

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1 Tinjauan Pustaka

2.1.1 *Capital Structure*

Menurut I Made Sudana (2015:180), *financial leverage* dibedakan menjadi *financial structure* (struktur keuangan) dan *capital structure* (struktur modal). *Capital structure* merupakan bagian dari struktur keuangan yang hanya menyangkut pembelanjaan yang sifatnya permanen atau jangka panjang. 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 aktivasnya, baik utang jangka pendek, utang jangka panjang ataupun modal pemegang saham. Sedangkan struktur modal mengulas tentang cara perusahaan mendanai aktivitasnya, baik utang jangka panjang ataupun modal pemegang saham.

2.1.1.1 Pengertian *Capital Structure*

Keputusan pendanaan adalah keputusan perusahaan dalam menentukan sumber dana yang akan digunakan untuk melakukan investasi. Keputusan pendanaan dalam terminologi keuangan terkenal dengan istilah struktur modal (*capital structure*). Keputusan pendanaan yang optimal adalah kombinasi antara sumber dana sendiri dan sumber dana asing yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan (Siswanto, 2021:8).

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

Menurut Hamidah (2015:243) struktur modal adalah merupakan perimbangan jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa.

Sedangkan Brigham dan Houston (2019) mendefinisikan *capital structure* sebagai campuran dari utang, saham preferen dan ekuitas biasa yang digunakan untuk mendanai aset perusahaan.

Agus Zainul Arifin (2018: 69) menyatakan struktur modal adalah sumber dana jangka panjang yang tertanam dalam perusahaan dengan jangka waktu lebih dari satu tahun. Struktur modal (*capital structure*) terdiri dari komponen sumber dana jangka panjang berupa hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa.

Berdasarkan pengertian diatas, maka dapat disimpulkan struktur modal (*capital structure*) didefinisikan sebagai sumber dana jangka panjang yang tertanam dalam perusahaan dengan jangka waktu lebih dari satu tahun yang terdiri dari komposisi dan proporsi jumlah utang jangka pendek yang bersifat permanen, utang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa yang ditetapkan perusahaan.

Adapun struktur modal itu sendiri terdiri dari beberapa komponen. Menurut Riyanto (2011) dalam Seviani (2023) 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 diabayar kembali. Mengenai modal asing atau hutang dapat dibagi dalam 3 (tiga) golongan yaitu:

- a. Modal asing/utang jangka pendek (*short-term debt*) yaitu 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 membiayai perluasan perusahaan (ekspansi) atau modernisasi dari perusahaan, karena kebetulan 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 dibiayai 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 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 berbentuk Perseroan Terbatas (PT) terdiri dari:

a. Modal Saham

1) Saham Biasa

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*

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 panjang waktu pembayaran kembali modal yang disetor. Oleh karena itu, tiap-tiap perusahaan harus mempunyai sejumlah minimum modal yang diperlakukan 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. 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 dimaksudkan sebagai cadangan yang dibentuk dari keuntungan yang dibentuk oleh perusahaan selama beberapa waktu yang lampau atau dari tahun yang berjalan (*reserve that are surplus*). Tidak semua cadangan termasuk dalam pengertian modal sendiri. Cadangan yang termasuk dalam modal sendiri antara lain:

- Cadangan ekspansi
- Cadangan modal kerja

- Cadangan selisih kurs
- Cadangan untuk menampung hal-hal atau kejadian yang tidak diduga.

2.1.1.2 Faktor yang Mempengaruhi *Capital Structure*

Berikut adalah beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan (Brigham dan Houston, 2019:36):

1. Stabilitas penjualan. Suatu perusahaan yang penjualannya relatif stabil dapat secara aman mengambil utang dalam jumlah yang lebih besar dan mengeluarkan beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil. Apabila penjualan perusahaan meningkat, maka perusahaan dengan sendirinya memperoleh dana yang cukup besar, sehingga perusahaan akan mengurangi hutangnya, bahkan bisa tidak menggunakan hutang dalam operasi perusahaan. Tetapi sebaliknya apabila penjualan perusahaan stabil turun, maka akan berkurangnya dana yang diperoleh, sehingga perusahaan akan menambah hutangnya untuk keperluan operasi perusahaan.
2. Struktur aset. Banyak perusahaan memperhitungkan jumlah dana tunai yang diinginkan ketika menyusun target struktur modal. Perusahaan yang asetnya memadai untuk digunakan sebagai jaminan pinjaman cenderung akan cukup banyak menggunakan utang. Aset umum dapat digunakan oleh banyak perusahaan dapat menjadi jaminan yang baik, sementara tidak untuk aset dengan tujuan khusus. Dengan menganggap faktor lain konstan, sebuah perusahaan mampu mengambil lebih banyak utang apabila memiliki lebih banyak dana tunai pada neracanya.

3. Tingkat pertumbuhan. Jika hal lainnya dianggap sama, perusahaan dengan pertumbuhan yang cepat harus lebih mengandalkan pada modal eksternal. Selain itu, biaya emisi yang berkaitan dengan penjualan saham biasa akan melebihi biaya yang terjadi ketika perusahaan menjual utang, mendorong perusahaan yang mengalami pertumbuhan pasar untuk lebih mengandal diri pada utang.
4. Pajak. Bunga merupakan suatu beban pengurang pajak, dan pengurangan ini lebih bernilai bagi suatu perusahaan dengan tarif pajak tinggi. Jadi makin tinggi tarif pajak suatu perusahaan, maka makin besar keunggulan dari utang.
5. Perilaku manajemen. Tidak ada yang dapat membuktikan bahwa suatu struktur modal akan menghasilkan harga saham yang lebih tinggi dibandingkan dengan struktur yang lain. Manajemen dapat melaksanakan pertimbangannya sendiri tentang struktur modal yang tepat. Beberapa manajer cenderung lebih konservatif dibandingkan yang lain sehingga menggunakan utang dalam jumlah yang lebih kecil dibandingkan dengan rata-rata perusahaan di industrinya, sementara manajer yang agresif menggunakan lebih banyak utang demi memperoleh laba yang lebih tinggi.
6. Kondisi pasar. Kondisi pasar saham dan obligasi mengalami perubahan dalam jangka panjang maupun jangka pendek yang dapat memberikan arah penting pada struktur modal optimal suatu perusahaan. Perusahaan berperingkat rendah yang membutuhkan modal terpaksa pergi ke pasar saham atau pasar utang jangka pendek, tanpa melihat sasaran struktur modalnya. Namun ketika kondisi

melonggar perusahaan-perusahaan ini menjual obligasi jangka panjang untuk mengembalikan struktur modalnya kembali pada sasaran.

2.1.1.3 Teori *Capital structure*

Teori struktur modal menjelaskan apakah dengan adanya perubahan struktur modal memberikan pengaruh terhadap nilai perusahaan, apabila kepemilikan manajerial dan *intellectual capital* tetap konstan. Jika perubahan struktur modal tidak mengubah nilai perusahaan, berarti tidak ada struktur modal yang terbaik. Namun, apabila perubahan struktur modal membuat nilai perusahaan berubah, maka akan didapatkan struktur modal terbaik yang akan memaksimalkan nilai perusahaan. Menurut Kurnasih & Ruzikna (2017), struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan atau harga saham adalah struktur modal yang terbaik. Teori struktur modal adalah teori yang menjelaskan kebijakan pendanaan perusahaan dalam menentukan perimbangan antara hutang dan ekuitas untuk memaksimalkan nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham di Bursa.

Menurut Harmono (2016: 137) teori struktur modal berkenaan dengan bagaimana struktur modal dialokasikan dalam aktivitas investasi aktiva ril perusahaan, dengan cara menentukan struktur modal antara modal utang dan modal sendiri.

1. Teori Struktur Modal jika Tidak Ada Pajak dan Biaya Kebangkrutan

Menurut I Made Sudana (2015: 164) permasalahan yang dijelaskan dalam teori struktur modal adalah, bagaimana pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan, biaya modal perusahaan dan harga pasar saham. Untuk menjawab

pertanyaan tersebut, maka perlu dipahami asumsi-asumsi yang terkait dengan teori struktur modal, yaitu:

- a. Tidak ada pajak dan tidak ada biaya kebangkrutan
- b. Rasio utang terhadap modal diubah dengan jalan, perusahaan mengeluarkan saham untuk melunasi utang atau perusahaan meminjam untuk membeli kembali saham yang beredar.
- c. Perusahaan mempunyai kebijakan untuk membayarkan seluruh pendapatan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen.
- d. Nilai harapan distribusi probabilitas subjektif pendapatan operasi setiap perusahaan di masa yang akan datang sama bagi semua investor.
- e. Pendapatan operasi perusahaan diharapkan tidak mengalami pertumbuhan.

Pendekatan yang digunakan untuk menjelaskan hal tersebut 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. Struktur modal optimal adalah struktur modal yang menghasilkan nilai perusahaan maksimal dan biaya modal minimal.

2) Pendekatan laba bersih operasi (*net operating income approach*)

Menurut pendekatan laba bersih operasi, berapa pun jumlah utang yang dipergunakan dalam pembelanjaan perusahaan, nilai perusahaan tidak berubah. Hal ini menunjukkan bahwa struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan.

3) Pendekatan tradisional (*traditional approach*)

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

4) *Modigliani-Miller Position*

Modigliani dan Miller (MM), mendukung hubungan antar struktur modal dan biaya modal sebagaimana yang dijelaskan berdasarkan pendekatan laba bersih operasi, yang menyatakan bahwa struktur modal tidak memengaruhi biaya modal perusahaan juga tidak memengaruhi nilai perusahaan. Menurut MM, nilai total perusahaan tidak dipengaruhi struktur modal perusahaan, melainkan dipengaruhi oleh investasi yang dilakukan perusahaan dan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Berikut beberapa asumsi untuk mendukung pendapat tersebut:

- Pasar modal sempurna
- Expected value dari distribusi probabilitas bagi semua investor sama.

- Perusahaan dapat dikelompokkan dalam kelas risiko yang sama.
- 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. Teori Struktur Modal 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:

a. *Signaling Theory*

Berdasarkan *signaling theory* (teori sinyal), perusahaan yang mampu menghasilkan laba cenderung untuk meningkatkan jumlah utangnya, karena tambahan pembayaran bunga akan diimbangi laba sebelum pajak. Perusahaan dapat menggunakan tambahan bunga untuk mengurangi pajak atas laba perusahaan yang lebih besar. Semakin aman perusahaan dari segi pembiayaan, tambahan utang hanya meningkatkan sedikit risiko kebangkrutan. Dengan kata lain, perusahaan yang rasional akan menambah utang jika tambahan utang dapat meningkatkan laba. Investor yang rasional akan melihat bahwa peningkatan nilai perusahaan berasal dari penggunaan utang yang tinggi. Dengan demikian investor mungkin akan menawarkan harga saham yang lebih tinggi setelah

perusahaan menerbitkan utang untuk membeli kembali saham yang beredar. Dengan kata lain investor memandang utang sebagai sinyal dari nilai perusahaan.

b. Pecking-Order Theory

Menurut *pecking order theory*, bisnis lebih memilih menggunakan *internal equity* untuk membiayai investasi dan menggunakannya sebagai peluang untuk pengembangan. Menurut *pecking order theory*, bisnis menerapkan kebijakan dengan mengurangi kepemilikan aset mereka sebagai hasil dari kebijakan penjualan, lebih memilih pendanaan internal daripada pendanaan eksternal, utang yang aman daripada utang yang berisiko, dan *convertible securities* serta yang terakhir saham biasa.

c. Modigliani-Miller Position (apabila ada pajak)

Dalam kondisi 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.

d. Trade-off Theory

Menurut *trade-off theory*, keputusan perusahaan untuk menggunakan hutang didasarkan pada perbandingan biaya kesulitan keuangan dan penghematan pajak. Menurut teori ini, perusahaan akan memiliki utang hingga titik tertentu, dan setiap tambahan utang dapat menaikkan nilai bisnis jika struktur modal

berada di bawah titik ideal. Di sisi lain, jika struktur modal berada di atas tingkat ideal, kelebihan utang akan menurunkan nilai perusahaan.

2.1.1.4 Struktur Modal Optimal

Struktur modal dapat dikatakan baik ketika struktur modal tersebut dalam keadaan optimal. Struktur modal yang optimal yaitu struktur modal yang dapat memaksimalkan harga saham perusahaan (Arifin, 2018:76). Kombinasi sumber pendanaan jangka panjang yang disebut sebagai struktur modal optimal akan meminimalkan biaya modal secara keseluruhan. Struktur modal optimal adalah perbandingan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri dengan biaya modal rata-rata minimum.

Permasalahan yang dijelaskan dalam teori struktur modal adalah bagaimana pengaruh penggunaan utang dalam struktur modal terhadap nilai perusahaan, biaya modal, dan harga saham perusahaan (Sudana, 2015: 164). Pemegang saham menginginkan manajemen memilih struktur modal yang optimal. Brigham & Houston (2019; 4) menjelaskan bahwa struktur modal yang optimal (*optimal capital structure*) adalah struktur modal yang memaksimalkan nilai intrinsik suatu saham juga meminimalkan biaya modal rata-rata tertimbang.

Menurut Farah Margaretha (2011) dalam Seviani (2023) struktur modal optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara *risk* dan *return* sehingga memaksimalkan harga saham. 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.

2.1.1.5 Pengukuran *Capital Structure*

Menurut Sudana (2015:21) rasio struktur modal terdiri dari:

- a. Total Utang terhadap Total Aktiva (*Debt to Total Assets Ratio/DAR*)

Rasio ini digunakan untuk mengukur seberapa besar jumlah aktiva perusahaan dibiayai dengan utang. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin besar jumlah modal pinjaman yang digunakan untuk investasi pada aktiva guna menghasilkan keuntungan bagi perusahaan.

$$DAR = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aktiva}} \times 100\%$$

- b. Rasio Total Utang terhadap Modal (*Debt to Equity Ratio/DER*)

Rasio ini digunakan untuk mengukur perimbangan antara kewajiban yang dimiliki dengan modal sendiri. Rasio ini juga dapat berarti sebagai kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban membayar utangnya dengan jaminan modal sendiri.

$$DER = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

- c. Rasio Utang Jangka Panjang terhadap Modal (*Long Term Debt to Equity Ratio/LDER*)

Rasio ini digunakan untuk menunjukkan hubungan antara jumlah pinjaman jangka panjang yang diberikan kreditur dengan jumlah modal sendiri yang diberikan oleh pemilik perusahaan. Rasio ini juga digunakan untuk mengukur

seberapa besar perbandingan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri atau seberapa besar utang jangka panjang dijamin oleh modal sendiri.

$$LDER = \frac{\text{Total Utang Jangka Panjang}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

Dalam penelitian ini rasio yang digunakan untuk menghitung struktur modal adalah *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio ini digunakan karena dapat menggambarkan proporsi struktur modal perusahaan.

2.1.2 Kepemilikan Manajerial

2.1.2.1 *Agency Theory*

Maulana dan Wati (2019) menjelaskan teori keagenan (*agency theory*) adalah hubungan antara pemegang saham sebagai *principal* dan manajemen sebagai agen. Dalam mengelola suatu perusahaan pemegang saham mengottrak agen (manajemen) untuk bekerja mengelola suatu perusahaan demi kepentingan pemegang saham. Pihak manajemen harus mempertanggungjawabkan pekerjaannya kepada struktur kepemilikan.

Agency theory merupakan konsep yang menjelaskan hubungan kontraktual antara *principal* dan *agent*. Dalam hubungan keagenan, manajer sebagai pihak yang memiliki akses langsung terhadap informasi perusahaan, memiliki asimetri informasi terhadap pihak eksternal perusahaan, seperti kreditur dan investor. Dimana ada informasi yang tidak diungkapkan oleh pihak manajemen kepada pihak eksternal perusahaan, yang dimaksud kontraktual adalah kontrak yang terjadi diantara pemilik dan investor perusahaan (*principal*) dengan manajer perusahaan (*agent*), teori ini kemudian dipopulerkan oleh Jensen dan Meckling pada tahun 1976 (Wibowo, 2021)

Teori agensi menunjukkan potensi konflik kepentingan antara manajemen perusahaan yang telah beri mandat untuk menjalankan perusahaan dengan sang pemberi mandat yaitu pemegang saham perusahaan. Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Ngantung dan Handoyo (2023) konflik ini bermula dari perbedaan perilaku atau keputusan dengan menunjukkan bahwa para pihak (agen dan pemegang saham) seringkali memiliki tujuan yang berbeda, dan toleransi yang berbeda terhadap risiko. Dalam hal ini, para manajer yang bertanggung jawab membimbing perusahaan untuk mencapai tujuan pribadi mereka daripada memaksimalkan manfaat bagi pemegang saham. Oleh karena itu, konflik utama yang dihadapi pemegang saham adalah untuk memastikan bahwa manajer (agen) tidak bersikap egois dengan meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri dan mengorbankan keuntungan pemegang saham. Masalah keagenan dapat diatasi melalui sistem pengawasan yang mampu menyamakan kepentingan antara pemegang saham dengan manajemen. Masalah keagenan diharapkan dapat diatasi dengan struktur kepemilikan.

Salah satu upaya untuk mengatasi masalah keagenan adalah kepemilikan manajerial. Agar pihak manajemen berjalan sepihak dengan kepentingan pemilik perusahaan, Jensen dan Meckling dalam I Made Sudana (2015: 13) berpendapat bahwa 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.

Manajer yang sekaligus pemegang saham akan berusaha meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat pula. Pihak manajemen yang memiliki saham di perusahaan tempat dia bekerja akan membuat pihak manajemen tersebut merasa memiliki perusahaan, sehingga pihak manajemen tidak akan bersikap opportunistik lagi (Luthfi dkk, 2018)

Manajemen akan lebih berhati-hati dalam membuat keputusan perusahaan jika memiliki kepemilikan manajerial. Tindakan manajemen akan secara langsung mempengaruhi mereka dan juga pemilik perusahaan, hal ini akan memotivasi manajer untuk membuat keputusan yang lebih baik. Dengan kata lain, kepemilikan manajerial memungkinkan pemilik perusahaan disertakan di samping kepentingan manajemen, memastikan bahwa manajemen bertindak demi kepentingan terbaik pemilik, yaitu memaksimalkan nilai perusahaan.

2.1.2.2 Pengertian Kepemilikan Manjerial

Menurut Soni Wibowo (2016: 26) kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan.

Menurut Jensen dan Mackling (1976) dalam Nugraha (2016) kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) merupakan kepemilikan saham oleh manajemen. Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh penjajaran (*alligment effect*) kepentingan antara pemegang saham dan manajer.

Menurut Polman Sagala dan Ronny Buha Sihotang (2021) Kepemilikan manajerial merupakan kepemilikan saham oleh bagian manajemen perusahaan.

Kepemilikan saham membuka peluang bagi manajer untuk berkontribusi dalam kepemilikan saham yang nantinya mampu menyejajarkan kedudukan manajer dengan pemilik saham.

Menurut Nursanita dkk (2019) Kepemilikan manajerial adalah pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (manajer, direktur dan komisaris) dan juga diberikan kesempatan untuk ikut memiliki saham perusahaan (pemegang saham). Peningkatan kepemilikan saham manajerial dapat menyejajarkan kepentingan antara manajer dan pemegang saham sehingga manajer cenderung bertindak sesuai dengan kebutuhan pemegang saham.

Menurut Dewi Widyaningsih (2018) Kepemilikan manajerial merupakan persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh direksi, manajer dan dewan komisaris yang dapat dilihat dalam laporan keuangan.

Berdasarkan pengertian di atas, maka dapat disimpulkan kepemilikan manajerial merupakan persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen perusahaan (direksi, manajer dan dewan komisaris) yang dapat dilihat dalam laporan keuangan. Dengan adanya kepemilikan manajerial membuka peluang bagi manajer untuk berkontribusi dalam kepemilikan saham yang nantinya mampu menyejajarkan kedudukan manajer dengan pemilik saham.

2.1.2.3 Fungsi dan Level Kepemilikan Manajerial

Berikut ini adalah fungsi dan level kepemilikan manajerial menurut Anjar (2017):

1. *Low level of managerial ownership* (0%-5%)

Untuk *low levels of managerial ownership*, disiplin eksternal, penegendalian internal dan insentif masih didominasi oleh tingkah laku manajemen. Manajemen dalam level ini apabila kinerja mereka baik lebih memilih paket kompensasi seperti opsi saham dan *stock grants* dari pada menambah jumlah kepemilikan saham di perusahaan sendiri.

2. *Intermdicate 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* lebih memilih kompensasinya sedangkan *intermdicate levels of managerial* lebih memilih mengambil kendali perusahaan.

3. *High levels of managerial ownership* (40%-50%)

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

4. *High levels of managerial ownership* (>50%)

Di level ini, *insider* memiliki wewenang penuh terhadap perusahaan. Dengan kepemilikan di atas 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 dimiliki oleh pemilik tunggal.

2.1.2.4 **Pengukuran Kepemilikan Manajerial**

Kepemilikan manajerial merupakan pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Manajer yang sekaligus pemegang saham akan berusaha meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat pula. Dewi dan Sudirgo (2021) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial diukur dengan membagi jumlah saham yang dimiliki manajerial dengan saham beredar dengan formula:

Kepemilikan Manajerial

$$= \frac{\text{Jumlah saham yang dimiliki manajerial}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

2.1.3 ***Intellectual Capital***

2.1.3.1 **Pengertian *Intellectual Capital***

Intellectual capital (modal intelektual) adalah sumber daya berupa pengetahuan yang tersedia pada perusahaan yang menghasilkan aset bernilai tinggi dan manfaat ekonomi di masa mendatang bagi perusahaan (Prima dkk, 2018)

Modal intelektual mengacu pada modal tidak berwujud dan konsep modal yang terkait dengan pengetahuan, pengalaman, dan teknologi manusia yang digunakan (Polman Sagala dan Ronny Buha Sihotang, 2021).

Menurut Gita Puspita dan Tri Wahyudi (2021) modal intelektual merupakan pengetahuan yang memberikan informasi tentang nilai tak berwujud perusahaan yang dapat mempengaruhi daya tahan dan keunggulan bersaing.

Modal intelektual sebagai kepemilikan ilmu pengetahuan, penerapan pengalaman, kemajuan teknologi, pola ketertarikan dengan pelanggan dan keahlian yang profesional. Berdasarkan definisi ini kemudian modal intelektual dikategorikan menjadi tiga bagian, yaitu: modal manusia, modal struktural dan modal relasional (Edvison dan Malone, 1997 dalam Tarigan dkk, 2022).

Stewart (1997) dalam Riviera Riadi dan Lukman Surjadi (2021) mengidentifikasi modal intelektual sebagai *intellectual capital* material seperti pengalaman, informasi, pengetahuan dan *intellectual property* dalam perusahaan yang berkontributif dalam membantu perusahaan berkompetisi dan terus bertahan di pasar dan meningkatkan kesejahteraan.

Brooking (1996) dalam Ulum (2017) menyatakan bahwa ic adalah istilah yang diberikan kepada kombinasi dari aset tak berwujud, properti intelektual, karyawan, dan infrastruktur yang memungkinkan perusahaan untuk berfungsi.

Bemby dkk (2015) menyatakan bahwa konsep modal intelektual adalah sumber daya dan pengetahuan berbasis perusahaan dalam bentuk aset tidak berwujud jika digunakan secara optimal memungkinkan perusahaan untuk mengeksekusi strateginya secara efektif dan efisien, sehingga dapat dijadikan nilai tambah bagi perusahaan dalam bentuk keunggulan kompetitif perusahaan.

Berdasarkan pengertian di atas, maka dapat disimpulkan *intellectual capital* dapat diartikan sebagai sumber daya berupa aset tidak berwujud yang

terkait dengan pengetahuan, pengalaman, *intellectual property* dan kemajuan teknologi yang jika digunakan secara optimal memungkinkan perusahaan untuk mengeksekusi strateginya secara efektif dan efisien sehingga akan berkontribusi dalam nilai tambah dan daya saing perusahaan.

Ada beberapa karakteristik yang digunakan untuk mengidentifikasi *intellectual capital*. Menurut Sangkala (2006) dalam Ramdhani (2019), *intellectual capital* memiliki karakteristik sebagai berikut:

- a. ***Non Rivalrous***, artinya sumber daya tersebut dapat digunakan secara berkelanjutan oleh berbagai macam pemakai, didalam lokasi yang berbeda dan pada saat bersamaan;
- b. ***Increasing return***, artinya mampu menghasilkan peningkatan-peningkatan keuntungan margin per incremental unit dari setiap investasi yang dilakukan.
- c. ***Not additive***, artinya nilai yang tercipta bisa terus menerus meningkat, tanpa mengurangi unsur pokok dari sumber daya tersebut, karena sumber daya ini adalah codependent dalam penciptaan.

Sedangkan menurut Brooking, suatu aset dapat disebut sebagai *intellectual capital* jika memenuhi karakteristik sebagai berikut (Wulan Agustina, 2007 dalam Ramdhani 2019):

- a. Aset yang memberikan perusahaan kekuatan dalam pasar (*trademark*, kesetiaan pelanggan, bisnis yang terus berulang, dan lain sebagainya);
- b. Aset yang menyajikan property dari hasil pemikiran *intellectual capital* seperti hak paten, merk dagang, hak cipta dan lain sebagainya;

- c. Aset yang memberikan organisasi kekuatan internal, seperti budaya perusahaan, manajemen dan proses bisnis, kekuatan yang dihasilkan dari sistem teknologi informasi dan lain sebagainya;
- d. Aset yang dihasilkan dari individu yang bekerja di perusahaan seperti pengetahuan, kompetensi, kemampuan *networking* dan lain sebagainya.

2.1.3.2 Komponen *Intellectual Capital*

International Federation of Accountants (1998) dalam Ihyaul Ulum (2017) mengklasifikasikan *intellectual capital* dalam tiga kategori, yaitu: (1) *Organization Capital*, (2) *Relational Capital*, dan (3) *Human Capital*. Tabel 2. Menyajikan pengklasifikasian tersebut berikut komponen - komponennya (Ulum, 2017:86)

Tabel 2.1

Klasifikasi *Intellectual Capital*

Organizational Capital	Relational Capital	Human Capital
Intellectual Property:	- Brands	- Know-how
- Patens	- Customers	- Education
- Copyrights	- Customers loyalty	- Vocational qualification
- Design rigt	- Backlog orders	- Work-related knowledge
- Trade secret	- Company names	- Work-related competencies
- Trademarks	- Distribution	- Entrepreneurial spirit, innovativeness, proactive and reactive abillities, changeability
- Service marks	- Channels	- Psychometric valuation
Infrastructure Assets:	- Business collaboration	
- Management philosophy	- Licensing agreements	
- Corporate culture	- Favourable contracts	
- Management processes	- Franchising agreements	
- Information systems		
- Networking systems		
- Financial relations		

Sumber: *International Federation of Accountants*. 1998 (Ulum, 2017:86)

Bontis et al. (2000) menyatakan bahwa secara umum para peneliti mengidentifikasi tiga konstruk utama dari IC, yaitu sebagai berikut (Ulum, 2017)

1. Structural Capital (SC)

Structural capital meliputi seluruh *non-human storehouses of knowledge* dalam organisasi. Termasuk dalam hal ini adalah *database, organisational charts, process manuals, strategies, routines* dan segala hal yang membuat nilai perusahaan lebih besar daripada nilai materialnya.

Structural capital merupakan kemampuan organisasi atau perusahaan dalam memenuhi proses rutinitas perusahaan dan strukturnya yang mendukung usaha karyawan untuk menghasilkan kinerja intelektual yang optimal serta kinerja bisnis secara keseluruhan, misalnya: sistem operasional perusahaan, proses manufaktur, budaya perusahaan, filosofi manajemen dan semua bentuk *intellectual property* yang dimiliki perusahaan. Seorang individu dapat memiliki tingkat intelektualitas yang tinggi, tetapi jika perusahaan memiliki sistem dan prosedur yang buruk maka *intellectual capital* tidak dapat mencapai kinerja secara optimal dan potensi yang ada tidak dapat dimanfaatkan secara maksimal (Farjana, 2014:84).

2. Human Capital (HC)

Human Capital merupakan kombinasi dari *genetic inheritance, education, experience, and attitude* tentang kehidupan dan bisnis.

Human capital adalah komponen utama dari *intellectual capital* karena interaksi manusia merupakan sumber kritis dari *intangible value* dalam abjad intelektual. Di dalam manajemen tradisional, sumber daya manusia dipandang

sama dengan faktor produksi lain seperti mesin. Manajemen memandang karyawan dapat dengan mudah digantikan dengan karyawan yang baru apabila mereka tidak dapat melaksanakan pekerjaannya dengan baik. Manajemen sumber daya manusia didesain untuk memberikan perlakuan yang sama kepada setiap karyawan. Perbedaan individual dalam hal belajar dan bekerja diabaikan, demikian pula perbedaan dalam kebutuhan dan kondisi pribadi dan keluarga. Mulyadi dan Setiawan (2001) mengatakan bahwa dalam era teknologi informasi pada saat ini, pekerjaan berubah menjadi *knowledge based works*, yaitu pengetahuan menjadi basis untuk melaksanakan pekerjaan. Pekerjaan menjadi kompleks, terintegrasi, dan sarat dengan ilmu dan pengetahuan. *Knowledge workers* menjadi dominan dalam memproduksi produk dan jasa, serta tidak lagi dapat dengan mudah digantikan karyawan lain. Banyak perusahaan yang menghadapi persaingan tingkat dunia sangat membutuhkan karyawan yang cerdas, menguasai komputer, kreatif, dan mudah menyesuaikan diri dengan perubahan lingkungan bisnis (Farjana, 2014:83).

3. Costumer Capital (CC)

Costumer capital adalah pengetahuan yang melekat dalam *marketing channel* dan *customer relationship* dimana suatu organisasi mengembangkannya melalui jalannya bisnis.

Elemen ini merupakan komponen modal intelektual yang memberikan nilai secara nyata. Perusahaan yang berinvestasi besar untuk menjadi fokus pada konsumen dan menjadi penentu pasar secara mutlak akan dapat meningkatkan atau memperbaiki *business performancenya*. Konsumen merupakan kunci

bertahan tidaknya suatu perusahaan. Jika konsumen loyal terhadap perusahaan, maka *business performance* akan dapat terjaga. Sedangkan tema utama dari CC adalah pengetahuan yang melekat dalam *marketing channels* dan *customer relationship* dimana suatu perusahaan mengembangkannya melalui jalannya bisnis (Bontis et al. 2000). Miaslnya *image*, loyalitas konsumen, kepuasan konsumen, hubungan dengan supplier, kekuatan komersial, kapasitas negosiasi dengan entitas keuangan, kesaling pengertian dengan pemerintah dan asosiasi industri. *Costumer capital* dapat tercipta melalui pengetahuan karyawan yang diproses dengan *structural capital* yang akhirnya menghasilkan hubungan baik dengan pihak luar (Fariana, 2014:84).

2.1.3.3 Teori *Intellectual Capital*

Dalam penelitian ini ada dua teori yang menjadi landasan penulis yaitu *stakeholder theory* dan *resource based theory*. Dengan alasan itu maka kedua teori ini dapat digunakan untuk menjelaskan hubungan antara *intellectual capital* dengan nilai perusahaan.

1. *Stakeholder theory*

Stakeholder atau pemangku kepentingan ialah setiap kelompok atau individu yang dapat diidentifikasi yang dapat mempengaruhi pencapaian tujuan organisasi, atau dipengaruhi oleh tercapainya tujuan organisasi (Freeman dan Reed, 1982)

Tujuan utama dari *stakeholder* adalah untuk membantu manajer korporasi mengerti lingkungan stakeholder mereka dan melakukan pengelolaan dengan efektif diantara keberadaan hubungan-hubungan di lingkungan perusahaan mereka.

Namun demikian, tujuan yang lebih luas dari teori stakeholder adalah untuk menolong manajer korporasi meningkatkan nilai dari dampak aktivitas-aktivitas mereka, dan meminimalkan kerugian-kerugian bagi stakeholder. Pada kenyataannya, inti keseluruhan teori stakeholder terletak pada apa yang akan terjadi ketika korporasi dan stakeholder menjalankan hubungan mereka (Ulum, 2017:35).

Dalam konteks untuk menjelaskan tentang konsep IC, teori stakeholder harus dipandang dari kedua bidangnya, baik bidang etika (moral) maupun bidang manajerial. Bidang etika beragumen bahwa seluruh stakeholder memiliki hak untuk diperlakukan secara adil oleh organisasi, dan manajer harus mengelola organisasi untuk keuntungan stakeholder (Deegan, 2004). Ketika manajer mampu mengelola organisasi secara maksimal, khususnya dalam upaya penciptaan nilai bagi perusahaan, maka itu artinya manajer telah memenuhi aspek etika dari teori ini. Penciptaan nilai (*value creation*) dalam konteks ini adalah dengan memanfaatkan seluruh potensi yang dimiliki perusahaan, baik karyawan (*human capital*), aset fisik (*physical capital*), maupun *structural capital*. Pengelolaan yang baik atas seluruh potensi ini akan menciptakan *value added* bagi perusahaan yang kemudian dapat mendorong kinerja keuangan perusahaan untuk kepentingan stakeholder (Ulum, 2017:36)

2. *Resource based theory*

Resource-Based Theory (RBT) merupakan salah satu teori dalam bidang manajemen strategik. Teori ini menyatakan bahwa perusahaan hanya dapat menjalankan bisnisnya apabila perusahaan tersebut memiliki sumber daya. Perusahaan yang mampu mengelola dan mengembangkan sumber daya yang

dimilikinya dengan baik dapat menjadi keunggulan bersaing bagi organisasi (Assauri 2016:48). Menurut Pearce dan Robinson (2008) dalam Putri (2018) terdapat 3 konsep dasar resource based view, yaitu:

- a. Aset Berwujud (*Tangible Assets*) Aset berwujud merupakan aset fisik dan keuangan yang digunakan oleh perusahaan untuk menghasilkan nilai bagi konsumen. Aset berwujud meliputi peralatan, tanah, gedung, bahan baku mentah, dan sumber daya keuangan.
- b. Aset Tidak Berwujud (*Intangible Asset*) Aset tidak berwujud merupakan aset yang tidak terlihat dan tidak memiliki bentuk fisik, namun dapat dimanfaatkan oleh perusahaan untuk menciptakan keunggulan kompetitif. Aset tidak berwujud meliputi merek dagang, reputasi perusahaan, moral organisasi, pengetahuan teknikal, paten, dan pengalaman dalam perusahaan.
- c. Kemampuan Organisasi (*Organizational Capabilities*) *Organizational capabilities* merupakan keterampilan dan pengetahuan yang dimiliki perusahaan sehingga perusahaan mampu mengkombinasikan aset, orang, dan proses yang digunakan perusahaan untuk mengubah input menjadi output.

Dalam konsep RBT perusahaan akan mencapai keunggulan apabila memiliki sumber daya yang unggul. Menurut Wenerfelt dalam Ulum (2016:23), sumber daya yang dimiliki perusahaan dengan produk yang dihasilkan saling mempengaruhi. Perusahaan yang berfokus pada produk, secara tidak langsung kinerja perusahaan tersebut dipengaruhi oleh sumber daya yang digunakan dalam proses produksi. Sumber daya dapat menjadi keunggulan kompetitif apabila

memenuhi kriteria *Valuable*, *Rare*, *In- Imitable*, dan *Non- substituable* (VRIN).

Kriteria VRIN menurut Barney (1991) diuraikan sebagai berikut:

- a. Berharga (*Valuable*) Sumber daya yang dimiliki perusahaan harus dapat memberikan nilai tambah bagi perusahaan serta mampu meningkatkan efektivitas dan efisiensi. Sumber daya yang dimiliki juga dapat dimanfaatkan untuk melihat peluang dan mengurangi ancaman dalam pasar.
- b. Langka (*Rare*) Sumber daya hanya dimiliki oleh perusahaan dan tidak mudah ditemukan oleh para pesaing. Sumber daya yang langka dan unik dapat menjadi keunggulan kompetitif bagi perusahaan tersebut.
- c. Sulit ditiru (*In-imitable*) Sumber daya yang tidak mudah ditiru oleh pesaing memberikan keunggulan kompetitif bagi perusahaan.
- d. Tidak ada barang pengganti (*Non-substituable*) Sumber daya tidak bisa digantikan dengan sumber daya alternatif lain. Pesaing tidak bisa mendapatkan hasil yang sama dengan sumber daya serupa

2.1.3.4 Pengukuran *Intellectual Capital*

Menurut Tan et al. (2007) dalam Ulum (2017:94) metode pengukuran *intellectual capital* dapat dikelompokkan ke dalam dua kategori, yaitu:

1. Kategori yang tidak menggunakan pengukuran moneter; dan
2. Kategori yang menggunakan ukuran moneter

Metode yang kedua tidak hanya termasuk metode yang mencoba mengestimasi nilai uang dari *intellectual capital*, tetapi juga ukuran-ukuran turunan dari nilai uang dengan menggunakan rasio keuangan. Berikut adalah daftar ukuran *intellectual capital* yang berbasis moneter;

1. The balance scorecard, dikembangkan oleh Kaplan dan Norton (1992)
2. Brooking`s Technology Broker method (1996)
3. The skandia IC Report method oleh Edvinsson dan Malone (1997)
4. The IC-Index dikembangkan oleh Roos et al. (1997)
5. Intangible Asset Monitor approach oleh Sveiby (1997)
6. The Heuristic Frame dikembangkan oleh Joia (2000)
7. Vital Sign Scorecard dikembangkan oleh Vanderkaay (2000)
8. The Ernst & Young Model (Barsky dan Marchant, 2000)

Sedangkan model penelitian *intellectual capital* yang berbasis moneter adalah:

1. The EVA and MVA model (Bontis et al., 1999)
2. The Market-to-Book Value model (beberapa penulis)
3. Tobin`s q method (Luthy, 1998)
4. Pulic`s VAICTM Model (1998, 2000)
5. Calculated intangible value (Dzinkowski, 2000)
6. The Knowledge Capital Earnings model (Lev dan feng, 2001)

2.1.3.5 Value Added Intellectual Coefficient (VAICTM)

Dalam penelitian ini *intellectual capital* diukur menggunakan model Pulic (VAICTM). Model *value added intellectual coefficient* (VAICTM) dikembangkan oleh Pulic pada tahun 1997 yang didesain untuk menyajikan informasi tentang *value creation efficiency* dari aset berwujud (*tangible asset*) dan aset tak berwujud (*intangible asset*) yang dimiliki perusahaan. VAICTM merupakan instrumen untuk mengukur kinerja *intellectual capital* perusahaan. Pendekatan ini relatif mudah dan

sangat mungkin untuk dilakukan, karena dikonstruksi dari akun-akun dalam laporan keuangan perusahaan (neraca, laba rugi) (Ulum, 2017:120)

Berikut adalah tahapan-tahapan yang digunakan dalam perhitungan VAICTM menurut Pulic dalam Ulum (2017:121)

- a. Tahap pertama, menghitung *Value Added* (VA), yang menunjukkan perusahaan dalam penciptaan nilai (*value creation*).

$$VA = Output - Input$$

Dimana:

Output : Total penjualan dan pendapatan lain-lain

Input : beban penjualan dan biaya-biaya (selain beban karyawan)

- b. Tahap kedua, menghitung *Value Added Capital Employed* (VACA), yaitu indikator untuk VA yang diciptakan oleh satu unit dari *physical capital*.

$$VACA = \frac{VA}{CE}$$

Dimana:

CE : *Capital Employed* (Dana yang tersedia)

- c. Tahap ketiga, menghitung *Value Added Human Capital* (VAHU), yang menunjukkan berapa banyak VA yang dapat dihasilkan dengan dana yang dikeluarkan untuk karyawan.

$$VAHU = \frac{VA}{HC}$$

Dimana:

HC : *Human Capital* (Biaya Karyawan)

- d. Tahap keempat, menghitung *Structural Capital Value Added* (STVA), yang mengukur jumlah SC yang dibutuhkan untuk menghasilkan 1 rupiah dari VA dan merupakan indikasi bagaimana keberhasilan SC dalam penciptaan nilai.

$$STVA = \frac{SC}{VA}$$

Dimana:

SC: *Strcutural Capital* (Modal Struktural; VA – HC)

- e. Tahap kelima, menghitung *Value Added Intellectual Coefficient* (VAICTM), yang mengindikasikan kemampuan intelektual organisasi yang dapat diklasifikasikan menurut Business Performance Indicator (BPI).

$$VAICTM = VACA + VAHU + STVA$$

Pengukuran *Intellectual Capital* pada penelitian ini yaitu menggunakan VAICTM. Menurut Ulum (2017:136), kategori dari hasil perhitungan VAICTM yaitu:

1. Top Performance – skor VAICTM diatas 3,00
2. Good Performance – skor VAICTM antara 2,00 sampai 2,99
3. Common Performance – skor VAICTM antara 1,50 sampai 1,99
4. Bad Performance – skor VAICTM dibawah 1,50

2.1.4 Nilai Perusahaan

2.1.4.1 Pengertian Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi, dan meningkatkan kepercayaan pasar dan kinerja perusahaan, tidak hanya itu tetapi juga pada prospek perusahaan di masa mendatang. Nilai perusahaan

yang selalu meningkat akan mempengaruhi berbagai segi aspek bagi pemegang saham, hal tersebut dapat ditandai dengan adanya tingkat pengembalian investasi yang tinggi (Wiratno & Yustrianthe, 2022:5587).

Menurut I Made Sudana (2015:8) nilai perusahaan adalah nilai sekarang dari arus pendapatan atau kas yang diharapkan diterima pada masa yang akan datang. Sedangkan Harmono (2016: 276) mendefinisikan nilai perusahaan sebagai kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran di pasar modal yang merefleksikan penilaian masyarakat terhadap kinerja perusahaan.

Nilai perusahaan merupakan kondisi tertentu yang telah dicapai oleh suatu perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan setelah melalui suatu proses kegiatan selama beberapa tahun, yaitu sejak perusahaan tersebut didirikan sampai dengan saat ini (Luthfi et al., 2018)

Siswoyo dan Yanti (2023: 206) menyatakan nilai perusahaan adalah suatu nilai yang dimiliki perusahaan yang ditentukan oleh kinerja perusahaan sehingga dapat memiliki harga saham yang tinggi di pasar saham dan dapat memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham.

Menurut Maulana dan Wati (2021) nilai perusahaan mencerminkan tingkat kesejahteraan perusahaan tersebut. Semakin tinggi nilainya maka akan semakin tinggi juga pandangan masyarakat terhadap tingkat kesejahteraan perusahaan tersebut.

Nilai perusahaan atau nilai pemegang saham mencerminkan reaksi pasar saham terhadap perusahaan (Prima et al., 2018:96)

Berdasarkan pengertian di atas, maka dapat disimpulkan nilai perusahaan adalah kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran di pasar modal yang merefleksikan penilaian masyarakat terhadap kinerja perusahaan. Nilai perusahaan juga dikaitkan dengan kesejahteraan pemilik dan pemegang saham, memiliki harga saham yang tinggi di pasar saham dan dapat memaksimalkan kemakmuran para pemegang saham.

2.1.4.2 Jenis – Jenis Nilai Perusahaan

Berikut adalah beberapa konsep nilai yang menjelaskan nilai suatu perusahaan (Christiawan dan Taringan 2007 dalam Riadi 2017):

1. Nilai Nominal

Nilai nominal adalah nilai yang terancamk, secara formal dalam anggaran dasar perseroan, disebutkan secara eksplisit dalam neraca perusahaan, dan juga ditulis jelas dalam surat saham kolektif.

2. Nilai Pasar

Nilai pasar sering disebut kurs 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 Insintrik

Nilai insintrik merupakan konsep yang paling abstrak, karena mengacu pada perkiraan nilai riil suatu perusahaan. Nilai perusahaan dalam konsep nilai insintrik 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 dasar konsep akuntansi. Secara sederhana dihitung dengan membagi selisih antara total aktiva 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. Selisih nilai ini merupakan hal yang menjadi bagian dari para pemegang saham.

2.1.4.3 Pengukuran Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dapat diukur dengan menggunakan harga saham dan rasio yang digunakan yaitu rasio penilaian. Rasio penilaian adalah suatu rasio yang berkaitan dengan penilaian kinerja saham perusahaan yang telah diperdagangkan di pasar modal (Sudana, 2015:23).

Menurut Harmono (2014:114), pengukuran nilai perusahaan dapat diukur dengan beberapa formula berikut:

1. *Price Earning Ratio* (PER)

Rasio ini mengukur perbandingan antara harga saham perusahaan dengan keuntungan yang diperoleh para pemegang saham.

$$PER = \frac{Price}{Earning\ per\ Share}$$

2. *Price Book Value* (PBV)

Rasio ini untuk mengetahui berapa besar harga saham yang ada di pasar dibandingkan dengan nilai buku saham. Berikut adalah rumus menghitung *Price Book Value* (PBV):

$$PBV = \frac{Price}{Nilai\ buku\ per\ saham}$$

3. Tobin's Q

Tobin's Q adalah suatu instrumen yang dikembangkan oleh professor James Tobin yang menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini atas tiap pengembalian dari investasi. Tobin's Q dapat dihitung dengan cara membandingkan rasio nilai pasar saham perusahaan dengan nilai buku ekuitas perusahaan. Rumus Tobin's Q adalah sebagai berikut:

$$Q = \frac{MVS + D}{TA}$$

Keterangan:

Q : Nilai Perusahaan

MVS : *Market Value Of All Outstanding Share* (Nilai Pasar Ekuitas)

D : Total Utang

TA : Total Aset

Dalam Bambang Sudiyanto dan Elen Puspitasari (2010:15), skor interpretasi Tobin's Q adalah sebagai berikut:

- a. Tobin's < 1 menggambarkan bahwa saham dalam kondisi *undervalued*, dimana manajemen telah gagal dalam mengelola aktiva perusahaan karena pertumbuhan investasi yang rendah.
- b. Tobin's $Q = 1$ menggambarkan bahwa saham dalam kondisi *average*, manajemen mengalami stagnan dalam mengelola aset perusahaan dan belum dapat memanfaatkan potensi perusahaan dengan baik.

- c. Tobin's $Q > 1$ menggambarkan bahwa saham perusahaan dalam kondisi *overvalued*, manajemen dianggap berhasil mengelola dan memanfaatkan potensi perusahaan karena pertumbuhan investasi yang tinggi.

Dalam penelitian ini indikator yang digunakan untuk mengukur nilai perusahaan adalah Tobin's Q , rasio ini digunakan karena hasil yang diberikan tidak hanya pada aspek fundamental saja, tetapi juga sejauh mana pasar menilai perusahaan dari berbagai aspek yang dilihat oleh pihak luas termasuk investor, dan juga indikator ini mencakup seluruh utang dan modal perusahaan tidak hanya saham biasa 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.

2.1.5 Penelitian Terdahulu

Pada penelitian ini penulis mengambil beberapa referensi dari hasil penelitian terdahulu sebagai gambaran dalam mempermudah proses penelitian dan menjadi penguat serta pendukung penelitian ini. Penelitian yang dijadikan referensi antara lain:

Tabel 2.2

Perbedaan dan persamaan penelitian terdahulu dengan penelitian penulis

No	Peneliti, Tahun, Tempat Penelitian	Persamaan	Perbedaan	Hasil Penelitian	Sumber Referensi
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1	Bambang Bemby S., Mukhtaruddin, Arista Hakiki & Rahmah	• Variabel Independen: <i>Intellectual Capital</i>	• Variabel Moderasi: Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan	<i>Intellectual capital</i> berpengaruh positif	Asian Social Science Vol. 11, No. 16;

	Ferdianti (2015) “Perusahaan perbankang yang terdaftar di BEI tahun 2009- 2012”	indikator VAIC™ • Variabel Dependen: Nilai Perusahaan indikator Tobin’s Q	Institusional indikator	terhadap nilai perusahaan.	2015 ISSN 1911- 2017 E-ISSN 1911- 2025
2	Ikin Solikin, Mimin Widaningsih & Sofie Desmiranti Lestari (2015) “Perusahaan Sektor Pertambangan yang Terdaftar di BEI”	• Variabel Independen: Kepemilikan Manajerial indikator KM, Struktur Modal indikator DER • Variabel Dependen: Nilai Perusahaan	• Variabel Independen: Kepemilikan Institusional indikator KI • Indikator Nilai Perusahaan PBV	Kepemilikan manajerial dan struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.	Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan Vol. 3 No. 2
3	Aulia Muhammad Luthfi, Farida Titik Kristanti & Annisa Nurbaiti (2018) “Perusahaan Sub Sektor Industri Kimia dan Farmasi Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2012- 2016”	• Variabel Independen: Kepemilikan Manajerial • Variabel Dependen: Nilai Perusahaan	• Variabel Independen: kebijakan Utang, Kebijakan Dividen • Indikator Nilai Perusahaan PBV	Kepemilikan manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.	e- Proceedin g of Managem ent Vol. 5 No. 1 Maret 2018 ISSN: 2355- 9357
4	Muhammad Rivandi (2018) “perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2012- 2015”	• Variabel Independen: Kepemilikan Manajerial • Variabel Dependen: Nilai Perusahaan	• Variabel independen: <i>intellectual capital disclosure</i> , kinerja keuangan	Kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.	Jurnal Pundi, Vol. 02 No. 01 Maret 2018 ISSN: 2355- 7052
5	Roma Prima, Rangga Putra Anato dan Muhammad Rafi (2018) “Perusahaan	• Variabel Independen: Struktur Modal, Modal Intelektual	• Variabel Independen: Profitabilitas , Ukuran Perusahaan	Struktur modal dan modal intelektual tidak berpengaruh	Jurnal Akuntansi & Manajem en Vol 13 No. 2

	Pada Indeks LQ45 Tahun 2010-2017”	• Variabel Dependen: Nilai Perusahaan	• Indikator Nilai Perusahaan PBV	terhadap nilai perusahaan.	
6	Ahmad Maulana & Lela Nurlela Wati (2019) “Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di BEI Tahun 2012-2016”	• Variabel Independen: Kepemilikan Manajerial • Variabel Dependen: Nilai Perusahaan	• Variabel independen: koneksi politik	Kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan tidak berpengaruh signifikan.	Jurnal Akuntansi Vol. 8 No. 1 April 2019 p-ISSN 2301-4075
7	Evita Nurnaningsih & Vinola Herawaty (2019) “Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di BEI Tahun 2014-2018”	• Variabel independen: struktur modal • Variabel dependen: nilai perusahaan	• Variabel independen: profitabilitas, pertumbuhan dan kinerja keuangan • Variabel moderasi: kepemilikan manajerial	Struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.	Seminar nasional cendikiawan ke 5 tahun 2019 ISSN (P): 2460-8696 ISSN (E): 2540-7589
8	Nurwahidah, Lalu Hamdani Husnan & I Nyoman Nugraha AP (2019) “Perusahaan Real Estate tahun 2014-2018”	• Variabel Independen: Kepemilikan Manajerial • Variabel Dependen: Nilai Perusahaan	• Variabel Intervening: Struktur Modal, Profitabilitas • Indikator Nilai Perusahaan PBV	Kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.	Jurnal Magister Manajemen UNRAM Vol. 8 No. 4 p-ISSN: 2621-7902 e-ISSN: 2548-3919
9	Nursanita, Faris Faruqi & S. Rahayu (2019) “Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di BEI”	• Variabel Independen: Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal • Variabel Dependen: Nilai Perusahaan	• Variabel Independen: Kepemilikan Institusional, Pertumbuhan Perusahaan, Profitabilitas	Kepemilikan manajerial dan struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.	Jurnal STEI Ekonomi Vol. 28 No. 01
10	Alfiana Suri (2020) “Perusahaan Food &	• Variabel Independen: Struktural, Modal,	• Variabel Independen: Profitabilitas, Dewan	Struktur modal dan kepemilikan manajerial	Jurnal Riset Mahasiswa

	Beverage yang Terdaftar Di BEI Tahun 2016-2018”	• Kepemilikan Manajerial • Variabel Independen: Nilai Perusahaan	Komisaris Independen	berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.	Akuntansi Vol 8 No 1 e-ISSN: 2715-7016
11	Della Putri Puspitasari (2020) “Perusahaan Retail yang Terdaftar Di BEI tahun 2015-2018”	• Variabel Independen: Modal Intelektual, Struktur Modal • Variabel Independen: Nilai Perusahaan	• Variabel Independen: Ukuran Perusahaan • Variabel Intervening: Profitabilitas	Modal intelektual berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan struktur modal tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.	Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi Vol 9 No. 2 e-ISSN: 2460-0585
12	Nur Hidayatul Inayah & Andi Wijayanto (2020) “Perusahaan Sub Sektor Batubara yang Terdaftar Di BEI Tahun 2014-2018”	• Variabel Independen: Struktur Modal, Kepemilikan Manajerial • Variabel Independen: Nilai Perusahaan	• Variabel Independen: Kinerja Keuangan	Struktur modal berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan kepemilikan manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.	Jurnal Administrasi Bisnis Vol 9 No 3
13	Budi Tri Santoso (2021) “Perusahaan Manufaktur Sektor Industri Barang Konsumsi yang Terdaftar di BEI Tahun 2011-2015”	• Variabel Independen: Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal • Variabel Independen: Nilai Perusahaan	• Variabel Independen: Corporate Social Responsibility (CSR), Kepemilikan Institusional, Profitabilitas	Tidak ada pengaruh yang signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dan terdapat pengaruh yang signifikan antara	Jurnal ARASTI RMA Vol. 1 No. 2 p-ISSN: 2775-9695 e-ISSN: 2775-9687

				struktur modal terhadap nilai perusahaan.	
14	Farsidon & Yuli Anggraini (2021) "Perusahaan Property & Real Estate Yang Terdaftar Di BEI Tahun 2016-2020"	• Variabel Independen: Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal • Variabel Dependen: Nilai Perusahaan	• Variabel Independen: Profitabilitas	Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan sedangkan struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.	Jurnal Ilmiah Komputerisasi Akuntansi Vol. 14 No. 1 p-ISSN: 1979-116X e-ISSN: 2614-8870
15	Ivana Metta Dewi & Tony Sudirgo (2021) "Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di BEI Tahun 2016-2018"	• Variabel Independen: Kepemilikan Manajerial • Variabel Dependen: Nilai Perusahaan	• Variabel Independen: Kepemilikan Institusional. Leverage, Ukuran Perusahaan	Kepemilikan manajerial tidak memiliki pengaruh berarah negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.	Jurnal Multiparadigma Akuntansi Vo. 3 No. 3
16	Polman Sagala & Ronny Buha Sitohang (2021) "Perusahaan Food & Beverage yang Terdaftar Di BEI Tahun 2015-2020"	• Variabel Independen: Kepemilikan Manajerial, Modal Intelektual • Variabel Dependen: Nilai Perusahaan	• Variabel Independen: Kepemilikan Institusional • Variabel Moderating: Profitabilitas	Kepemilikan manajerial dan modal intelektual tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan	Jurnal Ekonomika Vol. 10 No. 2 e-ISSN: 25808117 p-ISSN: 25276379
17	Rachmat Yusuf Kresno Wibowo, Nur Fadjrih Asyik & Suwardi Bambang (2021) "Perusahaan Sektor Property & Real Estate yang Terdaftar	• Variabel Independen: Kepemilikan Manajerial • Variabel Dependen: Nilai Perusahaan	• Variabel Independen: Arus Kas Bebas, Ukuran Perusahaan • Variabel Mediasi: Struktur Modal	Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.	Ekuitas: Jurnal Ekonomi dan Keuangan Vol. 5 No. 3 p-ISSN: 2548-298X e-ISSN:

	Di BEI Tahun 2014-2018”				2548-5024
18	Riviera Riadi & Lukman Surjadi (2021) “Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di BEI Tahun 2016-2018”	• Variabel Independen: Struktur Modal, Modal Intelektual • Variabel Dependen: Nilai Perusahaan	• Variabel Indepeden: Profitabilitas • Indikator nilai perusahaan PBV • Analisis regresi berganda	Struktur modal dan modal intelektual berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap niali perusahaan.	Jurnal Paradigma Akuntansi Vol. 3 No. 2
19	Veranita Br Tarigan & Paulus Theodorus Basuki Hadiprajitno (2022) “Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar Di BEI Tahun 2017-2020”	• Variabel Independen: Modal Intelektual • Variabel Dependen: Nilai Perusahaan	• Variabel Independen: Modal Kerja • Variabel Intervening: Kinerja Keuangan	Modal intelektual tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.	Jurnal Ilmu Manajemen dan Akuntansi Terapan Vol. 13 No. 2 p-ISSN: 2526-4440 e-ISSN: 2086-3748
20	Syafurridzal Nawianto & Atim Djazuli (2022) “Perusahaan Subsektor Otomotif yang Terdaftar Di BEI Tahun 2015-2019”	• Variabel Independen: Struktur Modal • Variabel Dependen: Nilai Perusahaan	• Variabel Independen: Profitabilitas , Pertumbuha n Perusahaan • Teknik Analisis Regresi Linier Berganda	Tidak ada pengaruh yang signifikan antara struktur modal terhadap nilai perusahaan.	Jurnal manajemen risiko dan keuangan Vol. 1 No. 1
Sarah Sri Andani (2024) 193403130 “Pengaruh <i>Capital Structure</i>, Kepemilikan Manajerial dan <i>Intellectual Capital</i> terhadap Nilai Perusahaan”					

2.2 Kerangka Pemikiran

Suatu perusahaan dalam menjalankan usahanya pasti akan memerlukan dana, baik dana dari pihak internal maupun dana dari pihak eksternal seperti hutang. Dalam mempertimbangkan biaya dan mafaat dari sumber pendanaan (hutang) dapat

diukur dengan struktur modal (Myers et al, 1997 dalam Puspitasari dan Suryono, 2020). Struktur modal (*capital structure*) adalah sumber dana jangka panjang yang tertanam dalam perusahaan dengan jangka waktu lebih dari satu tahun. Struktur modal (*capital structure*) terdiri dari komponen sumber dana jangka panjang berupa hutang jangka panjang, saham preferen dan saham biasa (Agus Zainul Arifin, 2018: 69).

Pada penelitian ini, struktur modal diukur menggunakan proksi *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio DER adalah perbandingan antara total hutang dengan total ekuitas. Rasio DER yang optimal yaitu memiliki angka lebih kecil dari 1 yang menjelaskan bahwa perusahaan menggunakan hutang yang lebih kecil dari ekuitas (Utari, 2022).

Trade off theory yang awalnya dikemukakan oleh Modigliani dan Miller di tahun 1963. *Trade off theory* menyatakan bahwa perusahaan berupaya mengoptimalkan nilai perusahaan dengan menggunakan hutang mencapai tingkat tertentu sehingga pajak dapat dimanfaatkan. Perusahaan menggunakan hutang dalam rangka menukar keuntungan penghematan pajak dengan potensi risiko kebangkrutan yang dialami perusahaan (Brigham & Houston, 2019:183). Namun demikian jika penggunaan utang terus ditambah menyebabkan risiko perusahaan tinggi, sehingga memungkinkan timbulnya biaya kebangkrutan.

Penggunaan hutang menurunkan laba yang dihasilkan perusahaan karena penggunaan hutang akan menimbulkan beban bunga pinjaman yang harus dibayar sesuai perjanjian. Apabila perusahaan tidak mengendalikan hutang dengan baik, laba yang dihasilkan tidak sebanding dengan beban perusahaan yang bengkok,

dalam waktu jangka panjang perusahaan berpotensi mengalami kebangkrutan (Riadi & Surjadi, 2021).

Menurut Eduardus (2001) dalam Yulita (2014) sifat investor adalah *risk averse* yaitu cenderung menjauhi risiko maka investor akan bereaksi negatif terhadap tingginya nilai struktur modal karena tingginya utang merupakan beban yang akan ditanggung dari investasi mereka. Selain itu, perusahaan dengan utang yang tinggi juga memiliki risiko likuidasi yang tinggi karena ketidakmampuan dalam melunasi semua kewajiban tetap berupa bunga dan pokoknya. Oleh karena itu, perusahaan yang tinggi utangnya akan mengakibatkan reaksi investor rendah sehingga mengakibatkan harga saham turun dan berakibat kepada turunnya nilai perusahaan. Sebagaimana penelitian yang dilakukan oleh Sutrisno (2016), Budi Tri Santoso (2021), Evita Nuraningsih & Vinola Herawwty (2019), Rahmawati (2015) serta Chusnitah & Retnani (2017) menjelaskan bahwa *capital structure* secara signifikan mempengaruhi nilai perusahaan dengan arah hubungan negatif artinya semakin besar *capital structure* akan menurunkan nilai perusahaan.

Selain struktur modal, kepemilikan manajerial juga diduga mempengaruhi nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan.

Kepemilikan manajerial diduga dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Tujuan mendirikan perusahaan sering didefinisikan adalah untuk meningkatkan kesejahteraan pemegang saham selaku pemilik perusahaan. Peningkatan kesejahteraan pemegang saham selalu dikaitkan dengan kenaikan harga saham

perusahaan atau dengan kata lain bahwa harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan tinggi juga (Harmono, 2016). Untuk mencapai hal tersebut perlu adanya kemistri antara manajemen dengan pemegang saham, tetapi bagi perusahaan yang telah melakukan pemisahan antara manajemen dengan pemegang saham terkadang sulit dilakukan sehingga masalah keagenan mungkin timbul karena adanya perbedaan tujuan antara manajemen dengan pemegang saham.

Menurut Hamidah (2019:8) jika sesuai dengan teori keagenan adanya tindakan atau perilaku manajemen perusahaan yang kemudian bertindak oportunistik dengan lebih mengutamakan memenuhi tujuan pribadi daripada tujuan perusahaan. Kepemilikan manajerial akan mengurangi *agency cost* dan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham (*outsider ownership*), sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah (Jensen dan Meckling (1976) dalam Dewi Widyaningsih, 2018:44). Kepemilikan manajerial akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang akan diambil oleh manajemen perusahaan, dengan kepemilikan saham oleh manajemen diharapkan manajemen akan bertindak sesuai dengan keinginan para *principal* karena manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja dan nantinya akan meningkatkan nilai perusahaan (Nursanita, 2019).

Kepemilikan manajerial merupakan harapan untuk menyelaraskan kemungkinan potensi perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham luar. Tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi memungkinkan akan meminimalkan atau bahkan menghilangkan perilaku opportunistik seorang manajer

(Indrarini, 2019: 22). Dengan semakin tingginya kepemilikan manajerial, maka konflik kepentingan antara *agents* dan *principals* diasumsikan akan semakin berkurang (Jensen & Meckling, 1976). Dengan demikian, menandakan bahwa struktur kepemilikan memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Adanya pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Dewi Widyaningsih (2018), Aulia Muhammad Luthfi, Farida Ttitik Kristanti, & Annisa Nurbaiti (2018), Amalia Rahmawati Utari (2022), Alfiana Suri (2020) serta Eko Yuliawan, Cintia Ayu Kartika & Sulastri (2022) bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Dalam penelitian ini kepemilikan manajerial dihitung dengan cara menghitung jumlah persentase saham yang dimiliki manajemen dari jumlah saham yang beredar (Aulia Muhammad Luthfi, 2018). Rasio ini membandingkan jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen dengan jumlah saham biasa yang beredar, sehingga dapat diketahui jumlah kepemilikan manajerial suatu perusahaan.

Intellectual Capital diduga pula dapat mempengaruhi nilai perusahaan. *Intellectual capital* dapat dipandang sebagai materi intelektual (pengetahuan, informasi, *intellectual property* dan pengalaman) yang dapat digunakan untuk menciptakan kekayaan dan suatu kekuatan akal kolektif atau seperangkat pengetahuan yang berdaya guna (Stewart, 1998 dalam Fariana 2014).

Intellectual capital diukur dengan menggunakan Value Added Intellectual Coefficient (VAICTM) dimana VAIC adalah jumlah gabungan dari tiga indikator yang secara formal diistilahkan (1) *capital employed efficiency* (CEE / VACA),

yaitu indikator efisiensi nilai tambah (*value added*) dari modal yang digunakan; (2) *human capital efficiency* (HCE / VAHU), yaitu indikator efisiensi nilai tambah (*value added*) dari *human capital*; dan (3) *structural capital efficiency* (SCE / STVA), yaitu indikator efisiensi nilai tambah (*value added*) dari *structural capital* (Ulum, 2017:120).

Intellectual capital diperkirakan dapat mempengaruhi nilai perusahaan. *Resource based theory* mengatkan perusahaan yang memiliki, menguasai dan memanfaatkan aset-aset strategis seperti modal intelektual yang baik akan unggul dalam persaingan usaha, dapat meningkatkan apresiasi pasar, dan mendapatkan kinerja keuangan yang baik serta membuat *value added* bagi perusahaan (Fauzia, 2016).

Teori *resource-based* menjelaskan bahwa kepemilikan serta pemanfaatan sumber daya intelektual memungkinkan perusahaan untuk mengelola sumber daya fisiknya dengan lebih baik. Bemby et al (2015) menyatakan bahwa konsep RBT menjelaskan bahwa perusahaan akan mendapatkan keuntungan kompetitif dengan memanfaatkan sumber daya yang memenuhi kriteria tertentu yang telah ditentukan sehingga penting memaksimalkan *Intellectual capital* untuk mendorong nilai perusahaan.

Dalam pandangan *resource based theory* perusahaan akan memperoleh keunggulan kompetitif dan nilai tambah saat perusahaan mengelola dan memanfaatkan sumber daya intelektual dengan maksimal. Berdasarkan teori stakeholder, seluruh aktivitas perusahaan bermuara pada penciptaan nilai (*value creation*). Penciptaan nilai (*value creation*) dalam konteks ini adalah dengan

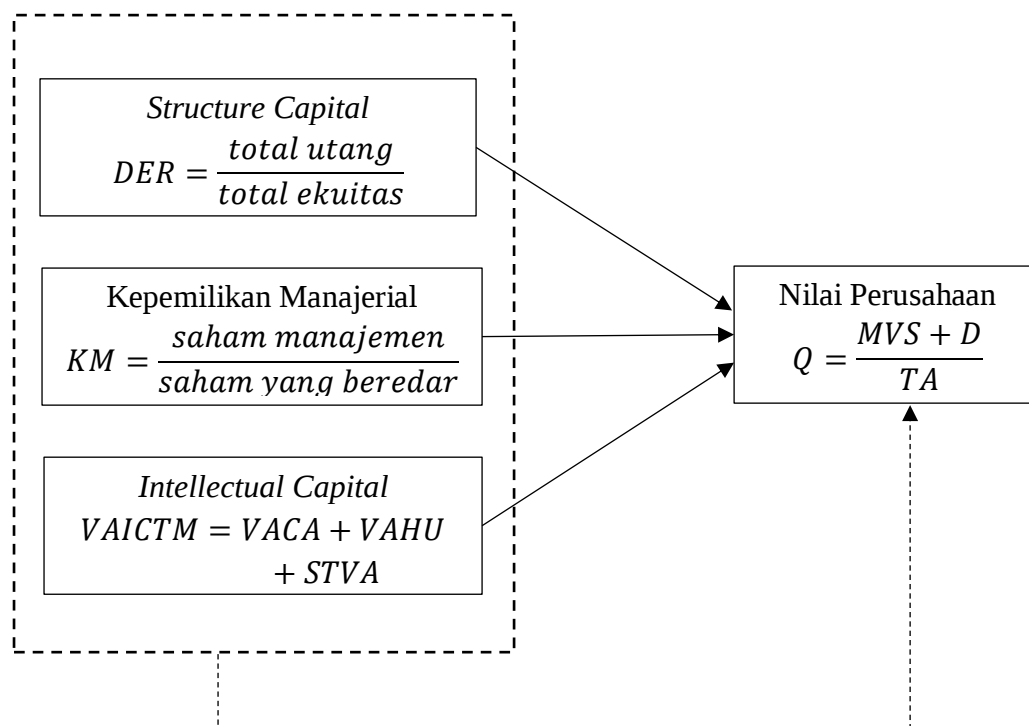
memanfaatkan seluruh potensi yang dimiliki perusahaan, baik karyawan (*human capital*), aset fisik (*physical capital*), maupun *structural capital* (Ulum, 2017:36). Sebagai salah satu stakeholder perusahaan, para investor di pasar modal akan menunjukkan apresiasi atas keunggulan *intellectual capital* yang dimiliki perusahaan dengan cara berinvestasi pada perusahaan tersebut. Pertambahan investasi akan berdampak terhadap naiknya nilai perusahaan. Oleh karena itu, *intellectual capital* yang dikelola secara baik dan efisien akan meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian yang berhubungan dengan *intellectual capital* terhadap nilai perusahaan telah dilakukan oleh Gita Puspita dan Tri Wahyudi (2021) serta Bambang Bemby, Mukhtaruddin, Arista Hakiki dan Rahmah Ferdianti (2015), Fauzia (2016), Tarigan, Basuki & Hadiprajitno (2022) serta Dodik Ariyanto (2021) berhasil membuktikan bahwa *intellectual capital* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Tujuan utama manajemen suatu perusahaan adalah bagaimana menciptakan nilai untuk para pemilik saham sebagai pemilik perusahaan yang mempercayakan perusahaannya kepada para pihak yang terlibat dalam manajemen perusahaan. Kesejahteraan pemegang saham ditunjukkan melalui harga pasar pelembar saham perusahaan, yang juga merupakan refleksi dari keputusan investasi, pendanaan dan manajemen aktiva. Ide dasarnya adalah kesuksesan keputusan suatu bisnis dinilai berdasarkan dampak yang ditimbulkan terhadap harga saham. Hal tersebut berarti harga pasar saham perusahaan adalah salah satu untuk mengetahui nilai suatu perusahaan, di mana semakin tinggi harga saham maka semakin tinggi juga nilai perusahaan.

Indikator yang digunakan untuk mengukur nilai perusahaan dalam penelitian ini adalah Tobin's Q, yang merupakan indikator untuk mengukur kinerja perusahaan, khususnya tentang nilai perusahaan yang menunjukkan suatu performa manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan, model ini merupakan salah satu model analisis keuangan yang menggunakan rasio untuk mengetahui kinerja perusahaan melalui potensi perkembangan harga saham, potensi kemampuan manajer dalam mengelola aktiva perusahaan dan potensi pertumbuhan investasi (Wibowo, dkk 2021:321). Rasio ini digunakan karena hasil yang diberikan tidak hanya pada aspek fundamental saja, tetapi juga sejauh mana pasar menilai perusahaan dari berbagai aspek yang dilihat oleh pihak luas termasuk investor, dan juga indikator ini mencakup seluruh utang dan modal perusahaan tidak hanya saham biasa 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.

Berikut adalah gambaran secara umum mengenai hubungan antara *capital structure*, kepemilikan manajerial, *intellectual capital* dengan nilai perusahaan:



Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran

- ▶ : Berpengaruh secara parsial
- ▶ : Berpengaruh secara simultan

2.3 Hipotesis

Berdasarkan uraian di atas, penulis mengambil hipotesis sebagai berikut:

1. *Capital structure* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan secara parsial pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2022.

2. Kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan secara parsial pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2022.
3. *Intellectual capital* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan secara parsial pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2022.
4. *Capital structure*, kepemilikan manajerial dan *intellectual capital* berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan secara bersama-sama (simultan) pada perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2018-2022