

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Nilai perusahaan

Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Semakin tinggi nilai perusahaan, semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan (Husnan, 2016:6). Menurut Hanafi (2015:4) Nilai perusahaan terdiri dari nilai utang dan nilai saham. Dengan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, nilai utang konstan, maka nilai perusahaan akan maksimum. Kemakmuran pemegang saham sering diterjemahkan kedalam kenaikan harga pasar saham. Saham dapat didefinisikan sebagai tanda periyertaan atau pemilikan seseorang atau badan didalam perusahaan. Dalam valuasi saham dikenal tiga jenis nilai, yaitu nilai buku, nilai pasar dan nilai intrinsik. Nilai buku merupakan nilai yang dihitung berdasarkan data akuntansi perusahaan penerbit saham (emiten). Nilai pasar merupakan nilai saham yang ditunjukkan melalui harga saham di pasar. Nilai intrinsik merupakan nilai saham sebenarnya terjadi. Valuasi saham yang dilakukan adalah menaksir nilai intrinsik saham (Wijaya, 2017:98).

Menurut Harmono (2015:50) Nilai perusahaan dapat diukur melalui nilai harga saham dipasar, berdasarkan terbentuknya harga saham perusahaan di pasar yang merupakan refleksi penilaian oleh publik terhadap kinerja perusahaan secara rill. Dikatakan secara rill karena

terbentuk harga saham di pasar merupakan bertemunya titik-titik kestabilan kekuatan permintaan dan titik kestabilan penawaran harga yang secara riil terjadi transaksi jual beli surat berharga di pasar modal antara para penjual (emiten) dan para investor atau sering disebut sebagai ekuilibrium pasar.

Rasio nilai pasar, yaitu rasio yang menunjukkan kinerja saham perusahaan dipasar modal, meliputi *price/earning ratio*, *price/book value ratio*, *price/ cash flow*, *market value added*, *firm growth*, *earning per share*, *dividend per share*, *book value per share*, dan *cash flow per share* (Wijaya, 2017:33). Salah satu menghitung rasio nilai pasar yaitu rasio harga terhadap nilai buku (*price to book value ratio*), merupakan rasio yang menunjukkan hasil perbandingan antara harga pasar perlembar saham dengan nilai buku perlembar saham. Rasio ini digunakan untuk mengukur tingkat harga saham apakah *overvalued* atau *undervalued*. Semakin rendah nilai PBV suatu saham maka saham tersebut dikategorikan *undervalued*, dimana sangat baik untuk investasi jangka panjang. Namun, rendahnya nilai PBV juga dapat mengindikasikan menurunnya kualitas dan kinerja fundamental emiten. Oleh sebab itu, nilai PBV juga harus dibandingkan dengan PBV saham emiten lain dalam industry yang sama. Apabila terlalu jauh perbedaannya maka sebaiknya perlu dianalisis lebih lanjut (Hery, 2016:27-28).

2. Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan merupakan cermin dari jumlah relatif klaim kepemilikan (*ownership claim*) oleh orang / pihak dalam (manajemen) dan orang / pihak luar investor yang tidak memiliki peran langsung dalam manajemen perusahaan (Gumanti, 2017:235).

a. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan internal dapat disebut dengan kepemilikan manajerial. Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajer perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Kepemilikan manajerial tersebut menunjukkan adanya peran ganda oleh pihak manajemen sehingga dapat mensejajarkan kepentingan manajemen dengan para pemegang saham, hal ini dapat menurunkan konflik keagenan. Semakin besar tingkat kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan menyebabkan manajer lebih berhati-hati dalam menggunakan dana perusahaan dalam berinvestasi (Weka, 2015:8).

Kepemilikan manajerial yang tinggi mendorong aliansi kepentingan manajer dengan dengan pemegang saham semakin baik sehingga pendisiplinan melalui utang kurang diperlukan. Manajer barangkali tidak menyukai utang karena meningkatkan resiko manajer (jika gagal membayar utang dan manajer dipecat). Di lain pihak, manajer barangkali menyukai utang yang tinggi karena akan

meningkatkan kekuatan suara mereka (saham lebih sedikit) (Hanafi,2015:322).

b. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah proporsi kepemilikan saham pada akhir tahun yang dimiliki oleh lembaga, seperti asuransi, bank atau institusi lainnya. Adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Tingginya kepemilikan oleh institusi akan meningkatkan pengawasan terhadap perusahaan. Pengawasan yang tinggi ini akan meminimalisasi tingkat penyelewengan-penyelewengan yang dilakukan oleh pihak manajemen yang akan menurunkan nilai perusahaan. Selain itu, pemilik institusional akan berusaha melakukan usaha-usaha positif guna meningkatkan nilai perusahaan miliknya (Verrawaty dkk, 2016:18).

Investor Institusional dalam melakukan pengawasan relatif lemah, sehingga tidak mampu membuat perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Institusi sebagai pemilik saham dianggap lebih mampu dalam mendeteksi kesalahan yang terjadi. Namun investor Institusional adalah pemilik sementara, sehingga hanya terfokus pada laba sekarang (*current earnings*). Jika perubahan pada laba sekarang tidak dirasakan menguntungkan oleh investor, maka investor dapat melikuidasi sahamnya. Investor Institusional biasanya memiliki saham dalam jumlah besar, sehingga jika mereka melikuidasi sahamnya akan memengaruhi nilai saham secara

keseluruhan. Untuk menghindari tindakan likuidasi dari investor, manajer akan melakukan tindakan manajemen laba yang dapat menurunkan nilai perusahaan (Setyawati dkk, 2017:157-158).

Menurut Sari dkk (2015:10) Kepemilikan institusional, dimana umumnya dapat bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan dan diharapkan juga dapat bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan oleh manajemen.

Teori yang digunakan dalam struktur kepemilikan yang meliputi kepemilikan manajerial dan kepemilikan intitusional yaitu teori keagenan (*agency theory*).

1) Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Menurut Fahmi (2015:19) *Agency Theory* (teori keagenan) merupakan suatu kondisi yang terjadi pada suatu perusahaan dimana pihak manajemen sebagai pelaksana yang disebut lebih jauh sebagai agen dan pemilik modal (*owner*) sebagai *principal* membangun suatu kontrak kerjasama yang disebut dengan “*nexus of contrac*” kontrak kerjasama ini berisi kesepakatan– kesepakatan yang menjelaskan bahwa pihak manajemen perusahaan harus bekerja secara maksimal untuk memberi kepuasan yang maksimal seperti profit yang tinggi kepada pemilik (*owner*).

Masalah keagenan muncul karena ketidakmungkinan kontrak yang sempurna pada aksi (kegiatan) agen yang aksinya akan mempengaruhi kemakmurannya sendiri dan orang lain (Gumanti, 2017:244). Serta agen tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan principal (Sugiarto, 2009:54). Konflik kepentingan dan biaya agensi timbul karena pemisahan kepemilikan dari kontrol, preferensi resiko yang berbeda, asimetri informasi dan bahaya moral. Literature telah menyebutkan banyak solusi seperti pengendalian kepemilikan yang kuat, kepemilikan manjerial, anggota dewan independen dan komite yang berbeda dapat berguna dalam mengendalikan konflik keagenan dan biayanya (Gumanti, 2017:246).

Masalah keagenan muncul dalam dua bentuk, yaitu antara pemilik perusahaan dengan pihak manajemen, dan antara pemegang saham dengan pemegang obligasi. Masalah keagenan menunjukkan bahwa tujuan normatif, yaitu keputusan hendaknya diambil untuk kepentingan pemegang saham diantaranya perlu diciptakan mekanisme monitoring agar pihak agent memang melakukannya dan pihak kreditur mungkin akan meminta persyaratan-persyaratan agar kepentingan mereka terlindungi (Husnan, 2016:10-12).

Menurut Hanafi (2015:317) Jika manajemen tidak mempunyai saham diperusahaan, maka keterlibatan manajer akan

semakin berkurang. Dalam situasi tersebut manajer akan cenderung mengambil tindakan yang tidak sesuai dengan kepentingan pemegang saham. Ada konflik antara pemegang saham dengan manajer. Konflik tersebut bisa dipecahkan jika manajemen mempunyai saham 100% di perusahaan. Dalam situasi tersebut kepentingan manajer dengan pemegang saham akan menyatu. Dalam kenyataannya pemegang saham ingin berbagi resiko (agar resiko yang dihadapi tidak terlalu tinggi), dan akan terjadi kepemilikan manajemen yang parsial (tidak 100%).

3. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen (*dividend policy*), yaitu kebijakan manajerial yang dilakukan untuk menentukan pendapatan komprehensif tahun berjalan yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan pendapatan komprehensif yang akan ditahan untuk cadangan investasi tahun depan (Wijaya, 2017:2). Kebijakan dividen menyangkut tentang masalah penggunaan laba yang menjadi hak para pemegang saham. Pada dasarnya, laba tersebut bisa dibagi sebagai dividen atau ditahan untuk diinvestasikan kembali (Husnan, 2016:297).

Menurut Brigham (2015:392-393) pertumbuhan dividen terjadi karena pertumbuhan dalam laba per saham (*earning per share-EPS*). Jika seluruh laba perusahaan tidak dibayarkan sebagai dividen (dengan kata lain, jika sebagian labanya ditahan), jumlah dolar investasi dibalik setiap saham lama-kelamaan akan naik sehingga menyebabkan pertumbuhan laba

dan dividen. Meskipun nilai suatu saham diturunkan dari dividen yang diharapkan, ini bukan berarti perusahaan dapat meningkatkan harga saham hanya dengan meningkatkan dividen. Jika perusahaan menginginkan pertumbuhan yang tinggi, berarti sebagian laba yang diperoleh harus ditahan dalam bentuk laba ditahan untuk membiayai investasinya. Sebaliknya jika perusahaan menginginkan peningkatan kemakmuran para pemegang saham, berarti sebagian besar laba yang diperoleh harus dibayarkan dalam bentuk dividen kas (Halim, 2015:150). Menurut Riyanto (2013:266) semakin tinggi "*dividend payout ratio*" yang telah ditetapkan oleh perusahaan, maka makin kecil dana yang tersedia untuk ditanamkan kembali didalam perusahaan berarti akan menghambat pertumbuhan perusahaan.

Menurut Miller dan Modigliani (MM) beragumen bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan, sementara argumen lain mengatakan bahwa dividen yang tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan dan argument terakhir mengatakan bahwa dividen yang rendah yang akan meningkatkan nilai perusahaan (Hanafi, 2015:362-363). Argumen ketidakrelevan kebijakan dividen mengasumsikan pasar yang sempurna dan efisien. Jika pasar tidak sempurna, maka kebijakan dividen akan relevan. Argumen yang mengatakan bahwa kebijakan dividen relevan berangkat dari asumsi ketidaksempurnaan pasar. Di satu sisi, argument tersebut mengatakan bahwa perusahaan perlu membayar dividen yang

tinggi, di sisi lain, argumen tersebut mengatakan sebaliknya, yaitu perusahaan perlu membayar dividen yang rendah (Hanafi, 2015:366).

a. Teori Burung Tangan

Menurut Myron Gordon dan John Lintner bahwa nilai perusahaan akan dapat dimaksimalkan oleh target *payot ratio* yang tinggi, karena investor akan memandang dividen tunai (sudah pasti ditangan) sebagai hal yang risikonya rendah dibandingkan dengan potensi keuntungan atas modal yang diinvestasikan (belum tentu ditangan) (Halim, 2015:138).

b. Teori Preferensi Pajak

Teori ini menyatakan bahwa investor lebih suka laba yang diperoleh ditahan dalam perusahaan dari pada membayarkan laba tersebut sebagai dividen. Karena, keuntungan atas modal yang diinvestasikan dalam jangka panjang akan dikenakan pajak lebih rendah daripada pajak yang akan dikenakan terhadap dividen yang dibayarkan (Halim, 2015:138)

4. Kebijakan Hutang

Hutang adalah sumber pendanaan eksternal yang diperoleh perusahaan untuk menjalankan operasionalnya. Kebijakan hutang perusahaan merupakan tindakan manajemen perusahaan yang akan mendanai perusahaan dengan menggunakan modal yang berasal dari hutang (Pertwi dkk, 2016:1371). Menurut Hanafi (2015:29) Utang didefinisikan sebagai manfaat ekonomis yang mungkin timbul dimasa

mendatang dari kewajiban organisasi sekarang untuk menstansfer asset atau memberikan jasa kepihak lain dimasa mendatang, sebagai akibat transaksi atau kejadian dimasa lalu. Utang muncul terutama karena penundaan pembayaran untuk barang atau jasa yang telah diterima oleh organisasi dan dari dana yang dipinjam (Hanafi, 2015:19). Utang mempunyai ciri yaitu perusahaan yang berutang harus membayar bunga. Jika tidak, maka perusahaan bisa dinyatakan bangkrut. Hal tersebut berbeda dengan dividen. Perusahaan tidak mempunyai kewajiban untuk membayar dividen. Jika perusahaan menggunakan hutang, maka manajer akan dipaksa mengeluarkan *free cash flow* ke luar dari perusahaan (Hanafi, 2015:13). Semakin besar proporsi dana yang berasal dari utang, berarti semakin besar resiko keuangan perusahaan, karena semakin besar ketidakmampuan perusahaan untuk memenuhi beban tetap berupa bunga ataupun pelunasan utang pokoknya dalam situasi perekonomian yang memburuk (Halim, 2015:216).

a. *Theory Trade-Off*

Menurut Hanafi (2015:309-310) Semakin tinggi hutang, akan semakin tinggi kemungkinan (probabilitas) kebangkrutan. Semakin tinggi hutang, semakin besar bunga yang harus dibayarkan. Kemungkinan tidak membayar bunga yang tinggi akan semakin besar. Pemberi pinjaman bisa membangkrutan perusahaan jika perusahaan tidak bisa membayar hutang. Biaya lain dari peningkatan utang adalah meningkatkannya biaya keagenan utang (*agency cost of debt*). Teori

keagenan mengatakan bahwa di perusahaan terjadi konflik antar pihak-pihak yang terlibat, seperti pihak pemegang utang versus pemegang saham. Jika utang meningkat, maka konflik antara keduanya akan semakin meningkat, karena potensi kerugian yang dialami oleh pemegang utang akan semakin meningkat.

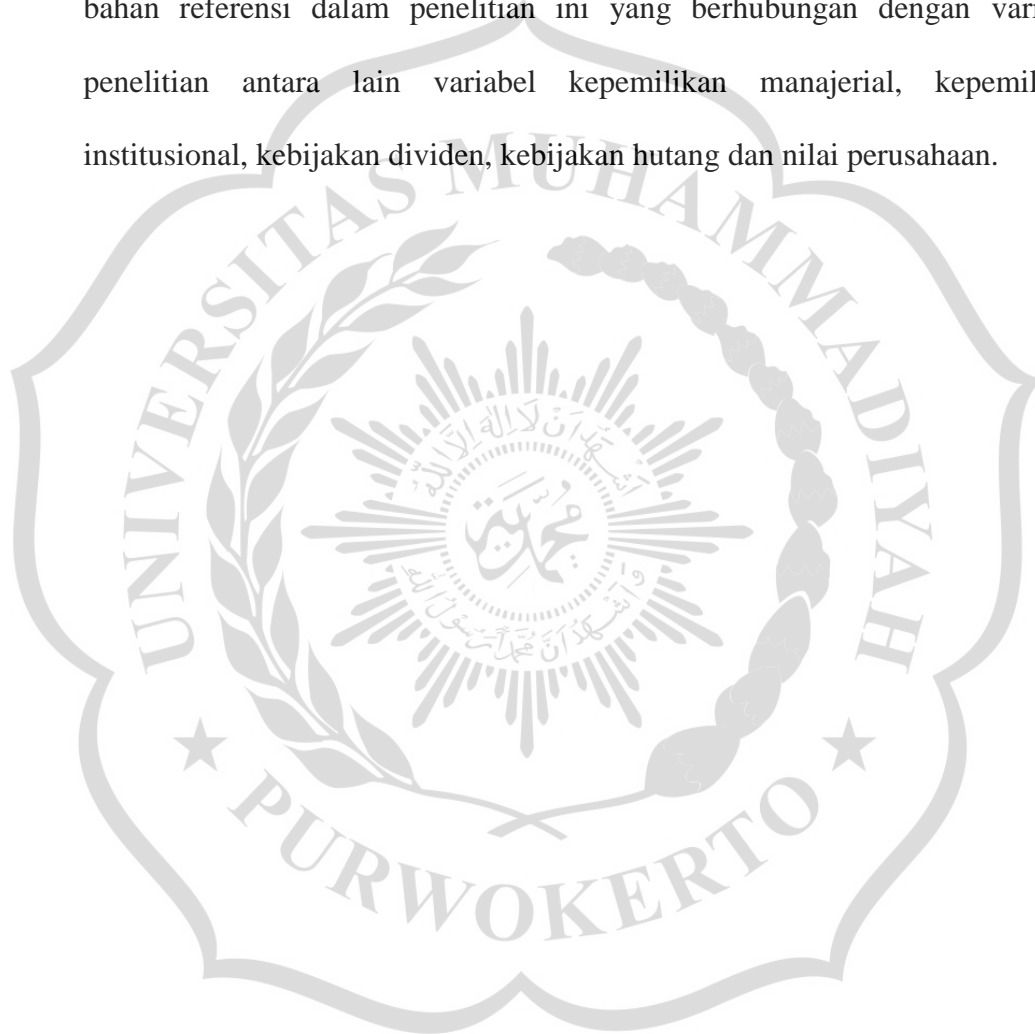
b. *Pecking Order Theory*

Pecking order menggambarkan sebuah hiarki dalam pencarian dana perusahaan yang menunjukkan bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan *internal equity* dalam membiayai investasi dan mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan. Dalam *teory Pecking Order* dinyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal, utang yang aman dibandingkan utang yang berisiko dan *convertible securities* serta yang terakhir saham biasa (Sugiarto, 2009:50). Teori *pecking order* bisa menjelaskan kenapa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat utang yang lebih kecil. Tingkat utang yang kecil tersebut tidak dikarenakan perusahaan mempunyai target tingkat utang yang kecil, tetapi karena mereka tidak membutuhkan dana eksternal. Tingkat keuntungan yang tinggi menjadikan dana internal mereka cukup untuk memenuhi kebutuhan investasi (Hanafi, 2015:314). *Esensi balancing theories* adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat masih lebih besar, hutang akan

ditambah. Tetapi bila pengorbanan karena menggunakan hutang sudah lebih besar, maka hutang tidak boleh ditambah lagi (Husnan, 2016:275).

B. Hasil Penelitian Terdahulu

Ada beberapa penelitian – penelitian terdahulu yang digunakan sebagai bahan referensi dalam penelitian ini yang berhubungan dengan variabel penelitian antara lain variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan dividen, kebijakan hutang dan nilai perusahaan.



Tabel 2.1
Ringkasan Hasil Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
1	Sari, dkk. 2015. Jurnal Magister Akuntansi, Volume 4, No. 2, Mei 2015.	Pengaruh Kepemilikan Manajerial Dan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Utang Sebagai Pemoderasi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei Periode 2008-2012	Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Dan Kebijakan Utang Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan. Kepemilikan Manajerial Berpengaruh Terhadap Nilai Pada Perusahaan Kepemilikan Institusional Berpengaruh Terhadap Nilai Pada Perusahaan Kebijakan Utang Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Kebijakan Utang Memperlemah Pengaruh Terhadap Hubungan Antara Kepemilikan Manajerial Dengan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Kebijakan Utang Memperkuat Pengaruh Terhadap Hubungan Antara Kepemilikan Institusional Dengan Nilai Perusahaan.
2	Trisnabudi, dkk. 2015. Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi	Struktur Kepemilikan, Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang	Variabel Kepemilikan Manajemen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan Variabel Kebijakan Dividend Memiliki Pengaruh Yang Signifikan Terhadap Nilai Perusahaan Variabel Kebijakan Hutang Memiliki Pengaruh Yang Signifikan Terhadap Nilai Perusahaan Variabel Moderating Menunjukkan Bahwa

	Vol. 4 No. 6 2015.		Kebijakan Hutang Memoderasi Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Kebijakan Dividen Pada Nilai Perusahaan.
3	Pertiwi, dkk. 2016. Jurnal EMBA Vol.4 No.1 Maret 2016, Hal. 1369-1380	Pengaruh Kebijakan Hutang, Keputusan Investasi Dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Food And Beverages Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia	Kebijakan Hutang Secara Parsial Tidak Berpengaruh Signifikan Terhadap Nilai Perusahaan
4	Samosir. 2017. Journal Of Business Studies Vol.2 No.1 Juli 2017	Pengaruh Profitabilitas Dan Kebijakan Utang Terhadap Nilai Perusahaan Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Index (JII)	Kebijakan Hutang Berpengaruh Terhadap Nilai Perusahaan
5	Sumanti, dkk. 2015 Jurnal EMBA Vol.3 No.1 Maret 2015, Hal.1141-1151	Analisis Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Hutang Dan Profitabilitas Terhadap Kebijakan Dividen Dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bei	Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan Kebijakan Hutang tidak berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan Kebijakan Dividen (DPR) tidak berpengaruh signifikan terhadap Nilai Perusahaan (PBV)
6	Ayem, dkk.2016. Jurnal Akuntansi Vol. 4 No. 1 Juni 2016	Pengaruh Profitabilitas, Struktur Modal, Kebijakan Deviden, Dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan	Kebijakan Dividen Berpengaruh Positif Terhadap Nilai Perusahaan

7	Widodo, dkk. 2016. Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi : Volume 5, Nomor 1, Januari 2016	Pengaruh Keputusan Investasi, Pendanaan, Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan	Keputusan pendanaan (DER) berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan Dividen (DPR) Berpengaruh Signifikan Terhadap Nilai Perusahaan
8	Verawaty, dkk. 2016. Berkala Akuntansi Dan Keuangan Indonesia, 1 (2016): 15-34	Analisis Pengembangan Corporate Value Berdasarkan Keputusan Investasi Dan Pendanaan, Struktur Kepemilikan Serta Kebijakan Dividen Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia	Keputusan pendanaan tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan Institusional Memiliki Pengaruh Signifikan Terhadap Nilai Perusahaan. Kebijakan dividen tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan
9	Dewi, dkk. 2014 Kinerja, Volume 18, No.1, Th. 2014: Hal. 64-80	Pengaruh Struktur Kepemilikan Dan Dewan Komisaris Independen Terhadap Nilai Perusahaan	Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan Institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan
10	Nainggolandan dan Listiadi. 2014. Jurnal Ilmu Manajemen. Vol 2 No. 3	Pengaruh Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Dividen Sebagai Variabel Moderasi	Kebijakan Hutang (DER) Berpengaruh Negatif Dengan Nilai Perusahaan.
11	Ali dan Miftahurrohman. 2014.	Pengaruh Struktur Kepemilikan Saham, Kebijakan Dividen Dan	Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

	Jurnal Etikonomi Vol. 13 No. 2 Oktober 2014	Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan	
12	Setiyawati, dkk. 2017. Jurnal Bisnis Strategi Vol. 26 No. 2 Desember 2017, halaman 146 – 162	<i>The Influence Of Dividend Policy, Debt Policy, Independent Commissioner, And Institutional Ownership On The Firm Value With Growth Opportunities As Moderator Variables</i>	Variabel Deviden Payout Ratio (DPR) memiliki hubungan negatif dan tidak signifikan terhadap variabel Nilai Perusahaan Debt to Equity Ratio (DER) berpengaruh positif dan signifikan terhadap variabel Nilai Perusahaan Variabel Kepemilikan Institusional (INST) Berpengaruh Negatif Dan Signifikan Terhadap Nilai Perusahaan
13	Rizqia, dkk. 2013. <i>Journal of Finance and Accounting</i> Vol.4, No.11, 2013	<i>Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value</i>	Kepemilikan Manajerial Berpengaruh Positif Terhadap Nilai Perusahaan Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

Sumber : Data Diolah Sendiri (2018)

C. Kerangka Pemikiran

1. Pengaruh Kepemilikan Manajerial (MO) Terhadap Nilai Perusahaan (PBV)

Dengan adanya kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka dapat menimbulkan dugaan bahwa nilai perusahaan dapat meningkat jika kepemilikan manajemen meningkat. Kepemilikan manajemen yang besar akan efektif untuk mengawasi aktivitas perusahaan. Selain itu, semakin besar kepemilikan saham oleh manajemen maka berkurang kecenderungan manajemen untuk mengoptimalkan penggunaan sumber daya sehingga mengakibatkan kenaikan nilai perusahaan. Dengan kepemilikan manajemen yang tinggi juga mengakibatkan kinerja para manajemen yang maksimal, sehingga kepemilikan saham yang dimiliki oleh dewan direksi, manajemen, manajer dapat meningkatkan mekanisme nilai perusahaan. Sebab, kepemilikan manajemen yang tinggi selain berhubungan dengan nilai perusahaan juga berhubungan dengan meningkatnya saham perusahaan, sehingga banyak investor yang menginvestasikan sahamnya kepada perusahaan sehingga dapat juga meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian diatas, maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini didukung dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Rizqia, dkk (2013:125) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan

penelitian Trisnabudi, dkk (2015:21) bahwa kepemilikan manajemen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

2. Pengaruh Kepemilikan Institusional (INST) Terhadap Nilai Perusahaan (PBV)

Kepemilikan institusional akan menurunkan nilai perusahaan dikarenakan investor institusional bukan merupakan pemilik mayoritas sehingga tidak mampu memonitor kinerja manajer secara baik. Keberadaan institusional justru akan menurunkan kepercayaan publik terhadap perusahaan. Akibatnya pasar saham bereaksi negatif yang berupa turunnya volume perdagangan saham dan harga saham, sehingga menurunkan nilai perusahaan. Keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme monitoring yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer. Hal ini disebabkan investor institusional terlibat dalam pengambilan yang strategis sehingga tidak mudah percaya terhadap tindakan manipulasi laba. Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen. Adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. Tingginya kepemilikan oleh institusi akan meningkatkan pengawasan terhadap perusahaan. Pengawasan yang tinggi ini akan meminimalisasi tingkat penyelewengan-penyelewengan yang dilakukan oleh pihak manajemen yang akan menurunkan nilai perusahaan. Semakin tinggi kepemilikan institusional maka akan mengurangi perilaku

opportunistic manager yang diharapkan akan meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian diatas, maka dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini didukung dengan hasil penelitian Sari, dkk (2015:16) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai pada perusahaan. Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian Verawaty, dkk (2016:31) menemukan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

3. Pengaruh Kebijakan Dividen (DPR) Terhadap Nilai Perusahaan (PBV)

Menurut teori *information content of dividend* dalam investor akan melihat kenaikan dividen sebagai sinyal positif atas prospek perusahaan di masa depan. Pembagian dividen memberikan sinyal perubahan yang menguntungkan pada harapan manajer dan penurunan dividen menunjukkan pandangan pesimis prospek perusahaan dimasa yang akan datang. Perusahaan yang dapat memberikan dividen tinggi juga akan mendapatkan nilai kepercayaan yang tinggi dari para investor, karena investor lebih menyukai kepastian tentang *returns* investasinya dan mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan. Dividen yang tinggi akan membuat para investor tertarik sehingga meningkatkan permintaan saham. Permintaan saham yang tinggi akan membuat para investor menghargai nilai saham lebih besar dari

pada nilai yang tercatat pada neraca perusahaan, sehingga PBV perusahaan tinggi dan nilai perusahaan pun tinggi. Dengan demikian maka kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian diatas, maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini didukung oleh dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Ayem, dkk (2016:39) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hal ini sejalan dengan penelitian Widodo, dkk (2016:14) bahwa kebijakan dividen (DPR) berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan

4. Pengaruh Kebijakan Hutang (DER) Terhadap Hubungan Antara Kepemilikan Manajerial (MO) Dengan Nilai Perusahaan (PBV)

Kepemilikan manajemen adalah proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Dengan adanya kepemilikan oleh manajemen yang besar akan efektif memonitoring aktivitas perusahaan. Berdasarkan teori keagenan, perbedaan kepentingan antara manajer dan pemegang saham ini mengakibatkan timbulnya konflik yang biasa disebut *agency conflict*. Konflik kepentingan yang sangat potensial ini menyebabkan pentingnya suatu mekanisme yang diterapkan guna melindungi kepentingan pemegang saham. Kepemilikan manajerial berhasil menjadi mekanisme untuk mengurangi masalah keagenan dari

manajer dengan menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham. Kepentingan manajer dengan pemegang saham eksternal dapat disatukan jika kepemilikan saham oleh manajer diperbesar sehingga manajer tidak akan memanipulasi laba untuk kepentingannya sendiri. Kalau kepemilikan saham rendah, maka ada kemungkinan perilaku oportunistik manajer akan meningkat. Berdasarkan uraian tersebut terlihat bahwa kebijakan utang dapat mempengaruhi hubungan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan.

Setelah masuknya variable kebijakan utang sebagai variabel pemoderasi maka hubungan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan berubah menjadi negatif. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa kebijakan utang memperlemah pengaruh terhadap hubungan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Artinya, jika kebijakan utang meningkat maka dengan meningkatnya kepemilikan manajerial akan menurunkan nilai perusahaan.

Berdasarkan uraian diatas, maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang dapat memoderasi hubungan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan. Berdasarkan hasil penelitian Trisnabudi (2015:1) menunjukkan adanya pengaruh hubungan yang searah antara variabel kebijakan hutang dalam memoderasi pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan. Hal ini tidak sejalan hasil penelitian Sari dkk (2015:16) menunjukkan kebijakan hutang

memperlemah pengaruh terhadap hubungan antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan.

5. Pengaruh Kebijakan Hutang (DER) Terhadap Hubungan Antara Kepemilikan Institusional (INST) Dengan Nilai Perusahaan (PBV)

Kepemilikan institusional yaitu kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh instansi non-pemerintah atau biasanya berbentuk perseroan terbatas. Tingkat penggunaan hutang dari suatu perusahaan dapat ditunjukkan oleh salah satunya menggunakan rasio hutang terhadap ekuitas (DER), yaitu rasio jumlah hutang terhadap jumlah modal sendiri.

Meningkatkan kepemilikan institusional menjadikan fungsi pengawasan akan berjalan secara efektif dan menjadikan manajemen semakin berhati-hati dalam memperoleh dan mengelola pinjaman (utang), karena jumlah utang yang semakin meningkat akan menimbulkan financial distress. Terjadinya *financial distress* maka akan mengakibatkan penurunan nilai perusahaan.

Setelah masuknya variabel kebijakan utang sebagai variabel pemoderasi maka hubungan antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan berubah menjadi positif. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa kebijakan utang memperkuat pengaruh terhadap hubungan antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Artinya, jika kebijakan utang meningkat maka dengan meningkatnya kepemilikan institusional akan menaikkan nilai perusahaan.

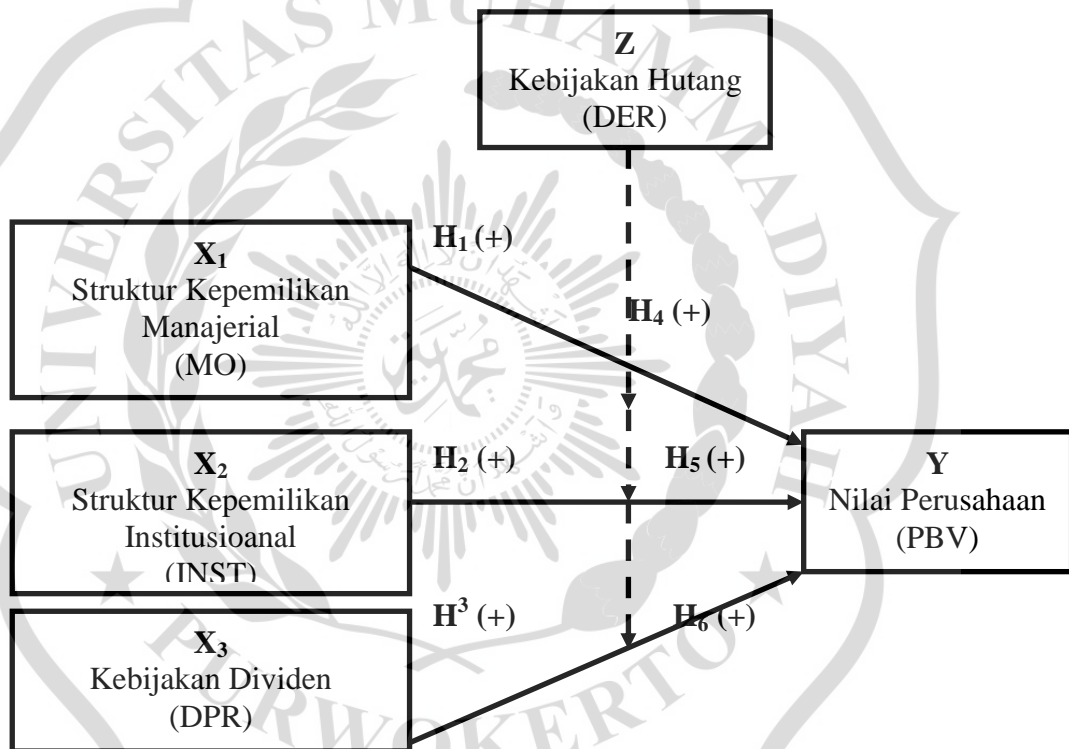
Berdasarkan uraian diatas, maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang memperkuat hubungan antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Hal ini didukung dengan hasil penelitian Sari dkk (2015:16) menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh terhadap hubungan antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan.

6. Pengaruh Kebijakan Hutang (DER) Terhadap Hubungan Antara Kebijakan Dividen (DPR) Dengan Nilai Perusahaan (PBV)

Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan untuk menentukan berapa besar bagian laba yang akan dibagikan kepada pemegang saham dan akan ditahan dalam perusahaan untuk selanjutnya di investasikan kembali. Pengertian kebijakan dividen yang pada hakikatnya merupakan penentuan berapa banyak laba yang akan dibagikan kepada para pemegang saham dan berapa banyak yang akan ditahan.

Beberapa factor penting yang mempengaruhi kebijakan dividen adalah kesempatan investasi yang tersedia, ketersediaan dan biaya modal alternatif, dan preferensi pemegang saham untuk menerima pendapatan saat ini atau menerimanya di masa yang akan datang. Apabila perusahaan memilih untuk membagikan laba sebagai dividen, maka akan mengurangi laba yang ditahan dan selanjutnya mengurangi total sumber dana *intern* atau internal *financing*. Sebaliknya jika perusahaan memilih untuk menahan laba yang diperoleh, maka kemampuan pembentukan dana intern akan semakin besar.

Berdasarkan uraian diatas, maka dapat disimpulkan bahwa kebijakan hutang memoderasi hubungan antara kebijakan dividen dengan nilai perusahaan. Hal ini didukung dengan hasil penelitian Trisnabudi (2015:1) menunjukkan adanya pengaruh hubungan yang searah antara variabel kebijakan hutang dalam memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.



Gambar 2.1. Model Kerangka Pemikiran

Keterangan :

Y : Variabel Dependen Nilai Perusahaan

X₁ : Variabel Independen Struktur Kepemilikan Manajerial

X₂ : Variabel Independen Struktur Kepemilikan Institusional

X₃ : Variabel Independen Kebijakan Dividen

Z : Variabel Pemoderasi Kebijakan Hutang

H1-10 : Hipotesis

—▶ : Pengaruh Langsung

---▶ : Pengaruh Moderasi

D. Hipotesis

Berdasarkan perumusan masalah dan kajian empiris yang telah dilakukan sebelumnya, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah :

H₁ : Struktur Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

H₂ : Struktur Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

H₃ : Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

H₄ : Kebijakan hutang memoderasi pengaruh struktur kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan

H₅ : Kebijakan hutang memoderasi pengaruh struktur kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan

H₆ : Kebijakan hutang memoderasi pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan