

BAB II

KERANGKA TEORI

A. Landasan Teori

1. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan yang *go public* tercermin pada pasar saham perusahaan, sedangkan nilai perusahaan yang belum *go public* terealisasi apabila perusahaan akan dijual yang dilihat dari total aktiva dan prospek perusahaan akan dijual yang dilihat dari total aktiva dan prospek perusahaan, usaha, lingkungan usaha, dan lain-lain. (Magaretha, 2014)

Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli (investor) apabila perusahaan tersebut dijual. Tujuan normatif perusahaan adalah memaksimumkan kekayaan pemegang saham (Sudana, 2009).

Memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dapat diwujudkan dengan memaksimalkan nilai perusahaan (Atmaja, 2008). Nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham. Semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan, nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi (Bringham Gapensi, 1996). Pendirian sebuah perusahaan memiliki tujuan untuk meningkatkan kesejahteraan

pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan. Indikator nilai perusahaan dapat dilihat dari harga saham perusahaan di pasar.

2. Profitabilitas

Profitabilitas adalah hasil akhir dari sejumlah kebijakan dan keputusan manajemen perusahaan (Brigham dan Gapenski, 2006). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa profitabilitas perusahaan merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih dari aktivitas yang dilakukan pada suatu periode. Ang (1997) mengungkapkan bahwa rasio profitabilitas dan rasio rentabilitas menunjukkan keberhasilan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba dalam kegiatan operasinya merupakan fokus utama dalam penilaian prestasi perusahaan. Selain merupakan indikator kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban bagi para penyandang dananya, laba perusahaan juga merupakan elemen dalam menentukan nilai perusahaan. Efektivitas dinilai dengan menghubungkan laba bersih yang didefinisikan dalam berbagai rasio terhadap aktiva, misalnya rasio profitabilitas. Analisis profitabilitas menekankan pada kemampuan perusahaan dalam mendayagunakan kekayaan yang ada untuk menghasilkan laba selang periode tertentu yang diukur melalui rasio-rasio profitabilitas. Proksi lain yang digunakan adalah Gross Profit Margin, Net Profit Margin, Return on Investment (ROI), Return on Equity dan Earning Power, (Brigham dan Houston, 2001). ROI misalnya menunjukkan rasio laba setelah pajak terhadap total aktiva, ROE yang sering disebut rentabilitas modal

sendiri, digunakan untuk mengukur seberapa banyak keuntungan yang menjadi hak pemilik modal sendiri, dan yang terakhir, earning power atau rentabilitas, mengukur kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba usaha dengan aktiva yang digunakan untuk memperoleh laba tersebut. Rasio ini dihitung dengan membagi laba usaha (laba sebelum bunga dan pajak) dengan total aktiva.

3. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen berkaitan dengan penentuan pembagian pendapatan (earning) antara penggunaan pendapatan untuk dibayarkan kepada para pemegang saham sebagai dividen atau untuk digunakan dalam perusahaan, yang berarti pendapatan tersebut harus ditahan dalam perusahaan (Riyanto, dalam Rizal 2007). Dalam keputusan pembagian dividen, kelangsungan hidup dari perusahaan perlu menjadi sebuah pertimbangan. Jika suatu perusahaan menjalankan kebijakan untuk membagi dividen tunai maka dana yang dapat digunakan perusahaan untuk membiayai investasinya semakin rendah. Hal ini dapat mengakibatkan tingkat pertumbuhan perusahaan di masa datang menjadi rendah, dan hal ini akan berdampak pada harga saham. Dengan demikian perusahaan sebaiknya menetapkan kebijakan dividen yang optimal. Menurut Yuniningsih (2008), kebijakan dividen yang optimal adalah kebijakan yang menciptakan keseimbangan di antara dividen pada saat ini dan pertumbuhan di masa yang akan datang sehingga memaksimalkan harga saham. Besar kecilnya jumlah dividen yang akan dibayarkan tergantung dari kebijakan masing-masing perusahaan sehingga

pertimbangan manajemen pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) sangat diperlukan.

Terdapat 4 faktor yang mempengaruhi kebijakan pembagian dividen suatu perusahaan (Riyanto dalam Rizal(2007)) , yaitu:

1. Posisi likuiditas perusahaan

Posisi kas atau likuiditas perusahaan merupakan faktor penting yang harus dipertimbangkan sebelum mengambil keputusan untuk menetapkan besarnya dividen yang akan dibayarkan kepada pemegang saham. Semakin kuat posisi likuiditas perusahaan maka semakin besar kemampuan perusahaan untuk membayar dividen.

2. Kebutuhan dana untuk membayar hutang

Jika perusahaan telah menetapkan bahwa pelunasan hutangnya akan diambil dari laba ditahan, maka perusahaan harus menahan sebagian besar pendapatannya untuk keperluan tersebut, sehingga hanya sebagian kecil pendapatan yang dibayarkan sebagai dividen.

3. Tingkat pelumbuhan perusahaan

Dana yang dibutuhkan oleh perusahaan dengan pertumbuhan yang cepat relatif lebih besar dibandingkan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan lambat. Dengan demikian perusahaan yang bertumbuh pesat cenderung menahan pendapatannya dibandingkan membaginya dalam bentuk dividen.

4. Pengawasan terhadap perusahaan

Ini terutama berkaitan dengan kebijakan perusahaan untuk membiayai ekspansinya dengan sumber dana internal saja agar kontrol dari kelompok dominan di

dalam perusahaan tetap bisa dijalankan. Dengan kebijakan ini, perusahaan lebih suka menahan earningnya untuk membiayai ekspansinya dibandingkan membagikan dividen.

4. Kebijakan Hutang

Hutang adalah pengorbanan manfaat ekonomi yang akan timbul di masa yang akan datang yang disebabkan oleh kewajiban-kewajiban di saat sekarang dari suatu badan usaha yang akan dipenuhi dengan memindahkan aktiva atau memberikan jasa kepada badan usaha lain di masa datang sebagai akibat dari transaksi-transaksi yang sudah lalu (Baridwan, 2004) dalam Mardiyati (2012).

Menurut Jensen dan Meckling (1976), Penggunaan hutang diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan. Penambahan hutang dalam struktur modal dapat mengurangi penggunaan saham sehingga mengurangi biaya keagenan ekuitas. Di sisi lain Sebagai konsekuensi dari kebijakan ini, perusahaan menghadapi biaya keagenan hutang dan risiko kebangkrutan. Hal ini dikarenakan Perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan hutang. Di sisi lain, apabila manajer tidak mampu memenuhi kewajiban atas penggunaan hutang maka perusahaan akan berisiko kebangkrutan sehingga pada gilirannya akanmengancam posisi manajer. Hutang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Nilai perusahaan ditentukan

oleh struktur modal (Mogdiliani dan Miller dalam Brigham, 1999). Semakin tinggi proporsi hutang, maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil dari pada biaya yang ditimbulkannya.

5. Kepemilikan manajerial

Kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Dalam laporan keuangan, keadaan ini ditunjukkan dengan besarnya persentase kepemilikan saham perusahaan oleh manajer. Karena hal ini merupakan informasi penting bagi pengguna laporan keuangan maka informasi ini akan diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan. Adanya kepemilikan manajerial menjadi hal yang menarik jika dikaitkan dengan agency theory (Christiawan & Tarigan, 2007).

Konflik keagenan bisa dikurangi bila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan. Kebijakan manajer yang memiliki saham perusahaan tentu akan berbeda dengan manajer yang murni sebagai manajer. Manajer yang sekaligus pemegang saham akan berusaha meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat pula. Dengan kepemilikan manajerial, seorang manajer yang sekaligus pemegang saham tidak ingin perusahaan mengalami

kebangkrutan. Kebangkrutan usaha akan merugikan manajer karena kehilangan insentif dan pemegang saham akan kehilangan return bahkan dana yang diinvestasikan (Sulistiono, 2010). Dalam laporan keuangan perusahaan, kepemilikan manajerial ditunjukkan dengan besarnya persentase kepemilikan saham perusahaan oleh manajer. Karena hal ini merupakan informasi penting bagi stakeholder perusahaan maka informasi ini akan diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan.

Dalam teori keagenan, hubungan antara manajer dan pemegang saham digambarkan sebagai hubungan antara agen dan principal (Rachmawati dan Triatmoko, 2006) dalam Sulistiono (2010). Kepemilikan saham manajerial akan membantu penyatuan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dengan pemegang saham, sehingga manajer ikut merasakan secara langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan ikut pula menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Sehingga permasalahan keagenan diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah juga sekaligus sebagai seorang pemilik. Argumen tersebut mengindikasikan mengenai pentingnya kepemilikan manajerial dalam struktur kepemilikan perusahaan (Sulistiono, 2010).

Kepemilikan manajerial dihitung dengan menggunakan persentase saham yang dimiliki oleh pihak manajemen perusahaan yang secara aktif ikut serta dalam pengambilan keputusan perusahaan (komisaris dan direksi).

Kepemilikan manajerial menurut (Masdupi 2005) dalam Indahningrum dan Handayani (2009) dapat diukur dengan cara kepemilikan saham oleh manajer, direksi, dan dewan komisaris perusahaan dibagi total dari saham biasa perusahaan yang beredar.

6. Teori Keagenan

Teori keagenan (*agency theory*) merupakan basis teori yang mendasari praktik bisnis perusahaan yang berakar dari sinergi teori ekonomi, teori keputusan, teori sosiologi, dan teori organisasi. Prinsip utama teori ini menyatakan adanya hubungan kerja antara pemegang saham selaku prinsipal dan manajemen selaku agen dalam bentuk kontrak kerja sama yang disebut "*nexus of contract*" (Elqomi, 2009). Hubungan keagenan ini timbul ketika prinsipal meminta agen melaksanakan beberapa kegiatan atau pekerjaan bagi kepentingan principal yang meliputi pendelegasian sebagian wewenang pengambilan keputusan. Wewenang dan tanggung jawab agen maupun prinsipal diatur dalam suatu kontrak kerja atas persetujuan bersama (Harjito dan Nurfauziah, 2006). Dengan demikian, terjadi pemisahan kepemilikan antara dua pihak di mana mereka akan membuat keputusan-keputusan sesuai dengan kepentingan mereka masing-masing.

Manajer pada hakikatnya harus mengambil keputusan terbaik untuk meningkatkan kekayaan pemegang saham. Keputusan bisnis yang diambil adalah memaksimalkan sumber daya (utilitas) perusahaan. Namun tidaklah memungkinkan bagi pemegang saham untuk terus mengontrol dan mengawasi segala

aktivitas dan keputusan yang diambil oleh manajer perusahaan. Suatu ancaman bagi para pemegang saham jika manajer bertindak atas kepentingan pribadinya sendiri (Christiawan dan Tarigan, 2007). Dengan kata lain manajer yang bertindak sebagai agen dari pemegang saham di dalam melakukan aktivitasnya bisa jadi tidak konsisten dengan apa yang menjadi kepentingan pemilik (Fama dalam Syafruddin, 2006). Ketidak konsistenan ini terjadi karena keduanya diasumsikan sebagai individu yang cenderung memaksimalkan utilitasnya masing-masing.

Menurut Christiawan dan Tarigan (2007), masing-masing pihak ini juga memiliki risiko yang terkait dengan fungsinya. Manajer memiliki risiko memperoleh pengurangan insentif atau bahkan tidak ditunjuk lagi menjadi manajer jika manajer gagal menjalankan fungsinya. Sementara itu pemegang saham memiliki risiko kehilangan modal atau investasi yang ia tanamkan di perusahaan jika salah memilih manajer. Hal ini merupakan konsekuensi dari adanya pemisahan fungsi pengelolaan dan kepemilikan yang umumnya disebut dengan konsep entitas usaha.

Menurut teori keagenan Jensen dan Meckling dalam Wahidahwati (2002), perusahaan yang memisahkan antar fungsi pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan rentan terhadap masalah keagenan. Kedua pihak yang terikat dalam kontrak, yakni prinsipal dan agen, dapat memiliki kepentingan dan tujuan yang tidak selaras serta bertindak atas kepentingan mereka sendiri-sendiri (Wahidahwati, 2002). Pemegang saham sebagai prinsipal diasumsikan hanya tertarik kepada hasil keuangan yang bertambah atau investasi mereka di dalam perusahaan. Para agen

disumsikan menerima kepuasan berupa kompensasi keuangan dan syarat-syarat yang menyertai dalam hubungan tersebut. Oleh sebab perbedaan kepentingan ini, masing-masing pihak berusaha memperbesar keuntungan bagi diri sendiri. Konflik kepentingan yang terjadi dapat berupa: (1) prinsipal menginginkan pengembalian (return) yang sebesar-besarnya dan secepatnya atas investasi yang salah satunya dicerminkan dengan kenaikan porsi deviden dari tiap saham yang dimiliki, sementara itu agen menginginkan laba ditahan perusahaan tidak dibagikan dalam bentuk dividen melainkan digunakan untuk investasi kembali. (2) prinsipal menilai prestasi agen berdasarkan kemampuannya memperbesar laba untuk dialokasikan pada pembagian deviden, sebaliknya agen pun memenuhi tuntutan prinsipal agar mendapatkan kompensasi yang tinggi dari kinerjanya sehingga tanpa pengawasan yang memadai maka sang agen dapat memanipulasi informasi laba. Dalam konflik keagenan ini, laba mempunyai peran penting sebagai denominator ukuran kesejahteraan atau benefit mereka (Haljito dan Nurfauziah, 2006).

7. *Teori Bird in-the-Hand*

Teori *bird in the hand* adalah salah satu teori dalam kebijakan deviden, teori ini dikembangkan oleh Myron Gordon Tahun 1956 dan John Lintner Tahun 1962 dalam Eugene F Brigham & Joel F Houston (2007). Gordon dan Lintner menyatakan bahwa ada hubungan antara nilai perusahaan dengan kebijakan deviden, biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika *Dividend Payout Ratio* rendah karena investor lebih suka menerima dividen dibanding *capital gain*, *dividend yield* dianggap lebih pasti

dan lebih aman. Gordon dan Lintner menggunakan persamaan Total *return* sama dengan *dividen yield* ditambah *capital gain*, diasumsikan bahwa total *return* akan menurun sebagai peningkatan pembayaran perusahaan, saat perusahaan meningkatkan rasio *payout* investor menjadi suatu kekhawatiran bahwa keuntungan modal masa depan perusahaan akan menghilang karena laba ditahan bahwa perusahaan diinvestasikan kembali ke dalam bisnis akan kurang berprospek .

Dalam teori ini menjelaskan investor menghendaki pembayaran dividen yang tinggi dari keuntungan perusahaan sesuai tujuan investor yaitu menanamkan sahamnya untuk mendapatkan deviden, investor tidak ingin berinvestasi di perusahaan jika penerimaan deviden dalam jangka waktu yang lama. Investor akan bersedia membayar harga yang lebih tinggi untuk perusahaan yang membayar dividen saat ini. Pembayaran deviden saat ini terjadi karena ada anggapan bahwa mendapat dividen saat ini risikonya lebih kecil daripada mendapat *capital gain* di masa yang akan datang meskipun *capital gain* di masa mendatang dapat memberikan pengembalian yang lebih tinggi daripada dividen saat ini, selain resiko juga adanya ketidakpastian tentang arus kas perusahaan dimasa depan. Teori ini juga berpendapat bahwa kas ditangan dalam bentuk deviden lebih bernilai daripada kekayaan dalam bentuk lain atau dengan istilah “Para investor memandang satu burung ditangan lebih berharga daripada seribu burung di udara”. Gordon dan Lintner juga menyatakan bahwa satu persen penurunan dalam pembayaran dividen harus diimbangi oleh lebih dari satu persen dari pertumbuhan tambahan .

Keuntungan bila menerapkan teori *bird in the hand* ini adalah dengan memberikan dividen yang tinggi, maka harga saham perusahaan juga akan semakin tinggi yang akan berdampak pada nilai perusahaan. Biaya ekuitas perusahaan akan naik apabila dividen dikurangi. Dengan demikian suatu perusahaan dapat menetapkan suatu rasio pembagian dividen yang tinggi dan menawarkan hasil dividen yang tinggi guna meminimumkan biaya modalnya. Disamping itu, pembagian dividen merupakan suatu pertanda bagi investor, dimana kenaikan dividen yang sangat besar menandakan bahwa manajemen merasa optimis atas masa depan perusahaan. Kebijakan dividen perusahaan akan menarik minat dari kalangan investor tertentu yang sepeham dengan kebijakan dividen perusahaan.

Kelemahannya teori *bird in the hand* yaitu investor diharuskan membayar pajak yang besar akibat dari dividen yang tinggi. Sanggahan teori ini dikemukakan oleh beberapa pihak seperti Modigliani dan Miller menganggap bahwa argumen Gordon dan Lintner ini merupakan suatu kesalahan. Modigliani dan Miller menggunakan istilah "*The Bird in The hand Fallacy*", mereka menyatakan bahwa kebijakan deviden tidak mempengaruhi biaya modal perusahaan. Selain itu investor akan kembali menginvestasikan dividen yang diterima pada perusahaan yang sama atau perusahaan yang memiliki risiko yang hampir sama. Sementara itu MM berpendapat dan telah dibuktikan secara matematis bahwa investor merasa sama saja apakah menerima deviden saat ini atau menerima *capital gain* dimasa datang. Keown berpendapat terhadap teori dan mengatakan bahwa kenaikan dividen saat ini tidak mengurangi resiko dari perusahaan. Karena jika peningkatan pembayaran dividen

dilakukan, manajer harus mengeluarkan saham baru dalam rangka untuk meningkatkan modal yang dibutuhkan. Oleh karena itu pembayaran dividen hanya mentransfer risiko dari yang lama kepada pemegang saham baru .

Berdasarkan *bird in the hand*, kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap harga pasar saham. Artinya, jika dividen yang dibagikan perusahaan semakin besar, harga pasar perusahaan tersebut akan semakin tinggi dan sebaliknya. Hal ini terjadi karena pembagian dividen dapat mengurangi ketidakpastian yang dihadapi investor.

8. Signaling Theory

Teori sinyal mengemukakan bahwa tindakan yang diambil oleh suatu perusahaan memberikan petunjuk kepada investor tentang bagaimana manajemen menilai suatu prospek perusahaan tersebut. Teori sinyal diasumsikan pada dua unsur yaitu informasi simetris dan informasi asimetris. Informasi simetris adalah situasi dimana investor dan manajer memiliki informasi yang identik tentang prospek perusahaan, sedangkan informasi asimetris adalah kondisi dimana manajer memiliki informasi yang lebih baik dibandingkan oleh investor (Brigham dan Huston, 2011). Manajer menyampaikan sinyal pada investor dilakukan melalui penyampaian informasi yang dapat tersampaikan melalui pengaturan struktur modal perusahaan .Pengaturan struktur modal perusahaan dapat dilakukan melalui penerbitan saham baru atau memperoleh dana melalui hutang (Van Horne dan Wachowicz, 2005). Namun, penjualan saham baru akan menimbulkan dua

asumsi dari pasar. Pertama, penjualan saham baru menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kesulitan keuangan dan struktur modalnya tidak baik. Kedua, pasar menduga bahwa investor atau pemilik perusahaan menginginkan keluar dari bisnis, melakukan diversifikasi bisnis lain. Hal ini dilakukan karena resiko yang sudah terlalu tinggi. Dengan kata lain, investor baru akan curiga bahwa investor lama dan pemilik perusahaan ingin berbagi resiko dengan orang lain. Oleh karena itu, manajer menyadari reaksi negatif pasar terhadap penerbitan saham baru karena dapat menurunkan nilai perusahaan maka penerbitan hutang dianggap sebagai kabar baik bagi investor. Kenaikan leverage mengandung probabilitas yang lebih tinggi atas kebangkrutan, meningkatnya resiko kebangkrutan akan mendorong investor menekan manajer untuk bekerja lebih efisien agar tidak terjadi suatu kebangkrutan. Kondisi inilah yang menjadikan investor membuat kesimpulan bahwa kondisi perusahaan memang jauh lebih baik dibandingkan dengan apa yang tercermin oleh harga sahamnya. Kenaikan leverage merupakan sinyal positif (Van Horne dan Wachowicz, 2005).

9. Trade off Theory

Model trade-off karena struktur modal optimum terjadi jika terdapat keseimbangan antara biaya financial distress dan agency problem dan manfaat atas penggunaan leverage atau utang (tax-shield). Model trade off memang logis secara teori tapi secara empiris bukti-bukti yang mendukung model ini kurang kuat, namun

demikian Modigliani dan Miller sangat berperan dalam mengembangkan teori struktur modal (Ambarwati: 2010).

Berdasarkan trade off theory, tingkat leverage dipengaruhi oleh tingkat pertumbuhan perusahaan. Sesuai dengan trade off theory, perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan tinggi cenderung untuk membiayai investasinya dengan mengeluarkan saham, karena harga sahamnya relatif tinggi. Alasan lainnya adalah karena perusahaan yang tingkat pertumbuhannya tinggi cenderung menanggung costs of financial distress yang besar, karena memiliki risiko kebangkrutan yang tinggi.

10. Teori struktur modal dari Miller dan Modigliani (Capital structure theory)

Pada teori ini mereka berpendapat bahwa dengan asumsi tidak ada pajak, *bankruptcy cost*, tidak adanya informasi asimetris antara pihak manajemen dengan para pemegang saham, dan pasar terlibat dalam kondisi yang efisien, maka value yang bisa diraih oleh perusahaan tidak terkait dengan bagaimana perusahaan melakukan strategi pendanaan. Setelah menghilangkan asumsi tentang ketiadaan pajak, hutang dapat menghemat pajak yang dibayar (karena hutang menimbulkan pembayaran bunga yang mengurangi jumlah penghasilan yang terkena pajak) sehingga nilai perusahaan bertambah.

B. Penelitian terdahulu

Penelitian terdahulu tentang profitabilitas, kebijakan dividen, kebijakan hutang dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan, sebelumnya telah banyak dilakukan penelitian.

- a. Umi Mardayati (2012) juga melakukan penelitian tentang pengaruh kebijakan dividen, kebijakan hutang, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan, menyatakan bahwa profitabilitas yang di proksi kan menggunakan ROE (return of equity) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Objek sampel dari penelitian umi mardiyati yaitu perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada periode 2005-2010.
- b. Nila Ustiani (2014) juga melakukan penelitian tentang pengaruh struktur modal, kepemilikan manajerial, keputusan investasi, kebijakan dividen, keputusan pendanaan, dan profitabilitas terhadap nilai perusahaan, menyatakan bahwa kebijakan dividen yang di proksi kan menggunakan DPR (dividen payout ratio) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Objek sampel dari penelitian ini yaitu perusahaan keunagan dan perbankan yang terdaftar di BEI pada periode 2009-2013.
- c. Dwi Sukirni (2012) juga melakukan penelitian tentang pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institutional, kebijakan dividen, dan kebijakan hutang analisis terhadap nilai perusahaan. Kebijakan hutang yang di proksikan menggunakan DER (deb equity ratio) berpengaruh positif dan

signifikan terhadap nilai perusahaan. Sampel objek penelitian dwi sukirni yaitu semua perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2008-2010.

- d. Hikmah Endraswati (2011) juga melakukan penelitian pengaruh struktur kepemilikan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang di moderating oleh kebijakan hutang. Kepemilikan manajerial (MOWN) dan kebijakan dividen (DPR) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sampel dari penelitian yang di lakukan endraswati yaitu semua perusahaan yang terdaftar di BEI 2007-2008.

C. Hipotesis

1. Profitabilitas terhadap nilai perusahaan

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dalam hubungan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri (sartono, 2000). Profitabilitas mencerminkan kesuksesan usaha manajer dalam mengelola perusahaan untuk memperoleh laba di atas dana yang di investasikan oleh pemilik saham. Hal tersebut merupakan daya tarik utama bagi investor di karenakan Makin tinggi laba, makin tinggi juga return yang diperoleh oleh investor. Tinggi rendahnya tingkat return yang mungkin diterima oleh investor biasanya mempengaruhi penilaian investor. Makin tinggi penilaian investor akan suatu saham, maka harga saham tersebut akan makin tinggi. Harga saham yang makin tinggi akan meningkatkan nilai perusahaan. Oleh karena itu perusahaan harus mempertimbangkan profitabilitas dalam nilai perusahaan, profitabilitas dapat di ukur dengan *Return Of equity*

merupakan rasio yang mengukur laba setelah pajak dengan dengan rata-rata modal yang digunakan untuk melihat tingkat efisiensi perusahaan dalam mengelola equitynya untuk menghasilkan laba bersih perusahaan.

Pedapat di atas dukung juga oleh penelitian Mardiyati (2013) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dengan nilai perusahaan. Hal ini berarti semakin tinggi nilai profit yang didapat maka akan semakin tinggi nilai perusahaan. Karena profit yang tinggi akan memberikan indikasi prospek perusahaan yang baik sehingga dapat memicu investor untuk ikut meningkatkan permintaan saham. Permintaan saham yang meningkat akan menyebabkan nilai perusahaan yang meningkat. Dari pernyataan di atas maka hipotesis penelitian ini yaitu :

H1 : Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

2. Kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan

Dividen yang tinggi dapat dianggap sebagai sinyal akan meningkatnya profitabilitas perusahaan di masa depan (Miller dan Rock 2004). Sinyal positif yang diberikan manajemen melalui pembagian dividen membuat investor mengetahui bahwa terdapat peluang investasi di masa depan yang menjanjikan bagi nilai perusahaan. *Bird in the hand theory* memandang bahwa dividen yang tinggi adalah yang terbaik, karena investor lebih suka kepastian tentang return investasinya serta mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan (Gordon, dalam Wahyudi dan Pawestri, 2006). Peningkatan dividen dilakukan untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal dan perbankan. Pendapat ini diperkuat dengan pernyataan (Asquith dan Mullins dalam

Wahyudi dan Pawestri 2006) bahwa pengumuman peningkatan dividen telah meningkatkan return saham dan dapat digunakan untuk menangkai isu-isu yang tidak diharapkan perusahaan di masa mendatang dan kemudian akan meningkatkan nilai perusahaan di mata investor. Oleh karena itu perusahaan harus mempertimbangkan kebijakan dividen dalam nilai perusahaan. Kebijakan dividen dapat diukur dengan menggunakan *dividen payout ratio* dimana dividen per lembar saham dengan laba per saham lembar. *Dividen payout ratio* merupakan rasio pembayaran dividen adalah presentase laba yang dibayarkan dalam dividen, atau rasio antara laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen dengan total laba yang tersedia bagi pemegang saham.

Ustiani(2013) menyatakan, semakin besar dividen yang dibagikan kepada pemegang saham, maka kinerja emiten atau perusahaan akan dianggap semakin baik pula dan pada akhirnya perusahaan yang memiliki kinerja yang baik dianggap menguntungkan dan tentunya penilaian terhadap perusahaan tersebut akan semakin baik pula, yang biasanya tercermin melalui tingkat harga saham perusahaan. Dari pernyataan diatas maka hipotesis keempat penelitian ini yaitu :

H2: Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

3. Kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan.

Modigliani dan miller (1963), dalam mamduh (2010) menjelaskan bahwa perusahaan yang menggunakan hutang akan memebayar pajak yang lebih sedikit di bandingkan dengan perusahaan yang tidak menggunakan hutang (di karenakan akan

menimbulkan pembayaran bunga secara periodik yang mengurangi jumlah penghasilan yang terkena pajak). Selisihnya merupakan subsidi yang diterima oleh perusahaan yang menggunakan hutang dan inilah penghematan pajak yang diperolehnya adanya penghematan pajak tersebut, maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan meningkat lebih tinggi.

Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan adanya hutang maka perusahaan harus melakukan pembayaran periodik atas bunga dan *principal*. Hal ini akan dapat mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *free cash flow* guna membiayai kegiatan yang tidak optimal, penggunaan hutang juga akan meningkatkan resiko sehingga hal ini manajer akan berhati-hati karena hutang *nondiversifiable* manajer lebih besar daripada investor public. Dengan kata lain Perusahaan yang menggunakan hutang dalam pendanaannya dan tidak mampu melunasi kembali hutang tersebut akan terancam likuiditasnya sehingga pada akhirnya akan mengancam posisi manajer. Dengan demikian, hal tersebut akan meningkatkan nilai perusahaan.

Agency theory menjelaskan bahwa pemisahan antara pemilik (*principal*) dan manajer (*agen*) dapat mendorong manajer cenderung berorientasi pada kemakmurannya daripada kemakmuran pemegang saham perilaku seperti ini cenderung akan menimbulkan konflik kepentingan antara pemilik dan manajer. Penggunaan hutang memungkinkan kreditor mendapatkan informasi yang lebih banyak tentang prospek perusahaan. Penggunaan hutang merupakan upaya pemilik untuk membagi biaya pengawasan dengan kreditor. *Agency cost* dari *agency konflik* akan menjadi mahal jika hanya ditanggung oleh salah satu investor saja, baik itu di

tanggung oleh pemilik saja, maupun di tanggung oleh kreditor saja. *Agency cost* yang optimal apabila biaya marginal pengawasan dari pemilik sama dengan biaya marginal dari kreditor. Adanya pengawasan yang seimbang dari pemilik dan kreditor akan mengurangi atau menekan perilaku oportunistik dari manajer. Oleh karena itu manajer akan bertindak lebih disiplin, manajer tidak akan lagi mengejar kemakmurannya untuk dirinya sendiri, melainkan lebih menekankan pada kemakmuran pemilik. Oleh karena itu perusahaan harus mempertimbangkan kebijakan hutang dalam nilai perusahaan. Kebijakan hutang di ukur dengan *Debt Equity Ratio* dimana total hutang dengan total ekuitas, *debt equity ratio* merupakan rasio yang sering digunakan untuk melihat seberapa besar hutang perusahaan jika dibandingkan ekuitas yang di miliki oleh perusahaan. Peningkatan nilai tersebut dikaitkan dengan harga saham dan penurunan hutang akan menurunkan harga saham (Masulis, 1988).

Pendapat diatas di dukung juga oleh penelitian Wardani (2011) yang menyatakan adanya pengaruh positif antara kebijakan hutang terhadap nilai

perusahaan. Artinya, peningkatan penggunaan hutang dalam perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan itu dan begitu juga sebaliknya. Dari pernyataan diatas maka hipotesis penelitian ini yaitu:

H3 : Kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

4. Kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berhasil menjadi mekanisme untuk mengurangi masalah keagenan dari manajer dengan menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham. Kepentingan manajer dengan pemegang saham eksternal dapat disatukan jika kepemilikan saham oleh manajer diperbesar sehingga manajer tidak akan memanipulasi laba untuk kepentingannya sendiri sehingga nilai pasar saham akan meningkat. Selain itu dengan semakin bertambahnya kepemilikan manajerial dalam perusahaan akan meningkatkan motivasi kinerja manajemen. Di karenakan manajer memiliki andil dalam perusahaan baik itu pengambilan keputusan dan bertanggung jawab terhadap keputusan yang di ambil karena manajer ikut sebagai pemegang saham perusahaan sehingga manajemen akan semakin baik kinerjanya dalam perusahaan dan akan berpengaruh dalam peningkatan nilai perusahaan. Oleh karena itu perusahaan harus mempertimbangkan kepemilikan saham manajerial dalam peningkatan nilai perusahaan. Kepemilikan manajerial dapat di ukur dengan rasio MOWN dengan membagi antar kepemilikan manajerial dengan total saham beredar.

Hal ini di dukung oleh penelitian yang di lakukan oleh Endraswati (2010) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Artinya dengan adanya kepemilikan manajerial dalam perusahaan akan meningkatkan nilai perusahaan.

Dari pernyataan diatas maka hipotesis penelitian ini yaitu :

H4 : Kepemilikan manejerial berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

D. Model Pemikiran

Dalam penelitian ini adalah penelitian replikasi ekstensi. Terdapat 4 variabel independen dan 1 variabel dependen. 4 variabel independen tersebut adalah Profitabilitas, kebijakan dividen, Kebijakan Hutang, dan kepemilikan manejerial. Adapun satu variabel dependen adalah Nilai Perusahaan. Dari 5 variabel yang ada, dapat maka dapat dilihat modelnya pada gambar dibawah ini



