

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Nilai Perusahaan

Tujuan utama yang harus dicapai oleh perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melalui maksimalisasi nilai perusahaan (Sartono, 2016: 8). Maksimalisasi nilai sekarang merupakan salah satu cara untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham dengan harapan memperoleh keuntungan dimasa yang akan datang. Laba per lembar saham, rasio laba terhadap harga per lembar saham, tingkat bunga bebas risiko yang diukur dari tingkat bunga deposito pemerintah dan tingkat kepastian operasi perusahaan merupakan beberapa faktor yang dapat mempengaruhi harga saham yang berada dipasar modal. Jika harga saham yang dimiliki pemegang saham meningkat maka kemakmuran pemegang saham juga akan meningkat karena harga saham menunjukkan nilai perusahaan (Sartono, 2016: 8).

Tingkat keberhasilan perusahaan dapat dilihat dari harga saham perusahaan. Harga saham yang tinggi mencerminkan nilai perusahaan yang tinggi sehingga hal ini mampu meningkatkan kepercayaan investor pada prospek perusahaan dimasa yang akan datang (Sujoko dan Soebiantoro, 2007).

Rasio keuangan yang dapat digunakan untuk mengukur nilai perusahaan adalah rasio PBV (*Price Book Value*). *Price book value* (PBV)

dapat digunakan untuk mengukur seberapa besar harga saham yang ada dipasar dibandingkan dengan nilai buku sahamnya. Semakin tinggi rasio PBV maka semakin tinggi tingkat kekayaan yang dimiliki oleh pemegang saham.

2. Struktur Modal

Struktur modal didefinisikan sebagai perimbangan antara jumlah utang jangka panjang, utang jangka pendek, saham biasa dan saham preferen. Struktur modal digunakan untuk membentuk sisi kanan neraca yang terdiri dari modal dan hutang perusahaan.

Struktur modal perusahaan bisa berubah sesuai dengan kondisi perusahaan. Manajemen harus memiliki struktur modal yang spesifik untuk mengatasi ketidakpastian yang ada dilingkungan bisnis. Pihak manajemen akan terus meningkatkan jumlah utang jika utang saat ini masih berada dibawah tingkat utang sasaran. Komposisi utang dan modal perusahaan didalam struktur modal bisa diukur menggunakan *debt to equity ratio* (DER) (Sartono, 2016: 121).

Menentukan struktur modal perusahaan adalah tanggung jawab pihak manajer keuangan. Manajer keuangan bertugas dalam membuat keputusan investasi, keputusan deviden dan keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan merupakan keputusan manajer keuangan dalam menentukan sumber-sumber pendanaan perusahaan.

Bentuk struktur modal perusahaan harus dipertimbangkan oleh manajer keuangan. Struktur modal perusahaan adalah kombinasi antara risiko dan tingkat pengembalian yang diharapkan oleh pihak yang berkepentingan. Jika

perusahaan menggunakan utang yang tinggi maka akan meningkatkan risiko yang ditanggung perusahaan dan para pemegang saham. Selain itu, utang yang tinggi akan meningkatkan ekspektasi atas *return* yang diharapkan.

Struktur modal yang optimal bisa dicapai dengan menyetarakan keuntungan perlindungan pajak dengan beban biaya sebagai akibat dari penggunaan utang yang semakin besar. Semakin besar jumlah utang maka semakin besar pula perlindungan pajak yang akan diperoleh (Sartono, 2016: 230).

a. Pendekatan Modigliani-Miller (MM)

MM memperkenalkan beberapa asumsi dari teori struktur modal sebagai berikut (Sartono, 2016: 230):

- 1) Risiko bisnis perusahaan bisa diukur dengan standar deviasi laba sebelum bunga dan pajak, dan perusahaan yang memiliki risiko bisnis sama dikelompokkan kedalam kelas yang sama.
- 2) Investor mempunyai harapan dan peluang yang sama mengenai tingkat laba dan tingkat risiko perusahaan.
- 3) Saham dan obligasi diperdagangkan di pasar modal sempurna.

MM menyatakan teori struktur modal dengan asumsi perusahaan dikenakan pajak pendapatan. Menurut teori MM dengan kondisi adanya pajak penghasilan, perusahaan yang memiliki utang memiliki nilai yang lebih tinggi dibanding dengan perusahaan yang tidak memiliki utang. Pembayaran bunga dari utang akan mengurangi pembayaran pajak sehingga laba operasi semakin besar (Sartono, 2016: 236).

Dengan adanya asumsi ini, maka MM mengajukan 3 preposisi, diantaranya adalah sebagai berikut:

1) Preposisi I

Perusahaan yang memiliki utang akan melakukan pembayaran bunga sebelum dikenai biaya pajak. Sedangkan perusahaan yang menggunakan modal sendiri akan dikenai biaya pajak. Perusahaan yang memiliki leverage akan mendapat penghematan pajak dari biaya bunga yang dibayarkan terlebih dahulu sehingga laba perusahaan akan menjadi lebih besar.

2) Preposisi II

Teori MM menjelaskan bahwa biaya modal sendiri akan meningkat dengan tingkat kenaikan yang semakin kecil. Sehingga biaya modal rata-rata tertimbang akan menurun lalu mengalami kenaikan pada tingkat tertentu (Sartono, 2016: 238).

3) Preposisi III

Seperti pada kondisi tidak kena pajak, MM berpendapat bahwa investasi bisa dilakukan oleh perusahaan selama memenuhi persyaratan.

3. Profitabilitas

Profitabilitas merupakan kemampuan suatu perusahaan dalam menghasilkan laba pada tingkat penjualan, total aktiva dan modal sendiri (Sartono, 2016: 122). Rasio profitabilitas merupakan rasio yang sangat penting bagi investor karena profitabilitas menggambarkan kinerja

perusahaan, sehingga investor dapat melihat seberapa efisien perusahaan mampu melaksanakan kegiatan bisnis. Semakin tinggi tingkat profitabilitas yang dimiliki oleh perusahaan maka semakin menarik perusahaan tersebut dimata investor.

4. Kepemilikan Manajerial

Menurut teori akuntansi, Motivasi manajemen perusahaan sangat menentukan manajemen laba. Besarnya manajemen laba ditentukan oleh adanya motivasi yang berbeda. Manajer yang sekaligus berperan sebagai pemegang saham tentu akan menghasilkan manajemen laba yang berbeda dengan manajer yang tidak berperan sebagai pemegang saham. Hal ini sesuai dengan sistem pengelolaan perusahaan dalam dua kriteria:

- a. Perusahaan yang dipimpin oleh pemilik dan manajer (*owner-manager*)
- b. Perusahaan yang dipimpin oleh non pemilik dan manajer (*non owner-manager*).

Berdasarkan dua kriteria diatas, akan mempengaruhi pengambilan keputusan dan kebijakan terhadap metode akuntansi pada perusahaan yang dikelola. Secara umum tindakan manajemen laba dapat ditentukan oleh prosentase tertentu kepemilikan saham oleh pihak manajemen (Boediono, 2005).

5. Agency Theory

Suatu bentuk kontrak antara *principal* dan *agen* disebut dengan hubungan keagenan. Hubungan keagenan adalah pemisahan antara pihak pemilik (*principal/investor*) dengan pihak pengendali (*agent/manajer*)

(Darmawati et al., 2005). Kepemilikan diwakili oleh investor yang memberikan kewenangan kepada *agen* atau manajer untuk mengelola kekayaan investor. Investor memiliki harapan dengan memberikan wewenang pengelolaan maka investor akan memperoleh keuntungan dengan bertambahnya kekayaan dan kemakmuran.

Tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melalui maksimalisasi harga saham (Sartono, 2016: 8). Kenyataannya tidak sedikit manajer yang memiliki tujuan yang bertentangan dengan tujuan perusahaan. Konflik kepentingan ini disebut dengan konflik keagenan. Konflik keagenan biasa terjadi pada *agen/manajemen* dengan *principal/investor*.

Konflik keagenan terjadi pada perusahaan yang manajernya memiliki saham kurang dari seratus persen saham perusahaan (Sartono, 2016: 11). Manajer bukannya memaksimalkan kemakmuran pemegang saham namun manajer akan memperbesar skala perusahaan dengan tujuan memaksimalkan kemakmuran pihak manajer.

B. Hasil Penelitian Terdahulu

Penelitian Pratama dan Wirawati (2016) dengan judul Pengaruh Struktur Modal dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Manajerial sebagai Pemoderasi menggunakan alat analisis regresi berganda diperoleh hasil (1) Struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. (2) Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai

perusahaan. (3) Kepemilikan manajerial sebagai variabel moderasi tidak berpengaruh terhadap hubungan struktur modal dengan nilai perusahaan. (4) Kepemilikan manajerial mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Pramana dan Mustanda (2016) dengan judul Pengaruh Profitabilitas dan *Size* terhadap Nilai Perusahaan dengan CSR sebagai Variabel Pemoderasi menggunakan alat analisis uji nilai selisih mutlak diperoleh hasil (1) Profitabilitas secara signifikan berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan. (2) Ukuran Perusahaan secara signifikan berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan. (3) *Corporate Social Responsibility* (CSR) secara signifikan berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan. (4) CSR mampu memoderasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan. (5) CSR tidak mampu memoderasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Novari dan Lestari (2016) dengan judul Pengaruh Ukuran Perusahaan, *Leverage*, dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan Pada Sektor Properti dan *Real Estate* menggunakan alat analisis regresi linier berganda diperoleh hasil (1) Ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. (2) *Leverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. (3) Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Rudangga dan Sudiarta (2016) dengan judul Pengaruh Ukuran Perusahaan, *Leverage* dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan menggunakan alat analisis regresi linier berganda diperoleh hasil (1) Ukuran

perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. (2) *Leverage* berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. (3) Profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Manoppo dan Arie (2016) dengan judul Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan Otomotif yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2014 menggunakan alat analisis regresi linier berganda diperoleh hasil (1) Struktur Modal dan Profitabilitas yang diukur dengan ROI berpengaruh terhadap Nilai perusahaan. (2) Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas yang diukur dengan NPM dan ROE tidak berpengaruh terhadap Nilai perusahaan.

Penelitian Afidah (2014) dengan judul Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Manajerial sebagai Variabel Moderating menggunakan alat analisis uji regresi linear berganda diperoleh hasil (1) Kinerja keuangan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. (2) Kepemilikan manajerial dapat memoderasi pengaruh hubungan kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Dani (2014) dengan judul Pengaruh *Earnings Per Share*, Struktur Modal, *Return On Equity*, dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia menggunakan alat analisis regresi linier berganda diperoleh hasil (1) *Earnings per share* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. (2) Struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. (3) *Return on equity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai

perusahaan. (4) Nilai perusahaan *equity* berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Samisi dan Ardiana (2013) dengan judul Pengaruh Struktur Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Manajerial sebagai Variabel Moderasi menggunakan alat analisis model regresi diperoleh hasil (1) Struktur pendanaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. (2) Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif namun tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. (3) Kepemilikan manajerial tidak mampu memoderasi hubungan antara struktur pendanaan dengan nilai perusahaan.

Penelitian Putra dan Wirawati (2013) dengan judul Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Hubungan antara Kinerja dengan Nilai Perusahaan menggunakan alat analisis regresi linier berganda diperoleh hasil (1) ROA berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. (2) Kepemilikan manajerial mampu mempengaruhi hubungan antara kinerja dengan nilai perusahaan, dalam hal ini kepemilikan manajerial memperkuat hubungan antara kinerja dengan nilai perusahaan.

Penelitian Adnyana (2013) dengan judul Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap hubungan antara Kinerja dengan Nilai Perusahaan menggunakan alat analisis regresi linear berganda diperoleh hasil (1) ROA berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan (2) Kepemilikan manajerial mampu memoderasi pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan dimana kepemilikan manajerial memperkuat pengaruh kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Utami (2011) dengan judul Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan dengan Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* dan *Good Corporate Governance* sebagai Variabel Pemoderasi menggunakan alat analisis regresi berganda atau MRA diperoleh hasil (1) kinerja keuangan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. (2) *Corporate Social Responsibility* berpengaruh terhadap hubungan kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan. (3) *Good Corporate Governance* berpengaruh terhadap hubungan kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan

Penelitian Rahayu (2010) dengan judul Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan dengan Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* dan *Good Corporate Governance* sebagai Variabel Pemoderasi menggunakan alat analisis regresi linear sederhana untuk hipotesis 1 dan analisis regresi linear berganda dengan uji *Moderated Regression Analysis* (MRA) untuk hipotesis 2 dan 3 diperoleh hasil (1) ROE tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. (2) CSR tidak mampu memoderasi hubungan antara ROE terhadap nilai perusahaan. (3) Kepemilikan manajerial bukan merupakan variabel moderating yang mampu memoderasi hubungan antara ROE dan nilai perusahaan.

Penelitian Siahaan (2010) dengan judul Pengaruh Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan dengan Pengungkapan *Corporate Social Responsibility* dan *Good Corporate Governance* sebagai Variabel Pemoderasi menggunakan alat analisis regresi linier berganda diperoleh hasil (1) ROA berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. (2) CSR merupakan variabel

pemoderasi dalam kaitannya dengan ROA dan nilai perusahaan. (3) Kepemilikan manajerial bukan merupakan variabel pemoderasi.

Penelitian Wahidahwati (2002) dengan judul Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan : Sebuah Perspektif Theory Agency, menggunakan alat analisis regresi linier berganda diperoleh hasil (1) Kepemilikan manajerial berpengaruh secara signifikan terhadap rasio utang. (2) Kepemilikan institusional berpengaruh secara signifikan terhadap rasio utang.

C. Hipotesis

1. Struktur modal terhadap nilai perusahaan

Struktur modal yang tepat akan mempengaruhi posisi keuangan perusahaan. Penggunaan hutang atau *leverage* akan memberikan keuntungan kepada perusahaan berupa efisiensi pajak. Perusahaan yang menggunakan utang akan dikenakan biaya bunga sehingga tidak terkena pajak. Hal ini sesuai dengan teori MM ketika terjadi efisiensi pajak maka laba operasi menjadi lebih besar. Laba yang besar akan menarik minat investor untuk menanamkan saham pada perusahaan tersebut sehingga terjadi hukum permintaan yang akan menaikkan harga saham. Kenaikan harga saham merupakan cerminan dari kenaikan nilai perusahaan.

Berdasarkan penelitian terdahulu menurut Pratama dan Wirawati (2016) menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian dari Samisi

dan Ardiana (2013) dan Rudangga dan Sudiarta (2016) yang menyatakan bahwa struktur pendanaan dan *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan kajian teoritis dan empiris maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H1 : Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan

2. Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Profitabilitas merupakan rasio yang diperhatikan oleh para investor. Return on Assets (ROA) digunakan untuk melihat seberapa jauh perusahaan dapat menghasilkan laba dengan jumlah aset yang dimiliki perusahaan tersebut. Perusahaan yang memiliki nilai ROA yang tinggi diartikan bahwa perusahaan tersebut mampu mengelola asetnya dengan baik sehingga menghasilkan laba yang tinggi. Perusahaan yang memiliki nilai ROA tinggi akan menarik minat investor untuk berinvestasi.

Penelitian terdahulu menurut Pratama dan Wirawati (2016) menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini didukung dengan hasil penelitian dari Pramana dan Mustanda (2016), Novari dan Lestari (2016) dan Rudangga dan Sudiarta (2016) yang menyatakan bahwa profitabilitas secara signifikan berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan. Berdasarkan kajian teoritis dan empiris maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H2 : Profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan

3. Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Manajerial sebagai Variabel Moderasi

Peningkatan struktur kepemilikan saham oleh manajemen dapat membantu mengatasi konflik keagenan antara *principal* dan *agen*. Teori keagenan menyebutkan bahwa adanya pemisah antara *agen* dan *principal* dimana *agen* diwakili oleh manajer dan *principal* diwakili oleh investor. Manajer memiliki peran ganda yakni sebagai pemilik perusahaan dan manajer perusahaan. Perusahaan dapat melakukan pengawasan dan kontrol apakah pihak manajemen beroperasi sesuai dengan kepentingan perusahaan dengan cara meningkatkan utang pada jumlah tertentu terhadap modal sendiri. Manajemen yang merangkap sebagai pemilik modal akan berusaha meningkatkan nilai perusahaan sebab nilai kekayaan manajemen sebagai pemilik modal akan meningkat jika nilai perusahaan juga meningkat sehingga manajer akan lebih berhati-hati dalam menentukan keputusan pendanaan sebab manajemen juga ikut menanggung risiko apabila nilai perusahaan menjadi turun.

Wahidahwati (2002) menyatakan konflik keagenan bisa diminimalkan dengan sistem pengawasan yang dapat menyamakan antara kepentingan *agen* dan *principal* dengan meningkatkan struktur modal perusahaan melalui utang dan peningkatan kepemilikan saham oleh pihak manajemen. Berdasarkan penjelasan diatas dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan sehingga diharapkan mampu memoderasi

pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan kajian teoritis dan empiris maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3 : Kepemilikan manajerial mampu memoderasi secara positif pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan

4. Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan dengan Kepemilikan Manajerial sebagai Variabel Moderasi

Teori keagenan menyebutkan bahwa adanya konflik dalam hubungan *principal* dan *agen* yang disebut dengan konflik keagenan. Kepemilikan saham bagi pihak manajemen merupakan program yang memungkinkan partisipasi pihak manajemen untuk memiliki saham perusahaan. Pihak manajemen (manajer, direktur atau komisaris) akan memiliki kesempatan untuk ikut serta memiliki saham perusahaan yang bertujuan untuk mensterilkan dengan pemegang saham (Mirah, 2014). Kepemilikan manajerial merupakan bentuk dari mekanisme GCG yang diyakini mampu mengurangi konflik keagenan. Sehingga hal tersebut akan memberikan pengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan. Hal ini disebabkan oleh adanya kontrol yang mereka miliki. Dengan adanya motivasi tersebut, maka manajer akan berusaha semaksimal mungkin untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

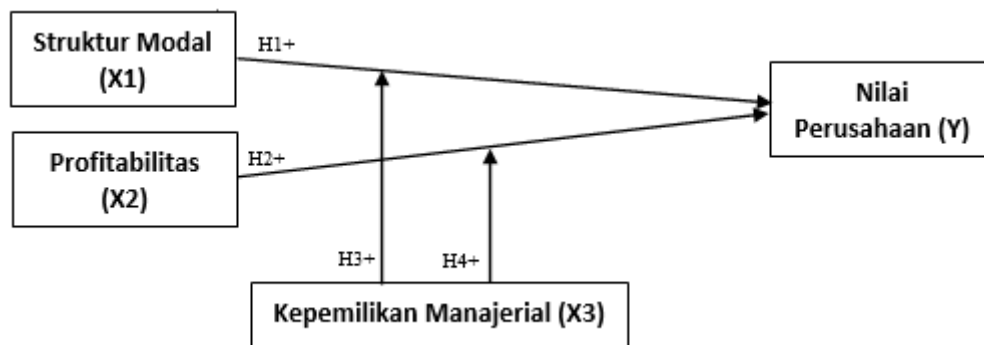
Menurut Pratama dan Wirawati (2016) kepemilikan manajerial mampu memoderasi hubungan antara profitabilitas dengan nilai perusahaan. Adnyana (2013) menemukan bahwa kepemilikan manajerial mampu mempengaruhi hubungan antara kinerja (ROA) dengan nilai perusahaan.

Sejalan dengan Adnyana, Anindyati (2011) dan Rahayu (2010) menyatakan pengaruh pengungkapan *Good Corporate Governance* yang diproksikan oleh kepemilikan manajerial sebagai variabel moderating berpengaruh terhadap hubungan kinerja keuangan yang diproksikan dengan ROA dan ROE pada nilai perusahaan. Berdasarkan kajian teoritis dan empiris maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H4 : Kepemilikan manajerial mampu memoderasi secara positif pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

D. Model Penelitian

Berdasarkan kerangka pemikiran dan penurunan hipotesis, maka model penelitian adalah sebagai berikut:



Gambar 2.1.
Model Penelitian