jawab manajer keuangan untuk menggalang dana yang dibutuhkan perusahaan untuk investasi dan operasinya.

Biaya dari utang lebih rendah dibandingkan dengan pembiayaan lainnya. Kreditur menuntut pengembalian yang relatif lebih rendah karena mereka mengambil resiko minimal dari setiap kontributor modal jangka panjang. Kreditur memiliki prioritas lebih tinggi untuk *claim* setiap pendapatan atau aset perusahaan yang dapat digunakan untuk pembayaran, dan mereka dapat memberikan tekanan hukum jauh lebih besar terhadap perusahaan untuk

melakukan pembayaran daripada para pemilik saham preferen atau saham biasa. Pengurangan pajak yang didapatkan dari pembayaran bunga juga menurunkan biaya utang perusahaan. Tidak seperti modal utang dimana perusahaan harus membayar pada periode tertentu, modal ekuitas tetap diinvestasikan di dalam perusahaan tanpa tanggal jatuh tempo. Sumber dasar dari modal ekuitas adalah saham preferen (*preferred stock*) dan ekuitas saham biasa (*common stock equity*) yang termasuk saham biasa (*common stock*) dan laba ditahan (*retained earning*) (Gitman dan Zutter, 2012:523).

Modigliani dan Miller dalam Gitman dan Zutter (2012:526) membuktikan bahwa struktur modal yang dipilih oleh perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan dengan asumsi pasar modal persaingan sempurna (*perfect capital market*). *Perfect capital market* adalah (Keown, *et al*, 2005:608):

- 1) Pasar modal dimana investor dapat membeli dan menjual saham tanpa ada biaya transaksi seperti komisi broker.
- 2) Pasar modal dimana perusahaan dapat menerbitkan saham tanpa harus menanggung biaya.
- 3) Pasar modal dimana tidak ada pajak perusahaan dan pajak personal.
- 4) Pasar modal dimana informasi menyeluruh mengenai perusahaan telah tersedia.
- 5) Pasar modal dimana tidak ada konflik kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham.
- 6) Pasar modal dimana tidak ada *Financial distress* dan *bankruptcy cost*

Banyak peneliti, termasuk Modigliani dan Miller meneliti efek dari pengurangan asumsi mengenai hubungan struktur modal dengan nilai perusahaan. Hasilnya optimalisasi struktur modal dengan menyeimbangkan keuntungan dan harga dari pendanaan utang. Keuntungan terbesar dari pendanaan melalui utang adalah *tax shield*, yang memperbolehkan pembayaran bunga sebagai pengurang dalam menghitung pendapatan kena pajak (*taxable income*). Harga dari pendanaan utang yang harus ditanggung perusahaan adalah:

- 1) Meningkatnya kemungkinan kebangkrutan perusahaan yang diakibatkan oleh ketidakmampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya untuk membayar utangnya saat jatuh tempo.
- 2) Munculnya *agency cost* akibat dari pembatasan tindakan perusahaan oleh kreditor. *Agency cost* muncul akibat dari tindakan kreditor untuk memantau perusahaan. Strategi yang paling umum adalah dengan menolak permintaan pinjaman berikutnya atau dengan meningkatkan biaya pada pinjaman perusahaan berikutnya. Namun strategi tersebut adalah strategi yang hanya dapat dilakukan setelah kreditor telah menyetujui pinjaman perusahaan tersebut sebelumnya. Oleh karena itu, kreditor melindungi dirinya sendiri dengan mengikat sertakan ketentuan perjanjian pinjaman yang membatasi perusahaan untuk menghindari resiko. Ketentuan-ketentuan tersebut membahas mengenai tingkat minimum likuiditas, akuisisi aset, gaji eksekutif, dan pembayaran dividen.

3) Harga yang muncul akibat manager memiliki informasi lebih banyak mengenai prospek perusahaan dibandingkan dengan yang dimiliki oleh investor (*asymmetric information*). Saat manager menginformasikan mengenai peluang investasi yang menguntungkan, investor bersikap skeptis. Investor tidak dapat mempercayai investasi tersebut akan memberikan keuntungan besar. Jika manager perusahaan menjual saham untuk mendanai investasi tersebut, investor hanya mau membayar sesuai dengan informasi yang mereka miliki, yang berarti manager perusahaan harus menjual saham pada harga lebih rendah dibandingkan jika tidak ada *asymmetric information*.

Permasalahan *asymmetric information* mendorong munculnya urutan pendanaan yang dimulai dengan laba ditahan, diikuti dengan utang, dan yang terakhir adalah menerbitkan saham baru. Urutan ini disebut dengan *pecking order*.

Pecking order theory mengasumsikan bahwa:

- 1) Perusahaan cenderung memilih pembiayaan internal untuk mendanai proyek-proyeknya.
- 2) Perusahaan menyesuaikan target *dividend pay-out ratio* dengan kesempatan melakukan investasi.
- 3) Kebijakan dividen yang konstan, fluktuasi profitabilitas dan kesempatan berinvestasi yang tidak dapat diprediksi menyebabkan dana yang dihasilkan dari kegiatan internal kadang lebih besar atau lebih kecil dari *capital expenditure*. Apabila dana internal lebih besar maka perusahaan akan

menggunakannya untuk melunasi hutang atau berinvestasi pada *marketable securities*. Sebaliknya apabila perusahaan mengalami defisit, maka perusahaan akan menurunkan saldo kas atau menjual *marketable securities*.

- 4) Ketika perusahaan memerlukan sumber daya tambahan, mereka cenderung memilih utang terlebih dahulu kemudian sekuritas. (Myers dalam Yulianti, 2010)

Dalam merumuskan rasio dari keputusan pendanaan, diproksikan dengan rasio *debt to equity ratio (DER)*. Rasio ini menunjukkan perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melalui hutang dengan pendanaan melalui ekuitas (Brigham dan Houston dalam Wijaya dan Wibawa, 2010). Rasio ini dapat dirumuskan sebagai berikut (Subramanyam, 2009:554):

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Shareholders Equity}}$$

Keterangan :

DER : *Debt to Equity Ratio* adalah rasio perbandingan antara pembiayaan dan pendanaan melalui utang dengan pendanaan melalui ekuitas.

Total Debt : Total utang yang dimiliki perusahaan.

Shareholders equity : Total ekuitas yang dimiliki perusahaan.

Tingkat *DER* yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki persentase utang yang tinggi di dalam struktur modal perusahaan untuk digunakan dalam mendanai operasional dan investasi perusahaan tersebut. Dengan adanya penggunaan utang pada struktur modal akan meningkatkan jumlah modal perusahaan yang dapat digunakan perusahaan untuk membiayai kegiatan

operasionalnya sehingga perusahaan dapat bertumbuh lebih cepat. Dengan adanya penambahan modal tersebut, memberikan sinyal positif kepada investor bahwa perusahaan akan memperoleh laba di masa yang akan datang, sehingga permintaan saham perusahaan tersebut meningkat. Peningkatan permintaan saham tersebut akan diiringi dengan naiknya harga saham perusahaan, yang berarti nilai perusahaan tersebut meningkat. Namun perlu diperhatikan bahwa penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan selama tidak melebihi tingkat optimal dari penggunaan utang tersebut, karena penggunaan utang yang melebihi tingkat optimal akan membuat harga dari penggunaan utang lebih tinggi dibandingkan dengan keuntungan yang didapatkan dari penggunaan utang tersebut. Dalam penelitian terdahulu yang telah dilakukan oleh Prasetyorini (2013), keputusan pendanaan tidak memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Namun dalam penelitian yang dilakukan oleh Wijaya dan Wibawa(2010) menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif signifikan antara keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan. Pendapat dari penelitian lain yang dilakukan oleh Afzal dan Rohman (2012) juga mendukung pendapat bahwa terdapat pengaruh signifikan antara keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, hipotesis kedua yang diuji adalah:

H_{a1}: Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

2.3 KEBIJAKAN DIVIDEN

Saat perusahaan memperoleh laba, perusahaan harus memutuskan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen atau laba tersebut akan ditahan dalam bentuk laba ditahan yang nantinya akan digunakan untuk membiayai investasi di masa yang akan datang. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba tersebut sebagai dividen, maka akan memenuhi keinginan pemegang saham untuk mendapatkan *return* berupa dividen, namun akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya akan mengurangi total sumber dana internal yang dapat digunakan untuk investasi perusahaan di masa mendatang. Keputusan ini adalah kebijakan dividen yang akan diambil oleh perusahaan.

Ada beberapa teori yang membahas mengenai kebijakan dividen diantaranya yaitu :

1) *Dividend Irrelevance Theory*.

Teori ini dicetuskan oleh Modigliani dan Miller. Mereka berargumen bahwa nilai perusahaan ditentukan berdasarkan kemampuan perusahaan mendapatkan *income* dan resiko dari aset-asetnya (investasi). Keputusan mengenai pembagian *income* antara dividen dan laba ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Modigliani dan Miller mencetuskan teori tersebut dengan asumsi pasar persaingan sempurna (kepastian, tidak ada pajak, tidak ada biaya transaksi, dan tidak ada kecacatan pasar lainnya), nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh distribusi dividen (Gitman dan Zutter, 2012:572).

2) *Bird-in-the-hand dividend theory*

Gordon dan Lintner berpendapat melawan *Dividend Irrelevance Theory*. Mereka berpendapat bahwa faktanya ada hubungan langsung antara kebijakan dividen perusahaan dengan nilai pasar perusahaan tersebut. *Bird-in-the-hand dividend theory* menyatakan bahwa investor melihat dividen yang ada di saat ini memiliki resiko yang lebih rendah daripada dividen pada masa yang akan datang atau *capital gains* sehingga kebijakan perusahaan untuk membayarkan dividen akan meningkatkan nilai perusahaan.

3) *Tax preference theory*

Teori ini berdasar pada perbedaan perlakuan pajak untuk *dividend income* dengan *capital gains*. Investor berusaha untuk mengurangi beban pajak untuk memaksimalkan *after-tax return*. Pembayaran dividen meningkatkan beban pajak yang harus ditanggung yang mengakibatkan pengurangan pada *after-tax return* sehingga investor lebih menyukai jika perusahaan menahan laba yang diperoleh sebagai *retained earning* yang memungkinkan *capital gains* daripada dibagikan dalam bentuk dividen. Perusahaan dengan kebijakan pembayaran dividen lebih rendah akan memiliki harga saham yang lebih tinggi. Demikian juga sebaliknya, perusahaan dengan kebijakan pembayaran dividen yang relatif tinggi akan memiliki harga saham yang lebih rendah.

Ada tiga jenis kebijakan dividen yang digunakan perusahaan (Gitman dan Zutter, 2012:577):

- 1) Kebijakan dividen rasio pembayaran konstan (*constant payout ratio dividend policy*).

Dividend payout ratio mengindikasikan persentase dari setiap uang yang diterima yang diberikan oleh perusahaan kepada pemilik saham (*stockholder*) dalam bentuk kas. *Dividend payout ratio* dihitung dengan membagi *cash dividend* perusahaan per lembar saham dengan *earning per share*-nya. *Constant payout ratio dividend policy* adalah kebijakan dividen yang membayarkan dividen berdasarkan persentase tertentu pada setiap periodenya.

- 2) Kebijakan dividen teratur (*regular dividend policy*)

Kebijakan dividen ini mendasarkan pada pembayaran dengan jumlah per mata uang yang *fix* di setiap periodenya. Sering kali perusahaan yang menggunakan kebijakan dividen ini menaikkan *regular dividend*-nya setelah kenaikan pendapatan secara berkelanjutan terjadi dalam perusahaan.

- 3) Kebijakan dividen rendah teratur dan ditambah ekstra (*low regular and extra dividend policy*)

Kebijakan ini berdasarkan pada pembayaran dividen teratur yang rendah, dan ditambahkan dengan bonus dividen saat perusahaan mendapatkan pendapatan yang lebih tinggi daripada periode yang telah ditentukan. Dengan adanya bonus dividen, perusahaan menghindari pandangan mengenai peningkatan dividen adalah permanen. Kebijakan dividen ini banyak digunakan pada perusahaan yang memiliki banyak pergeseran pendapatan.

Berdasarkan Weygandt, *et al* (2013: 538), terdapat empat jenis dari dividen, yaitu kas, properti, *script (promissory note* untuk membayar kas), dan saham. Kebijakan dividen dikonfirmasi melalui *Dividend Payout Ratio (DPR)*. Rasio pembayaran dividen adalah presentase laba yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas (Ningsih dan Indarti, 2012). Rasio ini dapat dirumuskan sebagai berikut (Gitman & Joehnck, 2008:330):

$$DPR = \frac{\text{Dividend Per Share}}{\text{Earning Per Share}}$$

Keterangan :

DPR : *Dividend Payout Ratio*

Dividend per share : Dividen per lembar saham

Earning per Share (EPS) : *EPS* adalah ukuran dari laba bersih yang diperoleh pada setiap saham biasa (Weygandt, *et al*, 2013)

Tingkat *Dividend Payout Ratio (DPR)* yang tinggi menunjukkan tingginya persentase penggunaan laba yang didapatkan perusahaan untuk membayar dividen kepada pemegang saham dibandingkan dengan yang ditahan untuk diinvestasikan kembali. Berdasarkan pendapat *Bird in the Hand Theory*, semakin tinggi *Dividend Payout Ratio*-nya, akan lebih menarik bagi investor karena investor lebih mengharapkan pembagian dividen pada saat ini dibandingkan dengan pembagian dividen di masa yang akan datang atau *capital gain*. Dengan ini, permintaan akan saham perusahaan yang memiliki *Dividend Payout Ratio* yang tinggi akan tinggi, sehingga berpengaruh pada harga saham perusahaan yang juga akan meningkat. Peningkatan harga saham

mengindikasikan peningkatan nilai perusahaan. Berdasarkan penelitian terdahulu yang telah dilakukan oleh Ningsih dan Indarti (2009) mengatakan bahwa tidak terdapat hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Namun berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Rakimsyah dan Gunawan (2011), kebijakan dividen berpengaruh secara negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian tersebut berlawanan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wijaya dan Wibawa (2010) yang hasilnya membuktikan bahwa kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, hipotesis yang ketiga sebagai berikut:

Ha2: Kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

2.4 KEPEMILIKAN MANAJERIAL

Struktur kepemilikan perusahaan terbagi menjadi dua pihak yaitu pihak *insider* dan pihak *principal*. Pihak *insider* yang dimaksud dalam penelitian ini adalah manajer perusahaan yang bertugas untuk melakukan pengelolaan perusahaan dimana manajer bertanggung jawab terhadap pengambilan keputusan strategis dalam operasional sehari-hari perusahaan. *Principal* adalah pihak yang menjadi pemilik perusahaan. Salah satu keputusan strategis yang diambil oleh manajer adalah untuk menentukan kebijakan-kebijakan yang dapat meningkatkan nilai kepentingan pemegang saham yaitu memaksimalkan harga saham perusahaan. Kinerja manajer ini kemudian harus dipertanggungjawabkan kepada pemegang saham. Pemegang saham membeli saham perusahaan dengan mengharapkan tingkat pengembalian atas investasi yang mereka

setinggi-tingginya dengan tingkat resiko yang serendah-rendahnya. Manajer diharapkan dapat mengambil keputusan-keputusan yang dapat meningkatkan kesejahteraan prinsipal.

Perusahaan yang semakin besar akan memiliki potensial yang lebih tinggi dalam mengalami *agency problems* sebagai akibat adanya pemisahan antara fungsi pengambil keputusan dengan penanggung resikonya. Dalam keadaan ini, manajer cenderung untuk melakukan konsumsi atas keuntungan tambahan secara berlebihan. Manajer menjadi lebih cenderung bertindak sendiri dalam pengambilan keputusan. Keadaan tersebut membuat pemegang saham merasa khawatir manajer akan melakukan tindakan yang tidak sejalan dengan tujuan perusahaan seperti memanfaatkan fasilitas perusahaan secara berlebihan atau membuat keputusan yang penuh resiko seperti dengan menciptakan hutang yang tinggi untuk meningkatkan nilai perusahaan. Tindakan tersebut disebut *moral hazard*. Dengan munculnya konflik tersebut, akan meyulitkan pemegang saham (*shareholder*) untuk memonitor pengelola perusahaan. Dengan adanya konflik tersebut, memunculkan biaya agensi (*agency cost*). Biaya agensi (*agency cost*) meliputi biaya yang muncul akibat penggunaan sumber daya perusahaan oleh agen (*insider*) untuk keuntungannya sendiri, atau biaya yang muncul dari penerapan teknik yang *principal* gunakan untuk mencegah agen dalam memprioritaskan kepentingannya sendiri dibandingkan dengan kepentingan *principal*.

Biaya agensi (*agency cost*) dapat diminimalisir dengan mensejajarkan kepentingan-kepentingan antara pihak-pihak yang terkait dengan cara

meningkatkan kepemilikan saham manajemen (*insider ownership*). Kepemilikan ini akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham. Dengan manajemen memiliki kepemilikan lebih dalam perusahaan, manajer akan lebih memiliki rasa “memiliki” terhadap perusahaan tersebut dan juga merasa bahwa keputusan-keputusan yang diambil olehnya akan berguna bagi dirinya sendiri sebagai pemegang saham. Manajer juga akan menghindari keputusan-keputusan yang merugikan pemegang saham, karena manajer juga menjadi pemegang saham. Semakin besar proporsi kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan, maka manajemen akan berupaya lebih giat untuk memenuhi kepentingan pemegang saham yang juga adalah dirinya sendiri. Dengan ini, manajer akan lebih termotivasi untuk memberikan kinerja manajemen yang terbaik dan tidak mementingkan kepentingan sendiri. Dengan terbentuknya rasa memiliki atas perusahaan tersebut, kinerja manajemen akan semakin baik dan berpengaruh pada peningkatan nilai perusahaan.

Besarnya *insider ownership* didapatkan dengan menghitung persentase saham yang dimiliki oleh manajer, yaitu (Diana dan Irianto, 2008):

$$\text{INSDR} = \frac{\text{jumlah saham yang dimiliki } \textit{insider}}{\text{total saham yang beredar}}$$

Keterangan:

INSDR : *Insider Ownership*, yaitu kepemilikan perusahaan oleh manajerial dari perusahaan tersebut.

Tingkat *insider ownership* yang tinggi menunjukkan tingginya tingkat kepemilikan saham perusahaan oleh pihak manajerial perusahaan tersebut. Dengan adanya kepemilikan oleh manajer perusahaan, diharapkan keputusan yang diambil oleh manajer adalah keputusan yang terbaik yang tidak mengesampingkan kepentingan pemilik saham karena manajer perusahaan itu sendiri juga menjadi pemegang saham pada perusahaan tersebut. Manajer yang sekaligus pemegang saham akan berusaha untuk meningkatkan nilai perusahaan sehingga nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat juga. Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajerial perusahaan akan memberikan sinyal positif kepada investor bahwa manajer perusahaan tersebut akan mengambil keputusan-keputusan yang terbaik bagi pemegang saham sehingga permintaan akan saham perusahaan tersebut akan meningkat. Peningkatan permintaan saham perusahaan akan meningkatkan harga saham sehingga mengindikasikan bahwa perusahaan mengalami kenaikan nilai perusahaan. Berdasarkan penelitian Artini dan Puspaningsih (2011), kepemilikan manajerial memiliki hubungan signifikan positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian tersebut sependapat dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011). Namun penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, hipotesis yang keempat adalah:

Ha₃: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

2.5 KEPUTUSAN PENDANAAN, KEBIJAKAN DIVIDEN DAN KEPEMILIKAN MANAJERIAL SECARA SIMULTAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Keputusan pendanaan, kebijakan dividen, dan kepemilikan manajerial adalah hal yang saling berhubungan yang memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011), keputusan pendanaan berkaitan dengan penentuan struktur modal yang tepat bagi perusahaan. Dalam perspektif manajerial, inti dari fungsi pendanaan adalah bagaimana perusahaan menentukan sumber dana yang optimal untuk mendanai berbagai alternative investasi, sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin pada harga saham. Menurut Brealey, Myers, dan Marcus pada Ningsih dan Indarti (2012), keputusan pendanaan merupakan tanggung jawab manajer keuangan untuk menggalang dana yang dibutuhkan perusahaan untuk investasi dan operasinya. Para investor yang berkontribusi mendanai suatu perusahaan mengharapkan pengembalian investasi di masa depan. Oleh sebab itu, investasi yang dilakukan perusahaan saat ini harus menghasilkan laba di masa depan untuk dibayarkan kepada para investor. Kebijakan dividen adalah keputusan yang harus diputuskan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa mendatang (Ningsih dan Indarti, 2012). Kebijakan dividen penting untuk memenuhi harapan pemegang saham terhadap dividen dengan tidak menghambat pertumbuhan perusahaan di sisi lain (Wijaya dan Wibawa, 2010). Manajer selaku penerima

amanah dari pemilik perusahaan seharusnya menentynkan kebijakan yang dapat meningkatkan nilai kepentingan pemegang saham yaitu memaksimumkan harga saham perusahaan (Brigham dan Houston dalam Sofyaningsih dan Hardiningsih, 2011). Konflik muncul ketika manajer bertindak atas namanya, mendelegasikan kekuasaan ntuk membuat keputusan. Prinsipal merasa khawatir agen melakukan tindakan yang tidak disukai oleh principal seperti memanfaatkan fasilitas perusahaan secara berlebihan atau membuat keputusan yang penuh resiko. Munculnya konflik akan menyulitkan pemegang saham memonitor pengelola perusahaan, maka *asset* perusahaan dapat saja digunakan untuk kepentingan pengelola daripada memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Munculnya konflik akan memperbesar *agency cost*, namun biaya agensi dapat diminimumkan dengan melalui peningkatan kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (*insider ownership*). Kepemilikan ini akan menyejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham (Jensen dan Meckling dalam Sofyaningsih dan Hardiningsih, 2011).

Beberapa penelitian terdahulu telah dilakukan terkait pengujian secara simultan pengaruh dari beberapa variabel independen terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan penelitian Sudarman (2012), *leverage* dan kebijakan dividen secara simultan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian Endraswati (2012) menunjukkan bahwa struktur kepemilikan dan kebijakan dividen secara simultan mempengaruhi nilai perusahaan. Berdasarkan penelitian yang dilakukan Afzal dan Rohman (2012) membuktikan bahwa keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen memiliki

pengaruh secara simultan terhadap nilai perusahaan. Kemudian berdasarkan penelitian Sofyaningsih dan Hardiningsih (2011), kepemilikan manajerial, kebijakan dividen, dan keputusan pendanaan memiliki pengaruh secara simultan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan penelitian Ningsih dan Indarti (2012) menunjukkan bahwa variabel keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas, hipotesis yang keempat adalah:

Ha₄: Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen dan Kepemilikan Manajerial secara simultan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

2.6 MODEL PENELITIAN

Gambar 2.1
Model Penelitian

