

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. LANDASAN TEORI

1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan pertama kali dikemukakan oleh Jensen & Meckling (1976). Jensen & Meckling (1976) mendefinisikan bahwa teori keagenan merupakan teori yang menjelaskan hubungan keagenan sebagai kontrak antara pemegang saham (*principal*) dengan manajer (*agent*). Berdasarkan asumsi sifat dasar yang dijelaskan oleh Eisenhardt (1989), manajer sebagai manusia kemungkinan besar akan bertindak berdasarkan sifat oportunistik yang mengutamakan kepentingan pribadinya dan tidak jarang tindakan manajer bukannya memaksimalkan kemakmuran pemegang saham, melainkan meningkatkan kesejahteraan mereka sendiri. Dengan adanya perbedaan kepentingan ini menimbulkan terjadinya konflik keagenan antara pemegang saham dan manajer. Selain konflik keagenan antara manajer dan pemegang saham, konflik keagenan juga dapat terjadi diantara pemegang saham dan kreditur, serta pemegang saham mayoritas dan minoritas.

Untuk meminimalkan konflik keagenan, manajer (*agent*) bertanggung jawab untuk memaksimalkan keuntungan para pemilik modal (*principal*) dan sebagai imbalannya akan memperoleh *fee* sesuai

kontrak. Teori ini memiliki asumsi bahwa pihak *agent* termotifasi untuk memaksimalkan *fee* yang diterima sebagai sarana pemenuh kebutuhan ekonomis dan psikologisnya. *Agency Theory* mengasumsikan bahwa *principal* tidak memiliki informasi yang cukup tentang kinerja *agent*. Sedangkan *agent* lebih banyak memiliki informasi kapasitas diri, lingkungan kinerja, perusahaan secara keseluruhan dan prospek dimasa yang akan datang dibandingkan dengan pihak *principal*. Hal inilah yang menyebabkan ketidakseimbangan informasi yang dimiliki *principal* dan *agent*. ketidakseimbangan inilah yang disebut sebagai asimetri informasi. Dengan adanya asimetri informasi ini mengakibatkan manajer (*agent*) menyembunyikan beberapa informasi yang tidak diketahui oleh pemilik modal (*principal*). Hal ini mendorong *agent* untuk menyajikan informasi yang tidak sebenarnya kepada *principal*, terutama jika informasi berkaitan dengan pengukuran kinerja manajer.

Di sisi lain kepemilikan institusional juga dapat meminimalisir konflik keagenan. Kepemilikan institusional sendiri berarti kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki perusahaan atau instansi lain yang mana para investor institusional ini ikut terlibat dalam pengambilan keputusan yang strategis sehingga tidak mudah percaya terhadap tindakan manipulasi laba perusahaan. Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam mengawasi manajemen karena dengan adanya kepemilikan institusional akan mendorong peningkatan

pengawasan yang lebih optimal sehingga akan mampu meningkatkan nilai perusahaan.

2. Teori Pertukaran (*Trade-Off Theory*)

Teori trade-off muncul dari perdebatan mengenai teori irrelevansi Modigliani-Miller (Frank & Goyal, 2007). Teori Pertukaran (*Trade-Off Theory*) mengemukakan bahwa rasio hutang optimal perusahaan ditentukan oleh perbandingan antara keuntungan dan kerugian dari meminjam, investasi aset perusahaan dan perencanaan investasi. Perusahaan akan mensubstitusi hutang dengan ekuitas atau ekuitas dengan hutang hingga nilai perusahaan maksimal. Keuntungan menggunakan hutang yaitu berupa penghematan pembayaran pajak yang muncul ketika perusahaan membayar beban bunga hutang maka akan mengurangi pendapatan kena pajak perusahaan sehingga pajak yang dibayarkan perusahaan lebih kecil (*tax shield*).

Perusahaan yang mengikuti *trade-off theory* akan menentukan target *debt to-value ratio* dan secara perlahan-lahan akan menuju target tersebut. Target ini ditentukan dengan cara melakukan penyeimbangan antara keuntungan dari pengurangan pajak (*debt tax shields*) dengan biaya dari kebangkrutan (*cost of bankruptcy*). *Trade-off* model menyatakan bahwa struktur modal optimal diperoleh dengan menyeimbangkan keuntungan *tax shield* akibat hutang dengan

financial distress cost dan *agency cost* sehingga keuntungan dan biaya dari hutang saling *trade-off* satu sama lain (Brigham & Gapenski, 1996). Tetapi dengan meningkatnya hutang maka perusahaan akan berhadapan dengan resiko kebangkrutan yang lebih tinggi jika perusahaan menambah hutang ke dalam struktur pendanaan jangka panjang.

Menggunakan hutang artinya perusahaan akan membayar sejumlah bunga. Bunga merupakan pengurang dari pajak (*tax deductible*), karena akan mengurangi kewajiban perusahaan untuk membayar pajaknya, sehingga akan meningkatkan nilai arus kas setelah pajak. Namun, perusahaan yang menggunakan hutang melebihi titik optimalnya (titik keseimbangan antara keuntungan pajak dengan biaya kebangkrutan dan biaya keagenan) akan menghadapi resiko ketidakmampuan perusahaan untuk melunasi hutang dan bunga atas hutang tersebut, sehingga dapat memicu terjadinya resiko kebangkrutan (*financial distress*) dalam perusahaan tersebut.

3. Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori Sinyal (*Signaling Theory*) merupakan bagaimana perusahaan memberikan sinyal berupa informasi yang positif kepada para *stakeholders* (Miller dan Whiling dalam Widarjo, 2011). Yang dimaksud sinyal disini adalah berisikan informasi apa saja yang ingin disajikan manajemen perusahaan guna memenuhi keinginan para pemegang

saham. Informasi merupakan suatu unsur penting yang harus disajikan manajemen perusahaan guna membantu para pemangku kepentingan dalam pengambilan keputusan. Melalui informasi, publik akan mengerti tentang keadaan perusahaan baik pada masa sekarang, masa lalu, ataupun masa depan bagi kelangsungan hidup perusahaan. Biasanya apabila informasi sudah diterbitkan oleh perusahaan maka publik akan cepat merespon informasi tersebut sebagai sinyal baik atau sinyal buruk. Pada umumnya perusahaan menerapkan *Signaling Theory* untuk membentuk reputasi dan kredibilitas perusahaan yang semakin baik (Yuliariskha, 2015).

Berkaitan dengan pemberian sinyal kepada masyarakat maka berhubungan dengan profitabilitas perusahaan. Profitabilitas merupakan keuntungan bersih yang diraih perusahaan, Profitabilitas yang tinggi menunjukkan prospek perusahaan baik, sehingga investor akan merespon positif sinyal tersebut dan nilai perusahaan akan meningkat. Hal tersebut dapat dipahami karena perusahaan yang memiliki laba tinggi mengindikasikan perusahaan tersebut mempunyai kinerja yang baik, sehingga dapat menciptakan ketertarikan para investor untuk membeli saham perusahaan dan dapat membuat harga saham perusahaan meningkat. Meningkatnya harga saham dipasar, maka akan meningkatkan nilai perusahaan.

4. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan suatu hal yang sangat penting bagi kelangsungan perusahaan. Nilai perusahaan dapat mencerminkan seberapa banyak aset yang dimiliki perusahaan seperti surat-surat berharga, saham disini merupakan salah satu surat berharga. Kepercayaan investor terhadap kemampuan perusahaan dilihat dari perkembangan perusahaan dalam mengelola usahanya, dan penyampain informasi mengenai keuntungan dari pembelian saham perusahaan tersebut.

Tinggi rendahnya harga saham menjadi salah satu pengukur tinggi rendahnya nilai perusahaan, karena harga saham terbentuk dari fungsi permintaan dan penawaran. Nilai pasar suatu saham dapat digunakan sebagai tolak ukur nilai perusahaan yang sebenarnya. Hal tersebut disebabkan karena harga pasar saham yang mengandung harapan mengenai masa depan suatu perusahaan. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang investasi. Adanya peluang investasi dapat memberi sinyal positif tentang kondisi perusahaan di masa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Namun dalam penelitian yang dilakukan Hariati dan Rihatiningtyas (2015) mengungkapkan bahwa pengukuran nilai perusahaan yang di dasarkan nilai pasar ekuitas ini di anggap kurang representatif sehingga investor harus dapat mempertimbangkan

pengukuran nilai perusahaan lainnya yang lebih representatif. Pengukuran nilai perusahaan yang dapat digunakan yaitu melalui rasio Tobins'Q yang mana rasio ini merupakan penggabungan antara nilai buku dengan nilai pasar ekuitas. Peningkatan nilai perusahaan dengan nilai pasar seringkali dianggap sebagai pemicu konflik keagenan, dimana pihak *agent* tidak lagi mengutamakan kesejahteraan pihak *principal* dalam proses meningkatkan nilai perusahaan, melainkan pihak *agent* seringkali lebih mengutamakan kepentingan pribadi.

5. Struktur Modal

Struktur modal yaitu suatu bagian dari struktur keuangan yang mencerminkan perimbangan antara seluruh modal eksternal dengan modal sendiri (Riyanto dalam Hermuningsih, 2014). Menurut Brigham dan Houston, (2001) dalam Hermuningsih (2014) ada beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal, yaitu stabilitas penjualan, struktur aktiva, dan *leverage* operasi. Selain dari faktor-faktor tersebut, faktor penentu struktur modal yang lain adalah tingkat pertumbuhan, profitabilitas dan juga sikap manajemen.

Masih terkait dengan manajemen, variabel lain yang turut berpengaruh terhadap struktur modal adalah sikap pemberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat. Tanpa memperhatikan analisis para manajer atas faktor-faktor penggunaan hutang yang tepat bagi perusahaan, sikap

pemberi pinjaman dan perusahaan penilai peringkat sering kali memengaruhi keputusan struktur keuangan.

Kondisi di pasar saham dan pasar obligasi yang mengalami perubahan baik jangka pendek maupun jangka panjang, akan sangat berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan yang optimal, sementara kondisi internal perusahaan juga berpengaruh terhadap struktur modal yang ditargetkan. Yang terakhir, mempertahankan fleksibilitas keuangan, jika dilihat dari sudut pandang operasional berarti memertahankan kapasitas cadangan yang memadai, dan ini akan berpengaruh terhadap pilihan struktur modal yang dianggap optimal bagi perusahaan.

6. *Multiple Large Shareholder Structure*

Perusahaan dikatakan memiliki *multiple large shareholder structure*, apabila perusahaan tersebut memiliki satu atau lebih pemegang saham besar dengan kepemilikan lebih dari 10% selain pemegang saham terbesarnya (Attig. *et al*, 2009). Dalam hal ini *multiple large shareholder structure* dapat memainkan peran *corporate governance* dalam melakukan pemantauan yang efektif terhadap pemegang saham terbesarnya, sehingga dapat mengurangi kemungkinan terjadinya pembagian keuntungan pribadi (*private profit diversion*) dan akan meningkatkan nilai perusahaan.

Namun dalam penelitian Zwiebel dalam Haryono (2015) menunjukkan bahwa keberadaan *multiple large shareholder structure* rentan untuk saling bersekongkol satu sama lain dalam mendapatkan pembagian keuntungan pribadi, sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan. Tetapi keberadaan *multiple large shareholder structure* dalam suatu perusahaan dapat berperan melakukan pengawasan dalam mengurangi konflik antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Karena pengendalian dengan *multiple large shareholder structure* menjadi lebih efisien, ketika kepemilikan saham terdistribusi secara merata diantara pemegang saham mayoritas.

7. Kepemilikan Institusional

Menurut teori keagenan, keberadaan kepemilikan institusional di suatu perusahaan dipandang sebagai mekanisme peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap keputusan yang diambil oleh pihak manajemen. Dalam hal ini dikarenakan para investor institusional akan ikut terlibat dalam pengambilan keputusan yang strategis sehingga tidak mudah percaya terhadap tindakan manipulasi perusahaan. Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar mengindikasikan kemampuannya untuk memonitor manajemen. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien pemanfaatan aset perusahaan dan diharapkan juga dapat bertindak

sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan oleh manajemen.

8. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasinya selama periode tertentu. Bagi perusahaan meningkatkan profitabilitas merupakan suatu keharusan agar saham perusahaan tetap menarik bagi investor. Para investor akan melakukan *overview* suatu perusahaan dengan melihat rasio keuangan sebagai alat evaluasi dalam melakukan investasi, karena rasio keuangan mencerminkan tinggi rendahnya nilai perusahaan. Apabila investor ingin melihat seberapa besar tingkat pengembalian yang diberikan perusahaan atas investasi yang mereka tanamkan, maka yang pertamakali harus dilihat yaitu rasio profitabilitas, terutama ROE karena rasio ini mengukur seberapa efektif perusahaan dalam menghasilkan *return* bagi para investor.

ROE merupakan rasio yang menunjukkan tingkat pengembalian yang diperoleh pemilik saham atas investasi di suatu perusahaan. Semakin tinggi ROE menunjukkan semakin tinggi tingkat pengembalian terhadap investasi yang dilakukan semakin rendah ROE maka semakin rendah pula tingkat pengembaliannya. Naiknya rasio ROE dari tahun ke tahun pada perusahaan berarti terjadi adanya kenaikan laba bersih dari suatu perusahaan. Naiknya laba bersih dapat dijadikan

salah satu indikasi bahwa nilai perusahaan juga naik karena naiknya laba bersih sebuah perusahaan yang bersangkutan akan menyebabkan harga saham yang berarti juga kenaikan dalam nilai perusahaan (Analisa, 2011).

9. Ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan merupakan gambaran seberapa banyak aset yang dimiliki suatu perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin banyak pula aset yang dimiliki perusahaan. Menurut Sujoko dan Soebiantoro (2007), ukuran perusahaan (*firm size*) yang besar menunjukkan perusahaan mengalami perkembangan sehingga investor akan merespon positif dan nilai perusahaan akan meningkat. Nilai perusahaan yang meningkat dapat ditandai dengan total aset perusahaan yang mengalami kenaikan dan lebih besar dibandingkan dengan jumlah hutang perusahaan.

10. Umur Perusahaan

Menurut Haryono, dkk (2015) definisi umur perusahaan adalah seberapa lama perusahaan tersebut *listing* di bursa efek atau pasar modal dan mempunyai tujuan untuk memperoleh profit yang optimal agar perusahaan dapat bersaing dengan perusahaan pesaing. Dengan mengetahui umur dari suatu perusahaan tersebut, maka akan diketahui pula bagaimana perusahaan tersebut tetap bertahan dalam dunia bisnis.

Semakin lama atau tua umur perusahaan dapat bertahan, maka kemungkinan perusahaan untuk mengembalikan investasi akan semakin besar dikarenakan lebih banyak pengalaman bisnis perusahaan, dan perusahaan akan lebih mengetahui tantangan serta kondisi dunia bisnis yang nyata, sehingga kinerja dari perusahaan tersebut akan lebih meningkat dan lebih memiliki kredibilitas yang tinggi.

B. Penelitian Terdahulu dan Penurunan Hipotesis

a. Struktur Modal dan Nilai Perusahaan

Struktur modal perusahaan menggambarkan perbandingan antara jumlah hutang dan modal ekuitas yang digunakan oleh perusahaan. Suatu perusahaan yang memperoleh sumber pedanaan berasal dari hutang maka perusahaan harus memikirkan bagaimana cara membayar hutang dan bunga atas hutang tersebut. Model *trade-off* mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan *trade-off* dari keuntungan pajak dengan menggunakan hutang, dan dengan biaya yang akan timbul dari penggunaan utang tersebut. Esensi *trade-off theory* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan antara manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat dari penambahan hutang lebih besar, maka penambahan hutang tersebut masih diperkenankan.

Dalam teori *trade off* jika struktur modal dibawah titik optimal maka penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan.

Sedangkan jika posisi struktur modal diatas titik optimal maka penggunaan utang akan menurunkan nilai perusahaan. Hal tersebut terjadi karena perusahaan akan terancam mengalami kebangkrutan yang disebabkan oleh hutang yang tidak terbayar. Dalam kasus ini diperlukan peran manajemen yang baik agar tercipta keseimbangan antara pelunasan utang serta dapat mengoptimalkan penggunaan utang tersebut. Struktur modal yang optimal yaitu apabila utang dan ekuitas dapat dikombinasikan untuk membuat harga saham menjadi maksimal Hermuningsih (2014).

Penelitian yang dilakukan oleh Azhar (2016), Agnes (2013), serta Kusumajaya (2011) menyatakan adanya pengaruh positif. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Sulistiono (2010) menyatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, karena tinggi rendahnya *debt equity ratio* akan mempengaruhi penilaian investor.

Dengan demikian, penelitian ini menganggap bahwa struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H₁: Struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

b. *Multiple Large Shareholder Structure* dan Nilai Perusahaan

Perusahaan dikatakan memiliki *multiple large shareholder structure*, apabila perusahaan tersebut memiliki satu atau lebih pemegang saham besar dengan kepemilikan lebih dari 10% selain pemegang saham terbesarnya (Attig. *et al*, 2009). Perusahaan yang memiliki *multiple large*

shareholder structure dapat memainkan peran *corporate governance* dalam melakukan pemantauan yang efektif terhadap pemegang saham terbesarnya, sehingga dapat mengurangi kemungkinan pemegang saham terbesar melakukan tindakan yang mementingkan diri sendiri sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan.

Dengan adanya keberadaan *multiple large shareholder structure* dalam suatu perusahaan dapat berperan melakukan pengawasan dalam mengurangi konflik antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas. Hal tersebut sejalan penelitian Attig, *et al.* (2009) yang menemukan bahwa keberadaan *multiple large shareholder structure* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian Haryono, dkk (2015) menyatakan bahwa *multiple large shareholder structure* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Dengan demikian, penelitian ini menganggap bahwa *multiple large shareholder structure* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H₂: *Multiple large shareholder structure* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

c. **Kepemilikan Institusional dan Nilai Perusahaan**

Dengan adanya pemantauan yang lebih efektif dari kepemilikan institusional terhadap manajer, dapat mendorong dan mendisiplinkan kinerja manajemen, sehingga manajer akan berusaha meningkatkan

kesejahteraan pemegang saham dan nilai perusahaan. Semakin besar saham yang dimiliki oleh investor institusional, maka semakin besar kekuatan suara dan dorongan institusi keuangan untuk mengawasi manajemen sehingga akan memberikan dorongan yang lebih besar untuk mengoptimalkan kinerja perusahaan yang berdampak meningkatnya nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Damayanti dan Suartana (2014), Apriada dan Suardhika (2016), serta Haryono, dkk (2015) menyatakan adanya pengaruh positif antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan. Sedangkan berbeda dengan penelitian yang dilakukan Hariati dan Rihatiningtyas (2015), yang menyatakan tidak ada pengaruh positif antara kepemilikan institusional dengan nilai perusahaan.

Dengan demikian, penelitian ini menganggap bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:
H₃: Kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

d. Profitabilitas dan Nilai Perusahaan

Profitabilitas merupakan tingkat keuntungan bersih yang mampu diraih oleh perusahaan pada saat menjalankan operasinya selama periode tertentu. Rasio profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva

maupun modal sendiri (Sartono, 2010:122). Bagi perusahaan meningkatkan profitabilitas merupakan suatu keharusan agar saham yang ada dalam perusahaan tetap menarik bagi investor. Para investor akan melakukan *overview* suatu perusahaan dengan melihat rasio keuangan sebagai alat evaluasi dalam melakukan investasi, karena rasio keuangan mencerminkan tinggi rendahnya nilai perusahaan. Apabila investor ingin melihat seberapa besar perusahaan menghasilkan *return* atas investasi yang mereka tanamkan, maka yang pertamakali harus dilihat yaitu rasio profitabilitas, terutama ROE karena rasio ini mengukur seberapa efektif perusahaan dalam menghasilkan *return* bagi para investor.

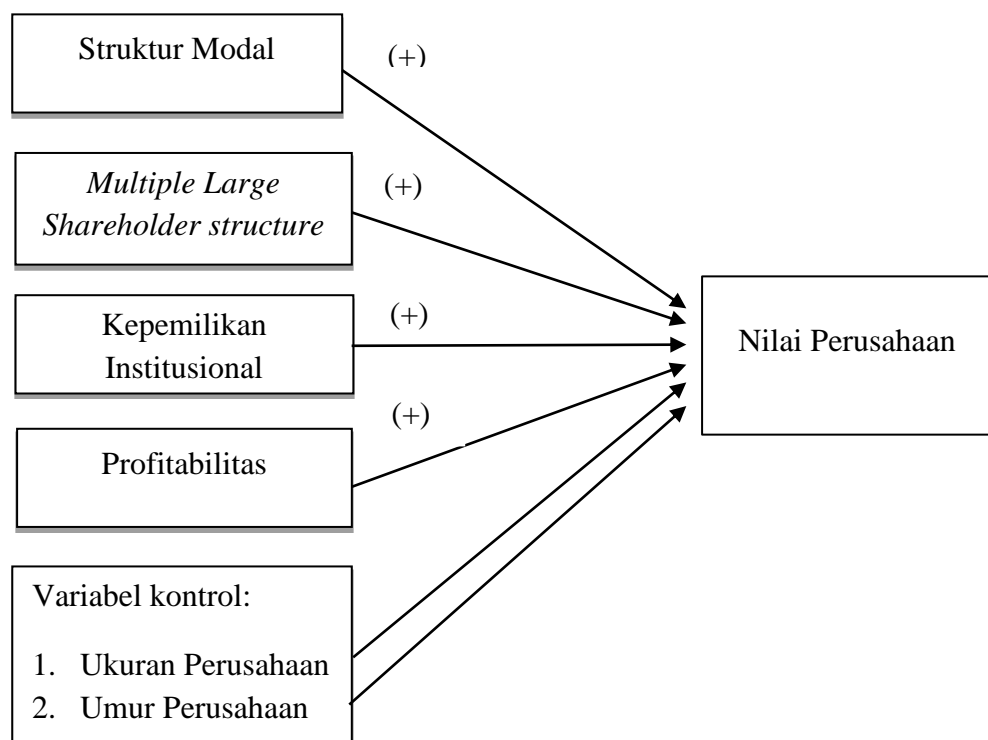
Penelitian yang dilakukan oleh Nurmayasari (2012), Kusumajaya (2011), serta Pasaribu dan Sulasmiyati (2016), variabel profitabilitas yang diukur dengan *return on equity* (ROE). Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Noviyanto (2008) profitabilitas yang diukur dengan *return on equity* (ROE), menunjukkan bahwa ROE tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

Dengan demikian, penelitian ini menganggap bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Oleh karena itu, hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

H₄: Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

C. Model Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan. Faktor-faktor tersebut terdiri dari 4 variabel independen dan 2 variabel kontrol. Variabel independennya terdiri dari struktur modal, *multiple large shareholder structure*, kepemilikan institusional, dan profitabilitas. Sedangkan variabel kontrolnya yaitu ukuran perusahaan dan umur perusahaan. Model penelitian dalam penelitian ini dapat digambarkan sebagai berikut:



Sumber: Dikembangkan oleh peneliti, 2017

Gambar 2.1
Model Penelitian