

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1 LANDASAN TEORI

2.1.1 Definisi dan Permasalahan Teori Keagenan

Teori keagenan menggambarkan perusahaan sebagai titik temu hubungan keagenan antara pemilik perusahaan (*principal*) dan manajemen perusahaan sebagai *agent*. Hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut.

Masalah keagenan (*agency problem*) muncul dalam dua bentuk, yaitu antara pemilik perusahaan (*principal*) dengan pihak manajemen (*agent*), dan antara pemegang saham dan pemegang obligasi. Ujian normative pengambilan keputusan keuangan yang menyatakan bahwa keputusan diambil untuk memaksimalkan kemakmuran pemilik perusahaan, hanya benar apabila pengambil keputusan keuangan (*agent*) memang mengambil keputusan dengan maksud untuk kepentingan para pemilik perusahaan.

Nurwahyudi dan Mardiyah (2004) mendefinisikan hubungan keagenan merupakan kontrak dimana satu atau lebih *principal* menyewa orang lain (*agent*) untuk melakukan beberapa jasa untuk kepentingan mereka dengan mendelegasikan beberapa wewenang untuk membuat

keputusan kepada pihak agen. Dalam teori agensi, Principal (pemilik) dan agen (manajer) mempunyai kepentingan yang berbeda.

Manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingan dirinya dan tidak berdasar memaksimalkan nilai dalam pengambilan keputusan pendanaan. Pemegang saham biasanya kurang menyukai kepentingan pribadi manajer, karena hal itu akan menambah cost bagi perusahaan sehingga akan menurunkan keuntungan yang diterima. Hal ini terjadi karena adanya pemisahan fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan, pemisahan inilah yang menimbulkan konflik agensi atau disebut agency problem (Nurwahyudi dan Mardiyah, 2004).

Konflik agensi dari sisi pemegang saham dapat dikurangi dengan cara melibatkan pihak ketiga (debtholder) yang masuk melalui kebijakan utang. Beberapa alternatif untuk mengurangi konflik agensi yaitu : 1. Dengan menurunkan biaya agensi (agency cost) dari free cash flow akan mengurangi sumber-sumber discretionary, khususnya cash flow dibawah control manajemen; 2. Meningkatkan pendanaan dengan utang; dan 3. Dengan meningkatkan kepemilikan saham oleh manajemen (Nurwahyudi dan Mardiyah, 2004).

Adanya pemisahan kepemilikan oleh principal dengan pengendalian oleh agen dalam sebuah organisasi cenderung menimbulkan konflik keagenan diantara principal dan agen. Jensen dan Meckling (1976), Watts & Zimmerman (1986) dalam Rachmawaty dan Hanung (2006) menyatakan bahwa laporan keuangan yang dibuat dengan angka-

angka akuntansi diharapkan dapat meminimalkan konflik diantara pihak-pihak yang berkepentingan. Dengan laporan keuangan yang dilaporkan oleh agen sebagai pertanggung jawaban kinerjanya, principal dapat menilai, mengukur dan mengawasi sampai sejauh mana agen tersebut bekerja untuk meningkatkan kesejahteraannya serta sebagai dasar pemberian kompensasi kepada agen.

Hubungan antara principal dan agen biasanya memasuki wilayah ketidak seimbangan informasi (asymmetrical information) karena agen memiliki informasi lebih banyak tentang perusahaan dibandingkan prinsipal. Asumsi teori agensi bahwa pihak-pihak yang terlibat dalam hubungan keagenan dalam perusahaan berusaha untuk memaksimalkan kepentingan (utilitas) mereka. Dengan motivasi semacam itu maka principal seringkali berada pada posisi yang tidak menguntungkan akibat asimetri ini. Usaha maksimalisasi utilitas ini mendorong timbulnya konflik diantara pemilik dan manajemen (Nurwahyudi dan Mardiyah, 2004).

Dalam hubungan agensi potensi terjadinya konflik atau problem menjadi lebih besar ketika manajer perusahaan memiliki kurang dari 100% saham biasa milik perusahaan, maka potensi itupun muncul. Seorang manajer-pemilik yang memiliki sepenuhnya saham perusahaannya akan bekerja dengan sepenuh hati untuk menjalankan usahanya dengan sebaik-baiknya. Namun pada saat ia mulai menjual sebagian saham yang dimilikinya, kendati masih dalam posisi sebagai manajer pemilik, mungkin sekali etos kerjanya akan berubah.

2.1.2 *Free Cash Flow (FCF)*

a. Definisi *Free Cash Flow (FCF)*

Konsep *free cash flow (FCF)* merupakan perluasan dari konsep biaya keagenan ke dalam manajemen struktur modal. *Free cash flow* menunjukkan gambaran bagi investor bahwa dividen yang dibagikan oleh perusahaan tidak sekedar strategi menyiasati pasar dengan maksud meningkatkan nilai perusahaan. Bagi perusahaan yang melakukan pengeluaran modal, *FCF* akan mencerminkan dengan jelas mengenai perusahaan manakah yang masih mempunyai kemampuan di masa depan dan yang tidak.

Free cash flow menurut Nurwahyudi dan Mardiyah (2004) adalah semua kas yang dihasilkan dari kegiatan operasi yang dapat didistribusikan kembali kepada pemegang saham tanpa mempengaruhi tingkat pertumbuhan sekarang. Perusahaan dapat mendistribusikan kembali *free cash flow* tersebut kepada pemegang saham tanpa mempengaruhi nilai pasar perusahaan atau menggunakannya untuk memperoleh keuntungan atas peluang melakukan bisnis baru.

Penman (2001) dalam Nurwahyudi dan Mardiyah (2004) mendefinisikan *free cash flow* sebagai kas dari laba operasi setelah menahan laba tersebut sebagai asset dan merupakan kas bersih yang dihasilkan dari operasi yang menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar klaim atas utang dan ekuitasnya.

Tarjo (2005) mendefinisikan free cash flow sebagai kas perusahaan yang dapat didistribusikan kepada pemegang saham yang tidak diperlukan untuk modal kerja atau investasi pada asset tetap. Lease et all (2000) dalam Nurwahyudi dan Mardiyah (2004) menyebut free cash flow selisih antara arus kas operasi dengan arus kas investasi. Weston dan Copeland (1996) dalam Nurwahyudi dan Mardiyah (2004) menjelaskan bahwa free cash flow merupakan estimasi dari aliran kas bersih operasi dikurangi pengeluaran modal. Free cash flow adalah sumber dana internal yang penggunaannya tergantung pada kebijakan manajer. Dengan demikian penggunaan free cash flow memiliki dua kemungkinan, yaitu seiring atau bertentangan dengan keinginan principal. Jika seiring maka tidak akan menjadi masalah, akan tetapi jika bertentangan maka akan terjadi konflik yang disebut agency problems (Abdullah,2002) dalam Fatimah (2007).

b. Pendistribusian *Free Cash Flow*

Seperti dikemukakan sebelumnya, *free cash flow* merupakan dana internal yang penggunaannya tergantung dari kebijakan manajer. Penggunaannya disini adalah pembayaran deviden. Pembelian kembali saham perusahaan (share repurchase), penginvestasian dalam aktiva tetap atau aktiva lainnya, akuisisi terhadap perusahaan lain, atau kebijakan lainnya yang secara teoritis tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan.

2.1.3 Profitabilitas

Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diperoleh pada saat menjalankan operasinya. Keuntungan yang layak dibagikan kepada pemegang saham adalah keuntungan setelah perusahaan memenuhi kewajiban-kewajiban tetapnya yaitu bunga dan pajak. Perusahaan yang semakin besar keuntungannya akan membayar porsi pendapatan yang semakin besar sebagai dividen. Dengan kata lain semakin besar keuntungan yang diperoleh maka akan semakin besar kemampuannya bagi perusahaan untuk membayar dividen (Soliha dan Taswan, 2002).

Penelitian ini menggunakan ukuran Return On Equity (ROE) untuk mengukur pengembalian absolut yang akan diberikan perusahaan kepada pemegang saham. Angka ROE yang tinggi akan membawa keberhasilan bagi perusahaan, yang selanjutnya meningkatkan harga saham dan membuat perusahaan dapat dengan mudah memperoleh dana baru. Hal itu juga akan memungkinkan perusahaan untuk berkembang, menciptakan kondisi pasar yang sesuai, dan pada gilirannya akan memberikan laba yang lebih besar (Suharli, 2006). Hal ini selanjutnya akan meningkatkan daya tarik perusahaan kepada investor.

Peningkatan daya tarik perusahaan menjadikan perusahaan tersebut makin diminati investor, karena tingkat kembalian (return) semakin besar. Hal ini juga akan berdampak bahwa harga saham dari perusahaan tersebut di pasar modal juga akan semakin meningkat. Dengan kata lain,

profitabilitas menjadi pertimbangan penting bagi investor dalam keputusan investasi.

Ada beberapa pengukuran terhadap profitabilitas perusahaan dimana masing-masing pengukuran dihubungkan dengan volume penjualan total aktiva dan modal sendiri, secara keseluruhan ketiga pengukuran ini akan memungkinkan seorang penganalisa untuk mengevaluasi tingkat earning dalam hubungannya dengan penjual. Jumlah aktiva dan investasi tertentu dari milik perusahaandisini perhatian ditekankan pada profitabilitas, karena untuk dapat mellangsungkan hidupnya. Suatu perusahaan haruslah berada dalam keadaan menguntungkan atau profitable. Tanpa adanya keuntungan akan sangat sulit bagi perusahaan untuk menarik modal dari luar.

2.1.4 Kinerja Keuangan

Teori yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh *earnings power* dari aset perusahaan. Hasil positif menunjukkan bahwa semakin tinggi *earnings power* semakin efisien perputaran aset dan atau semakin tinggi *profit margin* yang diperoleh perusahaan. Hal ini akan berdampak pada nilai perusahaan. Hasil penelitian Ulupui (2007) dan Makaryawati (2002), Carlson dan Bathala (1997) dalam Yuniasih dan Made Gede (2006) menemukan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Suranta dan Pratana (2004) dan Kaaro

(2002) dalam menemukan ROA berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (dalam Herawaty, 2008).

Manajemen laba dilakukan oleh manajer pada faktor-faktor fundamental perusahaan, yaitu dengan intervensi pada penyusunan laporan keuangan berdasarkan akuntansi akrual. Padahal kinerja fundamental perusahaan tersebut digunakan oleh pemodal untuk menilai prospek perusahaan, yang tercermin pada kinerja saham. Manajemen laba yang dilakukan manajer pada laporan keuangan tersebut akan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan, yang selanjutnya akan mempengaruhi kinerja saham (Nasution dan Doddy, 2007).

2.1.5 Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional yaitu saham yang dimiliki oleh institusi pada akhir tahun yang diukur dari presentase variabel ini akan menggambarkan tingkat kepemilikan saham oleh institusional dalam perusahaan. Tingkat institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku oportunistik manajer (Herawaty, 2008).

Shleifer dan Vishny (1986) dalam Herawaty (2008). berpendapat bahwa tingkat kepemilikan institusional dalam proporsi yang cukup besar akan mempengaruhi nilai pasar perusahaan. Dasar argumentasi ini adalah semakin besar tingkat kepemilikan saham oleh institusi, maka semakin efektif pula mekanisme kontrol terhadap kinerja manajemen. Pendapat ini

didukung oleh bukti empiris yang ditemukan oleh Barclay dan Holderness (1990) dalam Herawaty (2008), yang menemukan pengaruh positif-signifikan tingkat kepemilikan institusional dalam jumlah yang cukup besar terhadap nilai perusahaan (dalam Rachmawaty dan Hanung, 2007).

Investor institusional yang sering disebut sebagai investor yang canggih (*sophisticated*) sehingga seharusnya lebih dapat menggunakan informasi periode sekarang dalam memprediksi laba masa depan dibanding investor non institusional. Balsam et al (2002) dalam Herawaty (2008) menemukan hubungan yang negatif antar discretionary accrual yang tidak diekspektasi dengan imbal hasil di sekitar tanggal pengumuman karena investor institusional mempunyai akses atas sumber informasi yang lebih tepat waktu dan relevan yang dapat mengetahui keberadaan pengelolaan laba lebih cepat dan lebih mudah dibandingkan investor individual. Hasil penelitian Jambavo et al (1996) dalam Herawaty (2008) menemukan bahwa nilai absolut diskresioner berhubungan negatif dengan kepemilikan institusional. Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa ada efek feedback dari kepemilikan institusional yang dapat mengurangi pengelolaan laba yang dilakukan perusahaan. Jika pengelolaan laba tersebut efisien maka kepemilikan institusional yang tinggi akan meningkatkan pengelolaan laba tetapi jika pengelolaan laba yang dilakukan perusahaan bersifat oportunistik maka kepemilikan institusional yang tinggi akan mengurangi *earnings management*.

2.1.6 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan nilai yang tercermin dalam harga saham perusahaan. Semakin tinggi harga saham maka semakin tinggi pula nilai perusahaan dan begitu pula sebaliknya (Solihah dan Taswan, 2004). Hal ini menunjukkan kinerja perusahaan yang lebih baik. Untuk itu manajemen perusahaan berusaha meningkatkan kinerja perusahaannya agar semakin diminati investor. Dengan banyaknya dana yang tersedia maka perusahaan dapat membiayai kegiatan operasional yang mungkin dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Salah satu alternatif yang digunakan dalam menilai nilai perusahaan adalah dengan menggunakan Market to book value of asset (MBVA). Rasio ini dikembangkan oleh Profesor James Tobin (1967) dalam Herawaty (2008). Nilai perusahaan dihitung dari nilai pasar perusahaan dibagi dengan total assets. Nilai pasar dihitung dari harga pasar saham perusahaan dikalikan jumlah saham pada akhir penutupan (closing price), semakin tinggi skor ini menunjukkan semakin tinggi nilai perusahaan berdasar harga pasar saham. Jika rasio MBVA diatas satu, ini menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan melebihi nilai buku assets perusahaan.

Jadi rasio MBVA merupakan ukuran yang lebih teliti tentang seberapa efektif manajemen memanfaatkan sumber-sumber daya ekonomis dalam kekuasaannya. Penelitian yang dilakukan oleh Copeland (2002), Lindenberg dan Ross (1981) dalam Herawaty (2008),

menunjukkan bagaimana rasio MBVA dapat diterapkan pada masing-masing perusahaan. Mereka menemukan bahwa beberapa perusahaan dapat mempertahankan rasio MBVA yang lebih besar dari satu. Teori ekonomi mengatakan bahwa rasio MBVA yang lebih besar dari satu akan menarik arus sumber daya dan kompetisi baru sampai rasio MBVA mendekati satu. Seringkali sukar untuk menentukan apakah rasio MBVA yang tinggi mencerminkan superioritas manajemen atau keuntungan dari dimilikinya hak paten.

2.2 Penelitian Terdahulu

Harga saham yang terlalu rendah sering diartikan bahwa kinerja perusahaan kurang baik. Namun bila harga saham terlalu tinggi dapat mengurangi minat investor untuk berinvestasi sehingga harga saham sulit untuk meningkat lagi. Untuk mengukur nilai perusahaan dapat digunakan rasio *Market to book value of asset (MBVA)*. Rasio *MBVA* dapat merefleksikan ekspektasi investor tentang tingkat kembalian ekonomi (economic return) perusahaan dimasa depan.

Selain itu, nilai perusahaan juga dapat ditentukan oleh persepsi investor tentang kemampuan perusahaan untuk menghasilkan kas dalam jangka panjang yang tercermin dari tingginya harga saham atau return yang dihasilkan oleh saham tersebut. Pendekatan arus kas disukai oleh investor dalam menilai perusahaan, sehingga fokus manajer terhadap free cash flow dapat menaikkan harga saham perusahaan (Abdulah, 2002) dalam Fatimah (2007).

Uyara dan Tuasikal (2003) dalam Fatimah (2007) menguji dampak free cash flow terhadap hubungan dividen dan pengeluaran modal dengan return saham dalam jangka panjang. Uyara dan Tuasikal (2003) mengelompokkan 365 perusahaan berdasarkan besaran free cash flow dan MBVA yang terangkai dari yang terbesar, sedang dan kecil. Uyara dan Tuasikal (2003) menggunakan return abnormal kumulatif sebagai variabel dependen dan dividen yield dan pengeluaran modal sebagai variabel independen. Temuan mereka menunjukkan bahwa return abnormal saham pada saat pengumuman dividen lebih besar untuk perusahaan yang mempunyai free cash flow tertinggi sedangkan abnormal return untuk perusahaan dengan free cash flow terendah sangat kecil. Temuan ini konsisten dengan teori free cash flow.

Dengan demikian, terdapat keterkaitan antara nilai perusahaan dengan free cash flow dan ini bermakna bahwa informasi cash flow memiliki kontribusi dalam membentuk nilai perusahaan yang selama ini lebih ditekankan pada informasi yang bersumber dari earnings.

Penelitian yang berkaitan dengan profitabilitas (ROE) yang dihubungkan dengan return saham telah dilakukan oleh beberapa peneliti seperti yang dilakukan oleh Sunarto (2001) dalam Fatimah (2007) menunjukkan bahwa ROE secara signifikan berpengaruh terhadap harga saham, bahkan Silalahi menunjukkan bukti bahwa ROE merupakan faktor yang dominan mempengaruhi harga saham. Berdasarkan bukti empiris tersebut menunjukkan bukti yang berbeda-beda. Dengan kata lain semakin

tinggi ROE menunjukkan kinerja perusahaan semakin baik, dan diprediksi berpengaruh positif terhadap return saham.

Teori yang dikemukakan oleh Modigliani dan Miller menyatakan bahwa nilai perusahaan ditentukan oleh earnings power dari aset perusahaan. Hasil positif menunjukkan bahwa semakin tinggi earnings power semakin efisien perputaran aset dan atau semakin tinggi profit margin yang diperoleh perusahaan. Hal ini akan berdampak pada nilai perusahaan. Hasil penelitian Ulupui (2007) dan Makaryawati (2002), Carlson dan Bathala (1997) menemukan bahwa kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Suranta dan Pratana (2004) dan Kaaro (2002) menemukan kinerja keuangan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (dalam Yuniasih dan Made Gede, 2007).

Shleifer dan Vishny (1986) dalam Herawaty (2008) berpendapat bahwa tingkat kepemilikan institusional dalam proporsi yang cukup besar akan mempengaruhi nilai pasar perusahaan. Dasar argumentasi ini adalah semakin besar tingkat kepemilikan saham oleh institusi, maka semakin efektif pula mekanisme kontrol terhadap kinerja manajemen. Pendapat ini didukung oleh bukti empiris yang ditemukan oleh Barclay dan Holderness (1990) dalam Herawaty (2008), yang menemukan pengaruh positif-signifikan tingkat kepemilikan institusional dalam jumlah yang cukup besar terhadap nilai perusahaan.