

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1 Tinjauan Pustaka

2.1.1 Struktur Modal

Menurut I Made Sudana (2015: 180), *financial leverage* dibedakan menjadi *financial structure* (struktur keuangan) dan *capital structure* (struktur modal). *Capital structure* (struktur modal) merupakan bagian dari struktur keuangan yang hanya menyangkut pembelanjaan yang sifatnya permanen atau jangka panjang. Pernyataan bahwa struktur modal merupakan bagian dari struktur keuangan perusahaan didasarkan pada cakupan struktur keuangan yang lebih luas dibandingkan struktur modal. Struktur keuangan mengulas cara perusahaan mendanai aktivitya, baik utang jangka pendek, utang jangka panjang ataupun modal pemegang saham. Sedangkan struktur modal mengulas tentang cara perusahaan mendanai aktivitya, baik dengan utang jangka panjang ataupun modal pemegang saham.

2.1.1.1 Pengertian Struktur Modal

Menurut Irham Fahmi (2017: 179), yang dimaksud struktur modal adalah sebagai berikut:

“Struktur modal merupakan gambaran dari bentuk proporsi finansial perusahaan yaitu antara modal yang dimiliki yang bersumber dari utang jangka panjang (*long-term liabilities*) dan modal sendiri (*shareholders' equity*) yang menjadi sumber pembiayaan suatu perusahaan.”

I Made Sudana (2015: 164) menyatakan struktur modal (*capital structure*) berkaitan dengan pembelanjaan jangka panjang suatu perusahaan yang diukur dengan perbandingan utang jangka panjang dengan modal sendiri.

Struktur modal menurut Bambang Riyanto (2011: 22) adalah pembelanjaan permanen didalam mencerminkan perimbangan antara utang jangka panjang dan modal sendiri.

Menurut Handono Mardiyanto (2009: 116), struktur modal didefinisikan sebagai komposisi dan proposi utang jangka panjang dan ekuitas (saham preferen dan saham biasa) yang ditetapkan perusahaan.

Selain itu, Agus Harjito dan Martono (2010: 240) mengemukakan struktur modal adalah perbandingan atau imbalanced pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan utang jangka panjang terhadap modal sendiri.

Sedangkan menurut Mustafa (2017: 85), yang dimaksud struktur modal adalah sebagai berikut:

“Struktur modal merupakan perimbangan antara jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Struktur modal adalah perbandingan modal asing atau jumlah utang dengan modal sendiri. Kebijakan struktur modal merupakan pemeliharaan antara risiko dan pengambilan yang diharapkan”.

Menurut Agnes Sawir (2003: 13) struktur modal didefinisikan sebagai berikut:

“Struktur modal merupakan rasio yang menggambarkan perbandingan utang dan ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan tersebut untuk memenuhi seluruh kewajibannya”.

Berdasarkan definisi diatas, dapat disimpulkan yang dimaksud dengan struktur modal adalah perimbangan antara jumlah utang jangka pendek yang

bersifat permanen, utang jangka panjang dan modal sendiri yang berkaitan dengan pembelanjaan jangka panjang perusahaan.

Ketika perusahaan ingin tumbuh, maka perusahaan tersebut akan membutuhkan modal. Secara umum sumber modal ada dua sumber alternatif, yaitu modal yang bersumber dari modal sendiri (internal) atau dari eksternal seperti pinjaman/utang dan pemilik perusahaan. Pendanaan dengan modal sendiri/internal dapat dilakukan dengan menerbitkan saham (*stock*), sedangkan pendanaan dengan utang (*debt*) dapat dilakukan dengan menerbitkan obligasi atau berutang ke bank bahkan ke mitra bisnis. Apabila menggunakan pendanaan dengan utang, ketika utang bertambah akan meningkatkan risiko, yaitu membayar bunga pinjaman yang lebih besar. Sedangkan jika perusahaan menggunakan modal sendiri ketergantungan terhadap pihak luar akan berkurang, tetapi modalnya tidaklah pengurang pajak bisnis (Dessa Auliyaa Rezky, 2017: 26)

Maka dari itu manajemen keuangan memadukan sumber dana permanen sehingga membentuk struktur modal optimal agar mampu menaikkan harga saham yang merupakan cerminan dari nilai perusahaan.

2.1.1.2 Komponen Struktur Modal

Menurut Bambang Riyanto (2011: 238) struktur modal suatu perusahaan secara umum terdiri atas modal asing dan modal sendiri, berikut penjelasan mengenai kedua komponen tersebut.

1. Modal Asing/ Utang Jangka Panjang (*Long-term Debt*)

Modal asing adalah modal yang berasal dari luar perusahaan yang sifatnya Sementara bekerja dalam perusahaan, dan bagi perusahaan tersebut

merupakan utang, yang pada saatnya harus dibayar kembali. Mengenai modal asing atau hutang dapat dibagi dalam 3 (tiga) golongan yaitu:

- a. Modal asing/utang jangka pendek (*short-term debt*) yaitu yang jangka waktunya pendek, yaitu kurang dari satu tahun.
- b. Modal asing/ utang jangka menengah (*intermediate-term debt*) yaitu yang jangka waktunya antara 1 sampai 10 tahun.
- c. Modal asing/utang jangka panjang (*long-term debt*) yaitu yang jangka waktunya lebih dari 10 tahun.

Modal asing/utang jangka panjang adalah utang yang jangka waktunya yang umumnya lebih dari sepuluh tahun. utang jangka panjang ini pada umumnya digunakan untuk membelanjai perluasan perusahaan (ekspansi) atau modernisasi dari perusahaan, karena kebutuhan modal untuk keperluan tersebut meliputi jumlah yang besar. Adapun jenis utang jangka panjang adalah pinjaman obligasi dan pinjaman hipotik.

1) Pinjaman Obligasi

Pinjaman obligasi adalah pinjaman uang untuk jangka waktu yang panjang dimana debitur mengeluarkan surat pengakuan utang yang mempunyai nominal tertentu. Pelunasan atau pembayaran kembali pinjaman obligasi dapat diambil dari penyusutan aktiva tetap yang dibelanjai dengan pinjaman obligasi tersebut dan dari keuntungan.

2) Pinjaman Hipotik

Pinjaman hipotik adalah pinjaman jangka panjang di mana pemberi uang (kreditur) diberi hak hipotik terhadap suatu barang tidak bergerak, agar bila pihak debitur tidak memenuhi kewajibannya,

barang itu dapat dijual dan dari hasil penjualan tersebut dapat digunakan untuk menutup tagihannya.

2. Modal Sendiri (*Shareholder's Equity*)

Modal sendiri adalah modal yang berasal dari pemilik perusahaan dan yang tertanam dalam perusahaan untuk waktu yang tidak tertentu lamanya. Modal sendiri berasal dari sumber *intern* dan sumber *ekstern*. Sumber *intern* berasal dari keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Sedangkan sumber *ekstern* berasal dari modal yang berasal dari pemilik perusahaan. Modal sendiri dalam suatu perusahaan yang berbentuk Perseroan Terbatas (PT) terdiri dari:

a. Modal Saham

Saham adalah tanda bukti pengambilan bagian atau peserta dalam suatu Perseroan Terbatas (PT), dimana modal saham terdiri dari:

1) Saham Biasa (*Common Stock*)

Saham biasa adalah bentuk komponen modal jangka panjang yang ditanamkan oleh investor, dimana pemilik saham ini, dengan memiliki saham ini berarti ia membeli prospek dan siap menanggung segala risiko sebesar dana yang ditanamkan.

2) Saham Preferen (*Prefferend Stock*)

Saham preferen adalah bentuk komponen jangka panjang yang kompensasinya (dividen) dibayarkan lebih dahulu (utama) sebelum membayar kompensasi saham biasa.

b. Laba Ditahan

Laba ditahan adalah sisa laba dari keuntungan yang dibayarkan sebagai dividen. Komponen modal sendiri ini merupakan modal dalam

perusahaan yang dipertaruhkan untuk segala risiko, baik risiko usaha maupun risiko kerugian-kerugian lainnya. Modal sendiri ini tidak memerlukan adanya jaminan atau keharusan untuk pembayaran kembali dalam setiap keadaan maupun tidak adanya kepastian tentang jangka waktu pembayaran kembali modal yang disetor. Oleh karena itu, tiap-tiap perusahaan harus mempunyai sejumlah minimum modal yang diperlukan untuk menjamin kelangsungan hidup perusahaan. Modal sendiri yang bersifat permanen akan tertanam dalam perusahaan dan dapat diperhitungkan pada setiap saat untuk memelihara kelangsungan hidup serta melindungi perusahaan dari risiko kebangkrutan.

c. Cadangan

Cadangan merupakan keuntungan yang diperoleh oleh perusahaan selama beberapa waktu/tahun atau dari tahun berjalan yang disisihkan sebagai cadangan. Cadangan yang termasuk modal sendiri adalah cadangan ekspansi, cadangan modal kerja, cadangan selisih kurs, cadangan untuk menampung hal-hal atau kejadian yang tidak terduga.

2.1.1.3 Teori-teori Struktur Modal

Menurut I Made Sudana (2015: 164), teori struktur modal menjelaskan apakah kebijakan pembelanjaan jangka panjang dapat mempengaruhi nilai perusahaan, biaya modal perusahaan dan harga pasar saham perusahaan. Jika kebijakan pembelanjaan perusahaan dapat mempengaruhi ketiga faktor tersebut, bagaimana kondisi utang jangka panjang dan modal sendiri yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau meminimumkan biaya modal perusahaan atau memaksimalkan harga pasar saham perusahaan. Harga pasar saham

perusahaan mencerminkan nilai perusahaan, dengan demikian jika nilai suatu perusahaan meningkat, maka harga pasar saham perusahaan tersebut juga akan naik.

2.1.1.3.1 Teori Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaana jika Tidak Ada Pajak dan Biaya Kebangkrutan

Menurut I Made Sudana (2015: 164) permasalahan yang dijelaskan dalam teori struktur modal ini adalah bagaimana pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, biaya modal perusahaan dan harga pasar saham. Untuk menjawab permasalahan tersebut, maka perlu dipahami asumsi-asumsi yang terkait dengan teori struktur modal, yaitu:

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

Adapun pendekatan struktur modal perusahaan yang dapat digunakan adalah sebagai berikut:

1. Pendekatan Laba Bersih (*Net Income Approach*)

Berdasarkan pendekatan laba bersih, semakin banyak utang jangka panjang yang dipergunakan dalam pembelanjaan perusahaan, maka nilai perusahaan

akan meningkat dan biaya modal perusahaan akan menurun. Dengan demikian struktur modal optimal akan tercapai jika perusahaan menggunakan utang secara maksimal.

2. Pendekatan Laba Bersih Operasi (*Net Operating Income Approach*)

Berdasarkan pendekatan laba bersih operasi, berapapun jumlah utang yang dipergunakan dalam pembelanjaan perusahaan, nilai perusahaan tidak berubah. Hal ini menunjukkan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Dengan demikian harga saham perusahaan pun tidak berubah.

3. Pendekatan Tradisional (*Traditional Approach*)

Pendekatan tradisional mengemukakan struktur modal optimal perusahaan dapat meningkatkan nilai total perusahaannya dengan menggunakan jumlah utang (*leverage*) tertentu. Dengan menggunakan utang yang semakin besar, pada mulanya dapat menurunkan biaya perusahaan dan meningkatkan nilai perusahaan.

4. *Modigliani-Miller Position*

Modigliani dan *Miller* (MM) mendukung hubungan antara struktur modal dan biaya modal sebagaimana yang dijelaskan berdasarkan pendekatan laba bersih operasi, yang menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Dan secara tidak langsung MM tidak setuju dengan pendekatan tradisional yang mengatakan struktur modal dapat mempengaruhi nilai perusahaan pada jumlah utang tertentu.

Untuk mendukung pendapatnya, MM mengemukakan beberapa asumsi sebagai berikut:

- a. Pasar modal sempurna
- b. *Expend value* dari distribusi probabilitas bagi semua investor sama.
- c. Perusahaan dapat dikelompokkan dalam kelas risiko yang sama.
- d. Tidak ada pajak pendapatan perusahaan.

MM berpendapat nilai perusahaan tidak bergantung pada struktur modalnya, jika terdapat dua perusahaan yang memiliki kesamaan dalam segala aspek kecuali struktur modalnya, maka perusahaan tersebut harus mempunyai nilai total yang sama. Dengan kata lain, manajer keuangan tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan merubah proporsi utang dan ekuitas yang digunakan untuk membiayai perusahaan.

2.1.1.3.2 Teori Pengaruh Struktur Modal Terhadap Nilai Perusahaan jika Ada Pajak dan Biaya Kebangkrutan

Menurut I Made Sudana (2015: 172) teori pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan jika ada pajak dan biaya kebangkrutan adalah sebagai berikut.

1. *Signaling Theory*

Berbeda dengan *trade-off theory* yang menyatakan keputusan perusahaan menggunakan utang didasarkan pada keseimbangan antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan. *Signaling theory* menyatakan bahwa perusahaan yang mampu menghasilkan laba cenderung untuk meningkatkan jumlah utangnya, karena tambahan pembayaran bunga akan diimbangi dengan laba sebelum pajak.

2. *Pecking-order Theory*

Selain itu *Pecking-order Theory* menggambarkan sebuah hierarki dalam pencarian dana perusahaan yang menunjukkan bahwa perusahaan lebih memilih menggunakan *internal equity* dalam membiayai investasi dan mengimplementasikannya sebagai peluang pertumbuhan. Dalam *Pecking-order Theory* dinyatakan bahwa perusahaan lebih menyukai pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal, hutang yang aman dibandingkan hutang yang berisiko dan *convertible securities* serta yang terakhir saham biasa.

3. *Modigliani-Miller Position* (apabila ada pajak)

MM berpendapat apabila dalam keadaan ada pajak penggunaan utang akan selalu lebih menguntungkan apabila dibandingkan dengan penggunaan modal sendiri. Hal ini disebabkan oleh sifat *tax deductibility of interest payment* atau pembayaran bunga utang dapat mengurangi pajak. Sehingga MM berpendapat struktur modal yang terbaik adalah struktur modal yang menggunakan utang sebanyak-banyaknya.

4. *Trade off theory*

Teori ini menjelaskan bahwa hutang tidak hanya memberikan manfaat, tetapi juga ada pengorbanan biayanya. Dengan teori ini manajemen akan memikirkan dan mempertimbangkan antara penghematan pajak dan resiko kebangkrutan dalam penentuan struktur modal. *Trade-off theory* juga menjelaskan bahwa jika posisi struktur modal dibawah titik optimal maka setiap penambahan utang dapat meningkatkan nilai perusahaan. Sebaliknya,

jika struktur modal berada diatas titik optimal maka setiap penambahan utang akan menurunkan nilai perusahaan.

2.1.1.4 Pegukuran Struktur Modal

Menurut Irham Fahmi (2017: 182) terdapat beberapa rasio yang digunakan untuk mengukur struktur modal (*capital structure*) sebagai berikut :

1. *Long-term Debt Equity Ratio (LDER)*

$$\text{Long – term Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Utang jangka panjang}}{\text{Modal sendiri}}$$

Rasio ini menggambarkan kemampuan modal sendiri dalam menjamin utang jangka panjang.

2. *Debt to Equity Ratio (DER)*

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Modal Sendiri}}$$

Rasio ini menggambarkan kemampuan modal sendiri dalam menjamin total utang yang dimiliki oleh perusahaan.

3. *Number of Times Interest is Earned*

$$\text{Number of Times Interest is Earned} = \frac{\text{Pendapatan sebelum bunga dan pajak}}{\text{beban bunga}}$$

Rasio ini mengukur kemampuan pendapatan sebelum bunga dan pajak untuk membayar biaya utang.

4. *Book Value Pershare*

$$\text{Book Value Pershare} = \frac{\text{Common stockholders' equity}}{\text{Number of share common stock outstanding}}$$

Rasio ini mengukur jumlah rupiah yang menjadi milik tiap-tiap lembar saham dalam modal perusahaan. Nilai buku ini adalah jumlah yang akan dibayarkan

kepada para pemegang saham pada waktu pembubaran (likuidasi) perusahaan bila aktiva dapat dijual sebesar nilai bukannya.

Dalam penelitian ini struktur modal dihitung dengan *Debt to Equity Ratio (DER)*. Rasio ini dipilih karena dapat menggambarkan sumber pendanaan perusahaan dengan pertimbangan bahwa semakin besar total hutang maka akan mempertinggi risiko perusahaan untuk menghadapi kebangkrutan. Sehingga hal tersebut akan menjadi respon negatif bagi para investor (Rizal Luqman Hakim 2017: 19). Hal ini berdampak pada menurunnya nilai perusahaan.

2.1.1.5 Struktur Modal yang Optimal

Struktur modal merupakan masalah yang penting bagi perusahaan karena baik buruknya struktur modal akan memberikan dampak langsung terhadap posisi finansial perusahaan. Struktur modal yang baik adalah struktur modal yang optimal yaitu yang dapat memaksimalkan harga saham perusahaan.

Menurut Harmono (2011: 293), struktur modal optimal pada suatu perusahaan adalah gabungan dari utang dan ekuitas yang memaksimumkan harga saham perusahaan.

Menurut I Made Sudana (2015: 165), struktur modal optimal adalah struktur modal yang menghasilkan nilai perusahaan maksimal dan biaya modal minimal.

Menurut Farah Margaretha (2011: 112), struktur modal optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara risk dan return sehingga memaksimalkan harga saham. Farah Margaretha (2011: 115) juga berpendapat bahwa untuk memahami struktur modal yang optimal dapat dilihat dari hubungan dasar keuangan. Pada umumnya dapat dikatakan bahwa nilai

perusahaan akan maksimal jika biaya modal minimal, dengan kata lain struktur modal optimal adalah keadaan dimana biaya modal rata-rata tertimbang diminimalkan, karena akan memaksimalkan nilai perusahaan.

Jadi dapat disimpulkan, struktur modal optimal adalah komposisi struktur modal yang tepat dengan mempertimbangkan risk dan return sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan dan meminimalkan biaya modal.

2.1.1.6 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Menurut Agus Sartono (2010: 248) terdapat beberapa faktor yang dapat mempengaruhi keputusan manajer mengenai struktur modal antara lain sebagai berikut:

1. Tingkat Penjualan

Perusahaan dengan penjualan relatif stabil berarti memiliki aliran kas yang relatif stabil pula, maka dapat menggunakan utang lebih besar daripada perusahaan dengan penjualan tidak stabil.

2. Struktur Aset (*Asset Tangibility*)

Perusahaan yang memiliki aset tetap dalam jumlah besar dapat menggunakan utang dalam jumlah besar, hal ini disebabkan karena banyaknya aset yang dapat dijadikan sebagai jaminan.

3. Tingkat Pertumbuhan (*Growth Opportunity*)

Semakin cepat pertumbuhan perusahaan maka semakin besar kebutuhan dana untuk pembiayaan ekspansi. Semakin besar kebutuhan dana untuk pembiayaan maka semakin besar keinginan perusahaan untuk menahan laba. Jadi perusahaan yang sedang tumbuh sebaiknya tidak membagikan laba sebagai dividen tetapi lebih baik digunakan untuk pembiayaan investasi.

4. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan faktor penting dalam menentukan struktur modal. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi tentu memiliki dana internal yang lebih banyak daripada perusahaan dengan profitabilitas rendah. Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi akan berinvestasi menggunakan utang yang relatif kecil. Tingkat pengembalian yang tinggi memungkinkan untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan dengan dana yang dihasilkan secara internal. Perusahaan dengan profitabilitas tinggi akan lebih memilih menggunakan laba ditahan disbanding dengan utang. Hal ini menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

5. Pajak

Bunga utang dapat mengurangi pajak yang dibayar perusahaan, semakin tinggi tarif pajak maka semakin besar keuntungan dari penggunaan utang, jadi. Perlindungan pajak ini menjadi pertimbangan dalam penggunaan utang.

6. Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Perusahaan besar akan lebih mudah memperoleh modal dari pasar modal dibandingkan perusahaan kecil. Hal ini dikarenakan ukuran perusahaan sering dijadikan indikator bagi kemungkinan terjadinya kebangkrutan bagi suatu perusahaan, di mana perusahaan dalam Ukuran perusahaan yang lebih besar dipandang lebih mampu menghadapi krisis dalam menjalankan usahanya. Perusahaan besar cenderung akan melakukan diversifikasi usaha lebih banyak dari pada perusahaan kecil. Oleh karena itu kemungkinan kegagalan dalam menjalankan usaha atau kebangkrutan akan lebih kecil. Ketika kemungkinan

kegagalan bagi perusahaan kecil maka investor tertarik untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut.

7. Kondisi Intern Perusahaan dan Ekonomi Mikro

Perusahaan perlu menanti saat yang tepat untuk menjual obligasi dan saham.

Kondisi yang paling tepat saat menjual obligasi atau saham pada tingkat bunga pasar sedang rendah dan pasar sedang *bullish*.

2.1.2 Kepemilikan Manajerial

2.1.2.1 *Agency Theory*

Dalam *agency theory*, tim manajemen diberi kewenangan untuk mengambil keputusan yang terkait dengan operasi dan strategi perusahaan dengan harapan keputusan-keputusan yang diambil akan memaksimalkan nilai perusahaan. Harapan agar tim manajemen selalu mengambil keputusan yang sejalan dengan peningkatan nilai perusahaan seringkali tidak terwujud. Banyak keputusan yang diambil oleh manajer justru lebih menguntungkan manajer dan mengesampingkan kepentingan pemegang saham. Asumsi bahwa orang-orang yang terlibat dalam perusahaan akan berupaya memaksimalkan nilai perusahaan ternyata tidak selalu terpenuhi. Agen memiliki kepentingan pribadi yang sebagian besar bertentangan dengan kepentingan pemilik perusahaan sehingga munculah masalah keagenan (Sugiarto, 2009: 55).

Masalah keagenan muncul ketika terdapat informasi asimetri baik berkaitan dengan kegiatan maupun informasi yang dimiliki oleh seorang agen (Sugiarto, 2009: 23). Manajemen merupakan pihak yang lebih banyak mengetahui informasi-informasi perusahaan karena secara langsung berkaitan dengan kegiatan sehari-hari yang ada di perusahaan. Sedangkan pemegang saham hanya

mendapatkan informasi dari laporan manajemen. Sehingga manajemen mempunyai peluang untuk menyembunyikan informasi (*hidden information*) ataupun menyembunyikan tindakan (*hidden action*) untuk kepentingan dirinya sendiri.

Dalam upaya mengurangi atau mengatasi masalah keagenan timbul biaya keagenan (*agency cost*), yaitu biaya yang ditanggung oleh pihak *principal* ataupun *agent* untuk mengurangi masalah keagenan (*agency conflict*). Menurut Jensen dan meckling (1976) dalam Sugiarto (2009: 56) biaya agensi dibagi menjadi 3 (tiga) komponen, yaitu *monitoring cost*, *bonding cost* dan *residual cost*. *Monitoring cost* adalah biaya yang timbul dan ditanggung oleh *principal* untuk memonitor perilaku *agent*, yaitu untuk mengukur, mengamati dan mengontrol perilaku *agent*. *Bonding cost* adalah biaya yang ditanggung oleh *agent* untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa *agent* akan bertindak untuk kepentingan *principal*. Sedangkan, *residual cost* merupakan nilai kerugian yang dialami *principal* akibat keputusan yang diambil oleh *agent*, yang menyimpang dari keputusan yang dibuat oleh *principal* jika ia memiliki informasi dan bakat sebagaimana *agent*. Dengan kata lain, merupakan pengorbanan yang berupa berkurangnya kemakmuran *principal* sebagai akibat dari perbedaan keputusan *agent* dan keputusan *principal*. Antisipasi atas ketiga biaya yang didefinisikan sebagai biaya keagenan ini Nampak pada harga saham yang terkoreksi saat perusahaan menjual sahamnya.

Salah satu upaya untuk mengurangi atau mengatasi masalah keagenan adalah kepemilikan manajerial. Menurut Jensen dan Mecling dalam I Made Sudana (2015: 13), agar pihak manajemen bertindak sejalan dengan kepentingan

pemilik perusahaan, pemilik dapat menjamin pihak manajemen akan membuat keputusan yang optimal hanya jika diberikan insentif yang cukup memadai dan manajemen merupakan pihak yang minoritas. Insentif bisa berupa opsi saham, bonus, mobil dan kantor yang memadai, yang besarnya sangat tergantung pada seberapa dekat keputusan yang diambil pihak manajemen dengan kepentingan pemilik. Maka dari itu kepemilikan manajerial bisa dikatakan sebagai alternatif untuk memonitor manajemen agar bertindak sesuai kepentingan pemegang saham. Manajemen menjadi lebih berhati-hati dalam membuat keputusan sehingga dana yang tersedia dikelola dengan baik. Manajemen juga termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya sebagai bentuk tanggungjawab terhadap pemegang saham yang tidak lain adalah dirinya sendiri sebagai bagian dari pemegang saham yang merasakan dampak langsung dari kinerja perusahaan.

2.1.2.2 Pengertian Kepemilikan Manajerial

Bodie Z A. Kane dan A. Marcus (2006: 9) yang diterjemahkan oleh Zuliani Dalimunthe dan Budi mendefinisikan kepemilikan manajerial adalah sebagai berikut:

“Kepemilikan manajerial merupakan pemisahan kepemilikan antara pihak *outsider* dengan pihak *insider*. Jika dalam suatu perusahaan memiliki banyak pemilih saham, maka kelompok besar individu tersebut sudah jelas tidak dapat berpartisipasi dengan aktif dalam manajemen perusahaan sehari-hari. Karenanya, mereka memilih dewan komisaris yang memilih dan mengawasi manajemen perusahaan. Struktur ini berarti bahwa pemilik berbeda dengan manajer perusahaan. Hal ini memberikan stabilitas bagi perusahaan yang tidak dimiliki oleh perusahaan dengan pemilik merangkap manajer”.

Menurut Sonya Majid Pracihara (2016: 6), kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan di dalam perusahaan, misalnya direktur dan komisaris.

Menurut Wahidahwati (2000) dalam Tedi Rustendi dan Farid Jimmi (2008: 415) kepemilikan manajerial merupakan pemegang saham dari pihak manajemen secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (Direktur dan Komisaris). Kepemilikan manajerial diukur dari jumlah prosentase saham yang dimiliki manajer.

Menurut Yuli Soesetio (2007: 390) kepemilikan manajerial yaitu perbandingan antara kepemilikan saham manajerial dengan jumlah saham yang beredar. Pemegang saham dan manajer masing-masing berkepentingan memaksimalkan tujuannya.

Menurut Robertus M. Bambang Gunawan (2016: 75), kepemilikan manajerial adalah situasi manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan.

Sehingga dapat disimpulkan, kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham oleh manajemen (direktur dan komisaris) sehingga manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham. Dan dapat diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki manajemen.

2.1.2.3 Fungsi dan Level Kepemilikan Manajerial

Berikut ini adalah fungsi dan level kepemilikan manajerial dalam perusahaan menurut Yuli Soesetio (2007:390) :

1. *Low Levels of Managerial Ownership* (0%-5%)

Untuk *low levels of managerial ownership*, disiplin eksternal, pengendalian internal dan insentif masih didominasi oleh tingkah laku manajemen. Secara empiris, Morck et al (1988), McConnel and serveas (1990) dan Hermalin and Weisbach (1991) menyatakan perilaku *insiders* ini berhubungan dengan

manerials holdings dan nilai perusahaan. Manajemen dalam level ini apabila kinerja mereka baik lebih cenderung lebih memilih paket kompensasi seperti opsi saham dan *stock grants* dari pada menambah jumlah kepemilikan saham diperusahaan sendiri.

2. *Intermedicate Levels of Managerial Ownership (5%-25%)*

Di level ini, *insiders* mulai menunjukkan perilaku sebagai pemegang saham. Dengan bertambahnya kepemilikan maka semakin besar jumlah hak suara mereka. Jika *low levels of managerial ownership* lebih memilih rencana kompensasinya sedangkan *intermediate levels of managerial ownership* lebih memilih mengambil kendali perusahaan.

3. *High Levels of Managerial Owneship (40%-50%)*

Di level ini, kepemilikan inseders tidak memiliki otoritas penuh terhadap perusahaan dan disiplin eksternal tetap berlaku.

4. *High Levels of Managerial Owneship (greaters than 50%)*

Di level ini, *insiders* memiliki wewenang penuh terhadap perusahaan. Dengan kepemilikan diatas 50% adanya tekanan dari disiplin eksternal (*outside shareholders*) hampir tidak ada sehingga mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan.

5. *Very high levels of managerial ownership*

Di level ini perusahaan diniliki oleh pemilik tunggal.

2.1.2.4 Pengukuran Kepemilikan Manajerial

Untuk mengukur kepemilikan manajerial, penelitian ini mengikuti Ikin Solikin, Mimin Widaningsih, dan Sofie Desmiranti Lestari (2015: 729) yaitu kepemilikan manajerial diukur dari persentase jumlah saham yang dimiliki

manajemen (direksi dan komisaris) dibanding jumlah saham perusahaan yang beredar. Saham yang beredar adalah bagian saham perusahaan yang sudah memiliki status dimiliki oleh orang perorangan ataupun perusahaan ataupun lembaga. Sehingga kepemilikan manajerial dapat diukur dengan perhitungan sebagai berikut:

$$K M = \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki manajemen}}{\text{jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

Rasio ini membandingkan saham yang dimiliki manajemen dengan jumlah saham biasa yang beredar sehingga dapat diketahui persentase kepemilikan manajerial perusahaan.

2.1.3 Nilai Perusahaan

Menurut Aulia Tasman & Havidz Aima (2013: 103) tujuan utama manajemen dalam pengelolaan unit usaha menurut ekonomi manajerial adalah memaksimalkan nilai perusahaan, bahwa sasaran jangka panjang dari suatu perusahaan bukan untuk memaksimalkan keuntungan yang diperoleh, melainkan bagaimana memperbesar nilai perusahaan secara berkesinambungan. Semakin tinggi nilai perusahaan maka semakin sejahtera pula pemiliknya.

2.1.3.1 Pengertian Nilai Perusahaan

Menurut Harmono (2011: 233) nilai perusahaan merupakan kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran di pasar modal yang merefleksikan penilaian masyarakat terhadap kinerja perusahaan.

Sedangkan menurut Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti (2012: 7), nilai perusahaan merupakan harga bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila

perusahaan tersebut dijual, semakin tinggi nilai perusahaan semakin besar kemakmuran yang diterima oleh perusahaan.

Selain itu, menurut Handono Mardiyanto (2009: 181), nilai perusahaan adalah nilai sekarang dari serangkaian arus kas masuk yang dihasilkan perusahaan pada masa mendatang.

Menurut Agus Sartono (2010: 487), nilai Perusahaan adalah nilai jual sebuah perusahaan sebagai suatu bisnis yang sedang beroperasi. Adanya kelebihan nilai jual diatas nilai likuidasi adalah nilai dari organisasi manajemen yang menjalankan perusahaan itu.

Menurut Arthur J Keown (2010: 35) yang diterjemahkan oleh Chaerul D Djakman, nilai perusahaan adalah nilai pasar dari hutang dan ekuitas perusahaan. Modal yang diinvestasikan sedikit lebih problematis, secara konseptual, modal yang diinvestasikan perusahaan merupakan jumlah dari seluruh dana yang telah diinvestasikan di dalamnya.

Farah Margaretha (2011: 5) menjelaskan bahwa nilai perusahaan yang sudah *go public* merupakan nilai yang tercermin dalam harga pasar saham perusahaan, sedangkan nilai perusahaan yang belum *go public* nilainya terealisasi apabila perusahaan akan dijual.

Berdasarkan definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa yang dimaksud nilai perusahaan adalah apresiasi atau penilaian investor ataupun masyarakat terhadap kinerja perusahaan yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran saham perusahaan yang tercermin pada harga saham untuk perusahaan *go public* dan tercermin ke harga jual perusahaan untuk perusahaan yang belum *go public*.

Nilai perusahaan tercermin ke dalam harga saham. Hal ini terjadi karena investor yang menilai perusahaan memiliki prospek yang baik di masa depan akan cenderung membeli saham perusahaan tersebut. Akibatnya permintaan saham yang tinggi menyebabkan harga saham meningkat. Sehingga dapat disimpulkan bahwa harga saham yang meningkat menunjukkan bahwa investor memberikan nilai yang tinggi terhadap perusahaan.

3.1.3.2 Jenis-Jenis Nilai dalam Nilai Perusahaan

Menurut Yulius J. C dan Josua Taringan (2007: 3) terdapat lima jenis nilai perusahaan berdasarkan metode perhitungan yang digunakan, yaitu:

1. Nilai nominal

Merupakan nilai yang tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan, disebutkan secara eksplisit dalam neraca perusahaan dan juga ditulis secara jelas dalam surat saham kolektif.

2. Nilai Pasar

Nilai pasar adalah harga yang terjadi dari proses tawar menawar di pasar saham. Nilai ini hanya bisa ditentukan jika saham perusahaan dijual di pasar saham.

3. Nilai Intrinsik

Nilai intrinsik merupakan konsep yang paling abstrak, karena mengacu kepada perkiraan nilai riil suatu perusahaan. Nilai perusahaan dalam konsep nilai intrinsik ini bukan sekedar harga dari sekumpulan aset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan di kemudian hari.

4. Nilai Buku

Nilai buku adalah nilai perusahaan yang dihitung dengan konsep akuntansi. Secara sederhana dihitung dengan membagi selisih antara total aset dan total utang dengan jumlah saham yang beredar.

5. Nilai likuidasi

Nilai likuidasi adalah nilai jual seluruh aset perusahaan setelah dikurangi semua kewajiban yang harus dipenuhi. Nilai likuidasi dapat dihitung dengan cara yang sama dengan menghitung nilai buku, yaitu berdasarkan neraca performa yang disiapkan ketika suatu perusahaan akan dilikuidasi.

2.1.3.3 Pengukuran Nilai Perusahaan

Menurut Michell Suharli (2006) dalam Uniariny (2012: 40), ada beberapa pendekatan yang biasa dilakukan untuk nilai perusahaan, yaitu pendekatan laba dengan metode rasio tingkat laba atau *Price Earning Ratio*, pendekatan arus kas dengan metode diskonto arus kas, pendekatan dividen dengan metode pertumbuhan dividen, pendekatan aktiva dengan metode penilaian aktiva, pendekatan harga saham dan pendekatan Economic Value Added (EVA).

Nilai perusahaan dengan pendekatan harga saham menggunakan rasio yang disebut rasio penilaian. Menurut I Made Sudana (2015: 23) rasio penilaian adalah suatu rasio yang terkait dengan kinerja saham perusahaan yang telah diperdagangkan di pasar modal.

Menurut Weston J. Fred dan Copeland (2008: 244) dalam Dwi Rynda Windiarti (2016: 37) nilai perusahaan dapat diukur dengan rasio penilaian yang terdiri dari *Price Earning Ratio (PER)*, *Price to Book Value (PBV)* dan *Tobin's Q*. Berikut penjelasan dari rasio-rasio penilaian tersebut.

1. *Price Earning Ratio (PER)*

$$PER = \frac{\text{Market Price Per Share}}{\text{Earning Per Share}}$$

(Irham Fahmi, 2017: 138)

Rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa besar perbandingan antara harga saham perusahaan dengan keuntungan yang diperoleh oleh pemegang saham. Rasio ini menunjukkan berapa banyak jumlah uang yang rela dikeluarkan oleh investor untuk membayar setiap Rupiah laba yang dilaporkan dan untuk melihat bagaimana pasar menghargai kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh *Earning Per Share*nya. Rasio ini berfungsi untuk mengukur perubahan kemampuan laba yang diharapkan di masa yang akan datang. Semakin besar *Price Earning Ratio (PER)*, maka semakin besar pula kemungkinan perusahaan untuk tumbuh sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

2. *Price Book Value (PBV)*

$$\text{Price Book Value} = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Book value per share}}$$

Yang mana *Book Value Per Share* dihitung dengan cara sebagai berikut:

Book Value Per Share

$$= \frac{\text{Total shareholders' equity} - \text{Preferred stock}}{\text{Common share outstanding}}$$

(Irham Fahmi, 2017: 139)

Rasio ini mengukur perbandingan harga saham dengan nilai buku saham untuk menunjukkan apakah harga saham yang diperdagangkan *overvalued* (di

atas) atau *undervalued* (di bawah) nilai buku saham tersebut. Rasio *Price Book Value (PBV)* menggambarkan seberapa besar pasar menghargai nilai buku saham perusahaan. Semakin tinggi PBV maka semakin tinggi kepercayaan investor atau masyarakat terhadap prospek perusahaan di masa yang akan datang.

3. *Tobin's Q*

Salah satu alternatif yang digunakan dalam menilai nilai perusahaan adalah dengan menggunakan *Tobin's Q*. *Tobin's Q* ini dikembangkan oleh Professor James Tobin (Weston dan Copelan, 2008: 243). Penggunaan *Tobin's Q* dimaksudkan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mengelola aset agar tercipta nilai pasar modal yang menguntungkan (Farah Margaretha, 2011: 20). Menurut Smithers, Andrew dan Stephen Wright (2007:37) dalam Bhukti Fitri Praseyorini (2013: 186), *Tobin's Q* dirumuskan sebagai berikut:

$$Tobin's Q = \frac{EMV + D}{TA}$$

Keterangan:

EMV = Nilai pasar ekuitas, dihitung dengan cara jumlah saham yang beredar x harga penutupan.

D = Nilai buku dari total utang

TA = Total aset perusahaan

(Smithers dan Wright, 2007: 37 dalam Bhukti Fitri Praseyorini, 2013: 186)

Tobin's Q < 1 maka menunjukkan bahwa nilai buku asset perusahaan lebih besar dari nilai pasar perusahaan (*undervalued*), sebaliknya jika *Tobin's Q* > 1 menunjukkan bahwa nilai pasar perusahaan lebih tinggi dibanding nilai

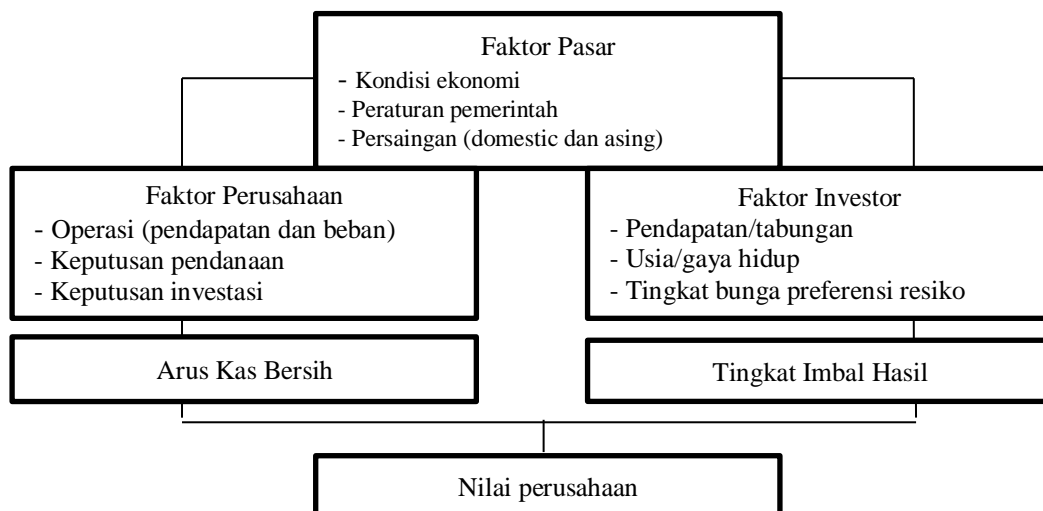
buku asetnya, sehingga mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki potensi pertumbuhan yang tinggi sehingga nilai perusahaan lebih dari nilai asetnya (*overvalued*) (Bhekti Fitri Praseyorini, 2013:186).

Dalam penelitian ini, untuk meneliti nilai perusahaan rasio yang digunakan adalah *Tobin's Q*. Karena rasio *Tobin's Q* memberikan gambaran tidak hanya pada aspek fundamental, tetapi juga sejauh mana pasar menilai perusahaan dari berbagai aspek yang dilihat oleh pihak luas termasuk investor (Bhekti Fitri Praseyorini, 2013:186). Serta *Tobin's Q* memasukkan semua unsur utang dan modal saham perusahaan, tidak hanya saham biasa saja dan tidak hanya ekuitas perusahaan yang dimasukkan namun seluruh aset perusahaan. Dengan memasukkan seluruh aset perusahaan berarti perusahaan tidak hanya terfokus pada satu tipe investor saja yaitu investor dalam bentuk saham namun juga untuk kreditur karena sumber pembiayaan operasional perusahaan bukan hanya dari ekuitas saja tetapi juga dari pinjaman yang diberikan kreditur. Semakin besar nilai *Tobin's Q* menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik. Hal ini dapat terjadi karena semakin besar nilai pasar aset perusahaan dibandingkan dengan nilai buku aset perusahaan maka semakin besar kerelaan investor untuk mengeluarkan pengorbanan yang lebih untuk memiliki perusahaan tersebut (Sukmawati Sukamulja, 2004 dalam Wien Ika Permanasari, 2010: 25)..

Menurut Farah Margaretha (2011: 27), kelemahan *Tobin's Q* adalah *Tobin's Q* dapat menyesatkan dalam pengukuran kekuatan pasar karena sulitnya memperkirakan biaya atas pergantian atas harta, pengeluaran untuk iklan dan penelitian serta pengembangan menciptakan aset tidak berwujud.

2.1.3.4 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan

Menurut Handono Mardiyanto (2009: 182) nilai perusahaan dibentuk oleh beberapa faktor sebagai berikut.



Gambar 2.1
Faktor-faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan

Sedangkan menurut Tri Wahyuni (2013: 5) faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah sebagai berikut:

1. Keputusan investasi

Jika investasi perusahaan bagus maka akan berpengaruh pada kinerja perusahaan, hal ini menjadi respon positif oleh investor dengan membeli saham perusahaan tersebut sehingga harga saham akan naik.

2. Keputusan pendanaan

Perusahaan yang porsi utangnya tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut mampu membayar kewajiban-kewajiban dimasa yang akan datang sehingga mengurangi ketidak pastian investor terhadap kemampuan perusahaan dalam memberikan pengembalian atas modal yang telah disetorkan investor. Kepercayaan investor ini akan ditunjukkan melalui

pembelian saham tersebut yang nantinya akan meningkatkan nilai perusahaan.

3. Kebijakan dividen

Pembayaran dividen akan meningkatkan apresiasi pasar terhadap saham perusahaan yang membagikan dividen tersebut, dengan demikian pembayaran dividen berimplikasi positif terhadap nilai perusahaan.

4. Ukuran perusahaan

Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar keyakinan investor akan kemampuan perusahaan dalam memberikan tingkat pengembalian investasi. Sehingga, akan mempengaruhi terhadap nilai perusahaan.

5. Profitabilitas

Profitabilitas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang tinggi bagi para pemegang saham. Sehingga menarik minat investor untuk menanamkan modalnya diperusahaan. Semakin diminatnya saham perusahaan tersebut maka akan meningkatkan nilai perusahaan.

6. Kepemilikan institusional

Kepemilikan institusional memiliki peranan penting untuk memonitor manajer dalam mengelola perusahaan, semakin tinggi persentase kepemilikan institusi maka semakin efisien fungsi monitoring terhadap manajemen dalam memanfaatkan aset perusahaan serta mencegah pemborosan oleh manajemen. Dengan ini masalah keagenan yang timbul antara pemegang saham dengan manajer dapat diminimalkan. Penilaian investor akan semakin baik pada

perusahaan yang sahamnya dimiliki oleh investor institusi, dan akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

2.2 Kerangka Pemikiran

Struktur modal merupakan perimbangan antara jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa. Struktur modal adalah perbandingan modal asing atau jumlah utang dengan modal sendiri. Kebijakan struktur modal merupakan pemeliharaan antara risiko dan pengambilan yang diharapkan (Mustafa, 2017: 85).

Struktur modal diduga dapat mempengaruhi nilai perusahaan, terutama penggunaan utang perusahaan. Modigliani & Miller berpendapat bahwa bila ada pajak penghasilan perusahaan maka penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan karena biaya bunga utang adalah biaya yang mengurangi pembayaran pajak (Menurut Taswan (2003) dalam Tedi Rustendi dan Farid Jimmi, 2008: 415). Selain itu, *trade off theory* juga memandang adanya pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. *Trade off theory* menyatakan penggunaan utang akan meningkatkan nilai perusahaan tapi hanya sampai titik tertentu, setelah titik tersebut penggunaan utang justru akan menurunkan nilai perusahaan karena kenaikan keuntungan dari penggunaan utang tidak sebanding dengan kenaikan biaya *financial distress* dan *agency cost* (Lukas Setia Atmaja (2008: 259). Dengan demikian, struktur modal yang dimiliki oleh perusahaan diduga dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Dalam penelitian ini struktur modal dihitung dengan *Debt to Equity Ratio* (*DER*). *DER* merupakan indikator yang dapat menggambarkan perbandingan penggunaan utang dan modal sendiri. Semakin tinggi *DER* maka semakin banyak.

penggunaan utang dibanding modal sendiri. Selain itu, *DER* dapat memberikan informasi mengenai kemampuan modal sendiri dalam menjamin total utang yang dimiliki perusahaan (Irham Fahmi, 2017: 182). Rasio ini dipilih karena dapat menggambarkan sumber pendanaan perusahaan dengan pertimbangan bahwa semakin besar total utang maka akan mempertinggi risiko perusahaan untuk menghadapi kebangkrutan. Sehingga hal tersebut akan menjadi respon negatif bagi para investor (Rizal Luqman Hakim 2017: 19). Hal ini berdampak pada menurunnya nilai perusahaan.

Adanya pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan sesuai dengan hasil penelitian Amalia Dewi Rahmawati, Topowijono dan Sri Sulasmiyati (2015) bahwa struktur modal secara parsial memiliki pengaruh signifikan dengan arah hubungan negatif terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa setiap kenaikan struktur modal akan selalu diikuti dengan penurunan nilai perusahaan, begitu pula sebaliknya. Sedangkan, menurut hasil penelitian Devi Setiawati (2017) menyatakan bahwa struktur modal secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Namun berbeda dengan hasil penelitian Amalia Nur Chasanah (2018) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Menurutnya, bagaimanapun struktur modal tidak akan mempengaruhi nilai perusahaan.

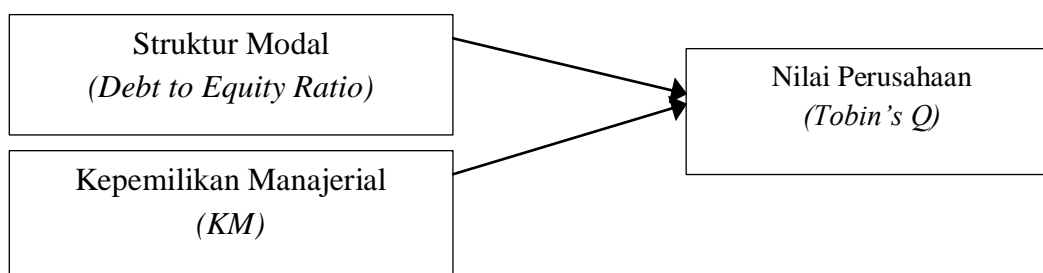
Selain struktur modal, kepemilikan manajerial juga diduga mempengaruhi nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial adalah situasi manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan (Robertus M. Bambang Gunawan, 2016: 75).

Dalam memaksimalkan nilai perusahaan perlu adanya kerjasama antara pemegang saham (*principal*) dan manajemen (*agent*) namun pada dasarnya hal tersebut sulit dilakukan karena muncul masalah keagenan yang disebabkan karena adanya konflik kepentingan antara pemegang saham dan manajemen. Menurut Ikin Solikin, Mimin Widianingsih, dan Sofie Desmiranti Lestari (2015: 725) adanya kepemilikan manajerial dalam perusahaan merupakan salah satu cara yang tepat untuk mengatasi masalah keagenan, karena dengan seperti ini para manajer diberikan kesempatan untuk memiliki saham dalam perusahaan yang dikelolanya, dan mempunyai kepentingan yang sama pula dengan para pemegang saham lainnya. Dengan adanya kepemilikan manajerial diduga para manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya sehingga nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaan yang otomatis akan meningkatkan kesejahteraan pemilik saham dari perusahaan tersebut. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Mirry Yuniyanti Pasaribu, Topowijoyo dan Sri Sulasmiyati (2016) bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut menunjukkan bahwa saham yang dimiliki pihak manajerial akan mempengaruhi terhadap peningkatan nilai perusahaan. Disaat manajer memiliki kontribusi saham atas perusahaan, maka mereka akan bekerja bersungguhsungguh untuk mencapai hasil maksimal. Namun berbeda dengan pernyataan Ni Putu Wida P.D dan I Wayan Suartana (2014), berdasarkan hasil penelitiannya kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dikarenakan, meskipun dengan adanya kepemilikan manajerial, manajemen tetap cenderung memenuhi kepentingan pribadinya dibanding untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu mensejahterakan pemegang saham.

Untuk menilai perusahaan perlu dilihat kondisi keuangan perusahaan yang sebagian diantaranya adalah melalui struktur modal dan kepemilikan manajerial sehingga keduanya bersama-sama mempengaruhi nilai perusahaan (Dessa Auliyaa Rezky, 2017: 62). Sesuai dengan hasil penelitian Mirry Yuniyanti Pasaribu, Topowijono, dan Sri Sulasmiyati (2016), berdasarkan hasil penelitiannya kepemilikan manajerial dan struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan secara simultan. Sehingga, untuk memaksimalkan nilai perusahaan diduga perlu memperhatikan struktur modal dan kepemilikan manajerial perusahaan. Struktur modal dan kepemilikan manajerial yang baik akan memaksimalkan nilai perusahaan.

Nilai perusahaan merupakan kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran di pasar modal yang merefleksikan penilaian masyarakat terhadap kinerja perusahaan (Harmono, 2011: 233). Artinya, harga saham yang tinggi menandakan nilai perusahaan yang tinggi, sebaliknya harga saham yang rendah menandakan nilai perusahaan yang rendah. Hal ini dikarenakan, semakin tinggi harga saham maka akan memberikan kemakmuran bagi pemegang sahamnya. Dalam penelitian ini, untuk meneliti nilai perusahaan rasio yang digunakan adalah *Tobin's Q*. Karena rasio *Tobin's Q* memberikan gambaran tidak hanya pada aspek fundamental, tetapi juga sejauh mana pasar menilai perusahaan dari berbagai aspek yang dilihat oleh pihak luas termasuk investor (Bhekti Fitri Praseyorini, 2013:186). Serta *Tobin's Q* memasukkan semua unsur utang dan modal saham perusahaan dan tidak hanya ekuitas perusahaan yang dimasukkan namun seluruh aset perusahaan. Semakin besar nilai *Tobin's Q* menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek

pertumbuhan yang baik. Hal ini dapat terjadi karena semakin besar nilai pasar aset perusahaan dibandingkan dengan nilai buku aset perusahaan maka semakin besar kerelaan investor untuk mengeluarkan pengorbanan yang lebih untuk memiliki perusahaan tersebut (Wien Ika Permanasari, 2010: 25). Berikut adalah gambaran model secara umum mengenai hubungan antara struktur modal dan kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan.



Gambar 2.2
Kerangka Pemikiran

2.3 Hipotesis

Berdasarkan uraian diatas, penulis mengambil hipotesis sebagai berikut:

1. Secara parsial struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Secara parsial kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
3. Secara simultan struktur modal dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan pada perusahaan sektor manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.