BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Teori Struktur Modal (*Capital Structure Theory*)

Salah satu keputusan penting yang harus diambil oleh seorang manajer keuangan adalah bagaimana perusahaan memperoleh modal untuk memenuhi kebutuhan investasinya. Modigliani dan Miller (1958) dalam Sartono (2014) memperkenalkan salah satu teori yang sangat spektakuler mengenai teori manajemen keuangan modern, yang menemukan bahwa struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan. Penemuan tersebut tentu memunyai pengaruh yang sangat besar khususnya dikalangan asosiasi manajemen keuangan. Modigliani dan Miller mengawali dengan hipotesis yang teliti tentang pasar modal yang efisien. Selanjutnya, Modigliani dan Miller menggunakan satu proses arbitrase (praktik untuk memperoleh keuntungan dari perbedaan harga yang sering terjadi di antara dua pasar keuangan) untuk membuktikan bahwa struktur modal tidak relevan.

Modigliani dan Miller (1958) dalam Sartono (2014) membuktikan bahwa nilai perusahaan ternyata lebih tinggi apabila menggunakan utang dibandingkan dengan nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang. Dengan demikian, investor yang memunyai saham pada perusahaan yang didanai menggunakan utang dapat menambah pendapatannya dengan cara

menjual saham tersebut dan menggunakan dananya untuk membeli saham pada perusahaan yang tidak memunyai utang. Dampak adanya transaksi tersebut tentu akan menyebabkan turunnya harga saham yang memunyai utang, sedangkan harga saham perusahaan yang tidak memunyai utang menjadi naik. Proses tersebut baru akan terhenti apabila harga kedua saham itu sama. Berdasarkan penelitian Modigliani dan Miller (1958) dalam Sartono (2014) menyatakan bahwa harga saham tidak ditentukan oleh struktur modal.

Modigliani dan Miller (1963) dalam Sartono (2014) memublikasikan paper kedua dengan memerhatikan pajak. Struktur modal memengaruhi nilai perusahaan atau harga saham dengan adanya pajak. Semakin tinggi harga saham berarti semakin tinggi penggunaan utang. Hal ini dikarenakan *return* (pengembalian) kepada pemegang saham dibayar dari pendapatan setelah pajak dan *return* (pengembalian) kepada kreditur dibayar dari pendapatan sebelum pajak. Dengan demikian, penggunaan utang menyebabkan pendapatan setelah pajak yang ada untuk pemegang saham menjadi lebih besar daripada apabila perusahaan tidak menggunakan utang.

Kemudian beberapa penelitian selanjutnya mencoba mengevaluasi penelitian Modigliani dan Miller ini dan merumuskan bahwa perusahaan yang menggunakan utang memang akan memaksimalkan nilai perusahaan, apabila struktur modal berada di bawah titik optimal. Struktur modal yang menggunakan perbandingan utang dalam jumlah besar akan menurunkan

nilai perusahaan. Hal ini dikarenakan biaya yang timbul dari penggunaan utang tersebut lebih besar daripada manfaat yang didapatkan dari penggunaan utang. Penggunaan utang sebenarnya lebih baik apabila struktur modalnya berada di bawah titik optimal, tetapi utang dalam jumlah yang besar tidak baik bagi perusahaan karena akan menimbulkan risiko perusahaan tidak dapat mengembalikan pinjaman ke kreditur dan mengalami kebangkrutan.

2. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Suatu hal penting dalam manajemen keuangan, bahwa tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang diartikan sebagai memaksimalkan harga saham. Akan tetapi, dalam kenyataannya tidak jarang manajer memunyai tujuan lain yang mungkin berlawanan dengan tujuan utama tersebut. Lantaran manajer diangkat oleh pemegang saham, maka idealnya manajer akan melakukan tindakan yang terbaik untuk kepentingan pemegang saham, tetapi dalam praktiknya sering terjadi konflik. Konflik kepentingan antar agen dinamakan masalah keagenan. Hubungan antar agen terjadi ketika satu orang atau lebih yang disebut prinsipal (pemegang saham) mengangkat satu orang atau lebih orang lain yang disebut agen (manajer) untuk melakukan tindakan atas nama pemegang saham yang memberikan kekuasaan kepada manajer dalam mengambil keputusan. Masalah keagenan umumnya terjadi antara

manajer dengan pemegang saham atau antara kreditur dengan pemegang saham (Sartono, 2014).

Masalah keagenan berpotensi terjadi dalam perusahaan yang mana manajernya memunyai saham perusahaan kurang dari seratus persen. Di perusahaan perseorangan, pemilik sekaligus sebagai manajer akan senantiasa bertindak untuk memaksimalkan kemakmurannya dan meminimalkan pengeluaran yang tidak diperlukan. Akan tetapi, apabila pemilik perusahaan kemudian menjual sebagian saham kepada investor lain maka akan menimbulkan masalah keagenan. Di perusahaan besar masalah keagenan sangat berpotensi terjadi karena perbandingan kepemilikan perusahaan oleh manajer relatif kecil. Akan tetapi, kenyataannya tidak jarang tindakan manajer bukan untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melainkan untuk memperbesar skala perusahaan dengan cara pengembangan atau membeli perusahaan lain. Semakin besar skala perusahaan maka alasan pertama adalah untuk meningkatkan posisi keamanan manajer dari ancaman akuisisi (pengambilalihan oleh perusahaan lain). Alasan kedua adalah untuk meningkatkan kekuasaan, status, dan gaji manajer. Di samping itu, alasan lain adalah untuk menciptakan kesempatan bagi manajer tingkat menengah dan bawah (Sartono, 2014).

Konflik lain yang berpotensi terjadi pada perusahaan besar adalah antara pemegang saham dan kreditur. Kreditur memunyai hak atas sebagian keuntungan yang didapatkan perusahaan dan sebagian aset

perusahaan ketika dalam masalah kebangkrutan. Untuk itu pemegang saham memegang kendali atas perusahaan yang mungkin akan menentukan profitabilitas dan risiko perusahaan. Kreditur memberikan pinjaman kepada perusahaan dengan tingkat bunga berdasarkan: (a) risiko aset perusahaan saat ini dan waktu yang akan datang dan (b) struktur modal saat ini dan waktu yang akan datang. Faktor-faktor tersebut sangat menentukan risiko aliran kas perusahaan (Sartono, 2014).

3. Nilai Perusahaan (*Firm Value*)

Brigham dan Gapenski (2006) dalam Hermuningsih (2013) menjelaskan bahwa nilai perusahaan merupakan hal yang sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi maka akan disertai dengan tingginya kesejahteraaan pemegang saham. Harga saham suatu perusahaan lebih tinggi berarti nilai perusahaannya juga tinggi. Setiap pemegang saham tentu menghendaki nilai perusahaan yang tinggi, karena nilai yang tinggi menunjukkan bahwa kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Pendapatan pemegang saham dan perusahaan ditunjukkan oleh harga saham yang mencerminkan keputusan investasi, pendanaan (*financing*), dan manajemen aset.

Pandangan investor terhadap keberhasilan suatu perusahaan adalah apabila kemakmuran pemegang saham meningkat, maka nilai perusahaan tersebut tinggi. Kemakmuran pemegang saham ditunjukkan dengan tingkat pengembalian investasi (pembagian dividen dan keuntungan) yang tinggi

atas investasi tersebut kepada para pemegang saham mayoritas maupun minoritas. Apabila para pemegang saham tersebut makmur, berarti nilai perusahaannya maksimal.

Nilai perusahaan adalah pandangan investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang berkaitan dengan harga saham. Semakin tinggi harga saham berarti semakin tinggi tingkat pengembalian terhadap investor. Hal tersebut dapat meningkatkan nilai perusahaan yang berkaitan dengan tujuan utama perusahaan yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham (Sujoko dan Soebiantoro, 2007).

Brigham dan Houston (2011) menjelaskan bahwa untuk menghitung nilai perusahaan selain dari harga saham perusahaan di pasar modal, dapat menggunakan rasio harga pasar saham terhadap nilai buku (*price to book value*). Harga pasar saham terhadap nilai buku (*price to book value*) mencerminkan berapa besar pasar memperhitungkan nilai buku saham perusahaan. Perusahaan yang beroperasi dengan baik, kebanyakan memunyai harga saham terhadap nilai buku (*price to book value*) lebih besar dari satu yang menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar daripada nilai bukunya. Harga pasar saham terhadap nilai buku (*price to book value*) yang tinggi menunjukkan tingkat kemakmuran pemegang saham, yang merupakan tujuan utama setiap perusahaan.

4. *Multiple Large Shareholder Structure* (Struktur Pemegang Saham Besar Lebih dari Satu)

Perusahaan dikatakan memunyai *multiple large shareholder structure* adalah suatu perusahaan yang memunyai lebih dari satu pemegang saham. Dalam hal ini, pemegang saham terbesar atau mayoritas adalah pemegang saham pertama yang memiliki saham terbesar dalam struktur kepemilikan saham, sedangkan pemegang saham terbesar kedua adalah pemegang saham yang terbesar setelah pemegang saham pertama atau mayoritas yang memunyai presentase kepemilikan saham lebih dari 10% dalam struktur kepemilikan saham (Attig, dkk, 2009 dalam Haryono, dkk, 2015). Perusahaan dengan *multiple large shareholder structure* memiliki pemegang saham mayoritas dan minoritas yang memiliki kemampuan dan peranan yang berbeda. Pemegang saham mayoritas (terbesar) memiliki kekuasaan penuh terhadap perusahaan. Pemegang saham mayoritas yang memunyai hak untuk mengangkat pengurus perusahaan serta mengambil keputusan yang penting bagi perusahaan dan menentukan berapa keuntungan yang akan dibagikan sebagai dividen. Akan tetapi, pemegang saham minoritas sama sekali tidak memunyai kekuasaan terhadap perusahaan.

Maury (2005) dalam Haryono, dkk (2015) menjelaskan bahwa berdasarkan hipotesis pengawasan yang efisien (*efficient monitoring hypothesis*), adanya *multiple large shareholder* dapat mencegah terjadinya pengalihan keuntungan (*profit diversion*). Struktur pemegang saham besar

lebih dari satu (*multiple large shareholder structure*) ini memunyai kekuasaan dan dorongan dalam memonitor pemegang saham terbesar (mayoritas) untuk mengambil keuntungan pribadi, kemudian dapat mengurangi terjadinya pembagian keuntungan pribadi (*private profit diversion*). Adanya pengawasan yang efektif membuat para pemegang saham mayoritas bertindak adil terhadap pemegang saham minoritas dalam memutuskan pembagian dividen dan keuntungan secara rutin. Selain itu, adanya *multiple large shareholder* ini maka pemegang saham minoritas akan memperoleh informasi yang lengkap mengenai hal-hal yang terjadi di dalam perusahaan. Attig, dkk (2009) dalam Haryono, dkk (2015) menyatakan bahwa keberadaan *multiple large shareholder structure* dalam sebuah perusahaan mampu bertindak untuk mengurangi terjadinya konflik antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas.

Konflik antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas ini terjadi karena adanya keputusan bersama antara agen (manajer) dan pemegang saham mayoritas (prinsipal) yang dapat menyebabkan kerugian bagi pemegang saham minoritas. Dalam hal ini, manajer cenderung lebih mementingkan diri dengan memperoleh gaji yang besar apabila dapat menghasilkan keuntungan besar atas kinerja perusahaan. Sementara itu, pemegang saham mayoritas tentu memperoleh dividen dalam jumlah yang besar. Akan tetapi, pemegang saham minoritas dirugikan karena mereka tidak dapat menarik modal yang telah

diinvestasikan pada perusahaan, tidak dapat menuntut pembagian dividen, dan tidak memunyai hak atas sebagian keuntungan yang didapatkan perusahaan. Struktur pengendalian dengan *multiple large shareholder* menjadi lebih efektif dan efisien ketika kepemilikan saham terdistribusi secara merata diantara pemegang saham mayoritas (terbesar) sehingga hal tersebut dapat mencegah terjadinya pengalihan keuntungan yang merugikan pemegang saham minoritas (Bennedsen dan Wolfenzon (2000) dalam Haryono, dkk (2015).

5. Struktur Kepemilikan Institusional (*Institutional Ownership Structure*)

Jensen dan Meckling (1976) dalam Sinarmayarani dan Suwitho (2016) menjelaskan bahwa kepemilikan institusional memunyai andil yang paling penting untuk mengurangi terjadinya konflik antara manajer dan pemegang saham. Adanya investor institusional dalam perusahaan tentu memunyai peran penting untuk melakukan pengendalian yang tepat terhadap manajer di dalam mengambil keputusan bagi perusahaan. Hal tersebut dikarenakan investor institusional berpartisipasi dalam mengambil keputusan yang penting bagi perusahaan sehingga membuat investor institusional ini tidak mudah percaya mengenai tindakan penyelewengan laba atau keuntungan yang didapatkan perusahaan.

Semakin besar kekuasaan serta dukungan dari institusi keuangan untuk mengendalikan manajemen perusahaan berarti semakin besar

kepemilikan perusahaan oleh institusi keuangan. Adanya pengawasan yang efektif oleh investor institusional maka akan memberikan dukungan yang lebih besar terhadap manajer perusahaan dalam meningkatkan kemampuan perusahaan yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Apabila kinerja perusahaan meningkat maka laba perusahaan juga akan meningkat, hal ini tentu akan menguntungkan bagi pemegang saham karena mereka akan mendapatkan banyak keuntungan berupa pembagian dividen.

Kepemilikan intitusional berperan dalam mencegah manajer melakukan pemborosan. Semakin besar kepemilikan saham institusional maka akan menyebabkan tindakan pengawasan semakin efektif karena investor institusional dapat mengendalikan perilaku manajer dalam mengeksploitasi peluang keuntungan jangka pendek dengan mengorbankan keuntungan jangka panjang. Adanya tindakan ini akan mengurangi biaya agensi karena memungkinkan perusahaan menggunakan utang pada tingkat yang lebih rendah.

6. Profitabilitas (*Profitability*)

Brigham dan Houston (2014) mendefinisikan profitabilitas sebagai hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan. Dengan kata lain, profitabiltas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih yang dilakukan pada periode akuntansi. Rasio profitabilitas terdiri atas dua klasifikasi yaitu rasio yang memperlihatkan hubungan antara laba

dan penjualan dan rasio yang memperlihatkan hubungan efektivitas laba dan investasi. Kedua rasio tersebut secara simultan memperlihatkan efektivitas rasio profitabilitas terkait hubungan antara penjualan dan laba.

Profitabilitas adalah hasil dari kinerja perusahaan dalam menghasilkan laba yang berkaitan dengan penjualan, total aset dan modal sendiri. Analisis profitabilitas ini akan sangat penting bagi investor jangka panjang. Salah satunya bagi pemegang saham yang hendak memperkirakan profit yang akan diperoleh berupa pembagian dividen. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka akan semakin baik. *Return on assets* (ROA) menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset yang digunakan (Sartono, 2014).

Apabila kondisi perusahaan memberikan jaminan bahwa akan memperoleh keuntungan di waktu mendatang maka banyak investor yang akan menanamkan modalnya untuk membeli saham perusahaan tersebut. Hal tersebut tentu akan memengaruhi harga saham menjadi lebih tinggi. Puspita (2010) menjelaskan bahwa profit yang tinggi akan memberikan indikasi prospek baik bagi perusahaan yang dapat menarik minat investor untuk membeli saham sehingga akan meningkatkan permintaan saham. Selanjutnya, dengan permintaan saham yang meningkat maka akan meningkatkan nilai perusahaan.

Semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka harga pasar saham juga semakin tinggi. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan memengaruhi minat investor untuk membeli

saham perusahaan tersebut. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan berpengaruh terhadap permintaan saham yang tinggi sehingga harga pasar saham menjadi lebih tinggi. Semakin tinggi harga pasar saham maka akan meningkatkan nilai perusahaan.

B. Penelitian Terdahulu dan Penurunan Hipotesis

1. Pengaruh Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan

Salah satu keputusan penting yang harus diambil oleh seorang manajer keuangan adalah bagaimana perusahaan memperoleh modal untuk memenuhi kebutuhan investasinya. Modigliani dan Miller (1958) dalam Sartono (2014) memperkenalkan salah satu teori yang sangat spektakuler mengenai teori manajemen keuangan modern, yang menemukan bahwa struktur modal tidak memengaruhi nilai perusahaan. Penemuan tersebut tentu memunyai pengaruh yang sangat besar khususnya dikalangan asosiasi manajemen keuangan. Modigliani dan Miller mengawali dengan hipotesis yang teliti tentang pasar modal yang efisien. Selanjutnya, Modigliani dan Miller menggunakan satu proses arbitrase (praktik untuk memperoleh keuntungan dari perbedaan harga yang sering terjadi di antara dua pasar keuangan) untuk membuktikan bahwa struktur modal tidak relevan.

Modigliani dan Miller (1958) dalam Sartono (2014) membuktikan bahwa nilai perusahaan ternyata lebih tinggi apabila menggunakan utang dibandingkan dengan nilai perusahaan yang tidak menggunakan utang.

Dengan demikian, investor yang memunyai saham pada perusahaan yang didanai menggunakan utang dapat menambah pendapatannya dengan cara menjual saham tersebut dan menggunakan dananya untuk membeli saham pada perusahaan yang tidak memunyai utang. Dampak adanya transaksi tersebut tentu akan menyebabkan turunnya harga saham yang memunyai utang, sedangkan harga saham perusahaan yang tidak memunyai utang menjadi naik. Proses tersebut baru akan terhenti apabila harga kedua saham itu sama. Berdasarkan penelitian Modigliani dan Miller (1958) dalam Sartono (2014) menyatakan bahwa harga saham tidak ditentukan oleh struktur modal.

Modigliani dan Miller (1963) dalam Sartono (2014) memublikasikan paper kedua dengan memerhatikan pajak. Struktur modal memengaruhi nilai perusahaan atau harga saham dengan adanya pajak. Semakin tinggi harga saham berarti semakin tinggi penggunaan utang. Hal ini dikarenakan *return* (pengembalian) kepada pemegang saham dibayar dari pendapatan setelah pajak dan *return* (pengembalian) kepada kreditur dibayar dari pendapatan sebelum pajak. Dengan demikian, penggunaan utang menyebabkan pendapatan setelah pajak yang ada untuk pemegang saham menjadi lebih besar daripada apabila perusahaan tidak menggunakan utang.

Penelitian terdahulu yang berkaitan dengan struktur modal dilakukan oleh Hermuningsih (2013), Chaidir (2015), Meidiawati dan Mildawati (2016), serta Pratama dan Wirawati (2016) menemukan bahwa

struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, penelitian yang dilakukan oleh Dewi dan Wirajaya (2013), Mangondu dan Diantimala (2016), serta Pasaribu, dkk (2016) menemukan bahwa struktur modal berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Semakin tinggi penggunaan utang maka akan menyebabkan semakin tinggi risiko yang dihadapi oleh perusahaan sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan. Hal ini terjadi apabila posisi struktur modal berada di atas titik optimal maka setiap penggunaan utang bertambah akan menurunkan nilai perusahaan karena akan menimbulkan risiko perusahaan tidak dapat mengembalikan pinjaman ke kreditur dan mengalami kebangkrutan. Sebaliknya, semakin rendah penggunaan utang maka semakin rendah risiko yang dihadapi oleh perusahaan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini terjadi apabila struktur modal berada di bawah titik optimal maka setiap penggunaan utang bertambah akan meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan pemaparan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H_1: Struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

2. Pengaruh *Multiple Large Shareholder Structure* terhadap Nilai Perusahaan

Perusahaan dikatakan memunyai *multiple large shareholder structure* adalah suatu perusahaan yang memunyai lebih dari satu pemegang saham. Dalam hal ini, pemegang saham terbesar atau mayoritas adalah pemegang saham pertama yang memiliki saham terbesar dalam struktur kepemilikan saham, sedangkan pemegang saham terbesar kedua adalah pemegang saham yang terbesar setelah pemegang saham pertama atau mayoritas yang memunyai presentase kepemilikan saham lebih dari 10% dalam struktur kepemilikan saham (Attig, dkk, 2009 dalam Haryono, dkk, 2015). Perusahaan dengan *multiple large shareholder structure* memiliki pemegang saham mayoritas dan minoritas yang memiliki kemampuan dan peranan yang berbeda. Pemegang saham mayoritas (terbesar) memiliki kekuasaan penuh terhadap perusahaan. Pemegang saham mayoritas yang memunyai hak untuk mengangkat pengurus perusahaan serta mengambil keputusan yang penting bagi perusahaan dan menentukan berapa keuntungan yang akan dibagikan sebagai dividen. Akan tetapi, pemegang saham minoritas sama sekali tidak memunyai kekuasaan terhadap perusahaan.

Maury (2005) dalam Haryono, dkk (2015) menjelaskan bahwa berdasarkan hipotesis pengawasan yang efisien (*efficient monitoring hypothesis*), adanya *multiple large shareholder* dapat mencegah terjadinya pengalihan keuntungan (*profit diversion*). Struktur pemegang saham besar

lebih dari satu (*multiple large shareholder structure*) ini memunyai kekuasaan dan dorongan dalam memonitor pemegang saham terbesar (mayoritas) untuk mengambil keuntungan pribadi, kemudian dapat mengurangi terjadinya pembagian keuntungan pribadi (*private profit diversion*). Adanya pengawasan yang efektif membuat para pemegang saham mayoritas bertindak adil terhadap pemegang saham minoritas dalam memutuskan pembagian dividen dan keuntungan secara rutin. Selain itu, adanya *multiple large shareholder* ini maka pemegang saham minoritas akan memperoleh informasi yang lengkap mengenai hal-hal yang terjadi di dalam perusahaan. Attig, dkk (2009) dalam Haryono, dkk (2015) menyatakan bahwa keberadaan *multiple large shareholder structure* dalam sebuah perusahaan mampu bertindak untuk mengurangi terjadinya konflik antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas.

Konflik antara pemegang saham mayoritas dan pemegang saham minoritas ini terjadi karena adanya keputusan bersama antara agen (manajer) dan pemegang saham mayoritas (prinsipal) yang dapat menyebabkan kerugian bagi pemegang saham minoritas. Dalam hal ini, manajer cenderung lebih mementingkan diri dengan memperoleh gaji yang besar apabila dapat menghasilkan keuntungan besar atas kinerja perusahaan. Sementara itu, pemegang saham mayoritas tentu memperoleh dividen dalam jumlah yang besar. Akan tetapi, pemegang saham minoritas dirugikan karena mereka tidak dapat menarik modal yang telah

diinvestasikan pada perusahaan, tidak dapat menuntut pembagian dividen, dan tidak memunyai hak atas sebagian keuntungan yang didapatkan perusahaan. Struktur pengendalian dengan *multiple large shareholder* menjadi lebih efektif dan efisien ketika kepemilikan saham terdistribusi secara merata diantara pemegang saham mayoritas (terbesar) sehingga hal tersebut dapat mencegah terjadinya pengalihan keuntungan yang merugikan pemegang saham minoritas (Bennedsen dan Wolfenzon (2000) dalam Haryono, dkk (2015).

Penelitian terdahulu yang berkaitan dengan *multiple large shareholder structure*, Attig, dkk (2009) dalam Haryono, dkk (2015) menemukan bahwa keberadaan struktur pemegang saham besar lebih dari satu (*multiple large shareholder structure*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, penelitian yang dilakukan oleh Haryono, dkk (2015) menemukan bahwa *multiple large shareholder structure* berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Ariesanti dan Soegiarto (2018) menemukan bahwa *multiple large shareholder structure* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Semakin tinggi kepemilikan saham oleh *multiple large shareholder* dalam tata kelola perusahaan, maka semakin besar kekuasaan *multiple large shareholder* untuk melakukan pengawasan yang efektif dan tepat kepada pemegang saham mayoritas. Dengan demikian, hal tersebut dapat mengurangi terjadinya pembagian keuntungan pribadi dan mencegah

pengalihan keuntungan sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan pemaparan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H_2: *Multiple large shareholder structure* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

3. Pengaruh Struktur Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Jensen dan Meckling (1976) dalam Sinarmayarani dan Suwitho (2016) menjelaskan bahwa kepemilikan institusional memunyai andil yang paling penting untuk mengurangi terjadinya konflik antara manajer dan pemegang saham. Adanya investor institusional dalam perusahaan tentu memunyai peran penting untuk melakukan pengendalian yang tepat terhadap manajer di dalam mengambil keputusan bagi perusahaan. Hal tersebut dikarenakan investor institusional berpartisipasi dalam mengambil keputusan yang penting bagi perusahaan sehingga membuat investor institusional ini tidak mudah percaya mengenai tindakan penyelewengan laba atau keuntungan yang didapatkan perusahaan.

Semakin besar kekuasaan serta dukungan dari institusi keuangan untuk mengendalikan manajemen perusahaan berarti semakin besar kepemilikan perusahaan oleh institusi keuangan. Adanya pengawasan yang efektif oleh investor institusional maka akan memberikan dukungan yang lebih besar terhadap manajer perusahaan dalam meningkatkan

kemampuan perusahaan yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Apabila kinerja perusahaan meningkat maka laba perusahaan juga akan meningkat, hal ini tentu akan menguntungkan bagi pemegang saham karena mereka akan mendapatkan banyak keuntungan berupa pembagian dividen.

Penelitian terdahulu yang berkaitan dengan struktur kepemilikan institusional dilakukan oleh Haryono, dkk (2015), Apriada dan Suardikha (2016), serta Ngatemin, dkk (2018) menemukan bahwa struktur kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, penelitian yang dilakukan oleh Akbar dan Hindasah (2007), Sujoko dan Soebiantoro (2007), serta Rahma (2014) yang menemukan bahwa struktur kepemilikan institusional berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Kepemilikan intitusional berperan dalam mencegah manajer melakukan pemborosan. Semakin besar kepemilikan saham institusional maka akan menyebabkan tindakan pengawasan semakin efektif karena investor institusional dapat mengendalikan perilaku manajer dalam mengeksploitasi peluang keuntungan jangka pendek dengan mengorbankan keuntungan jangka panjang. Adanya tindakan ini akan mengurangi biaya agensi karena memungkinkan perusahaan menggunakan utang pada tingkat yang lebih rendah. Berdasarkan pemaparan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H_3: Struktur kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

4. Pengaruh Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Brigham dan Houston (2014) mendefinisikan profitabilitas sebagai hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan. Dengan kata lain, profitabiltas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih yang dilakukan pada periode akuntansi. Rasio profitabilitas terdiri atas dua klasifikasi yaitu rasio yang memperlihatkan hubungan antara laba dan penjualan dan rasio yang memperlihatkan hubungan efektivitas laba dan investasi. Kedua rasio tersebut secara simultan memperlihatkan efektivitas rasio profitabilitas terkait hubungan antara penjualan dan laba.

Profitabilitas adalah hasil dari kinerja perusahaan dalam menghasilkan laba yang berkaitan dengan penjualan, total aset dan modal sendiri. Analisis profitabilitas ini akan sangat penting bagi investor jangka panjang. Salah satunya bagi pemegang saham yang hendak memperkirakan profit yang akan diperoleh berupa pembagian dividen. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka akan semakin baik. *Return on assets* (ROA) menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aset yang digunakan (Sartono, 2014).

Apabila kondisi perusahaan memberikan jaminan bahwa akan memperoleh keuntungan di waktu mendatang maka banyak investor yang akan menanamkan modalnya untuk membeli saham perusahaan tersebut.

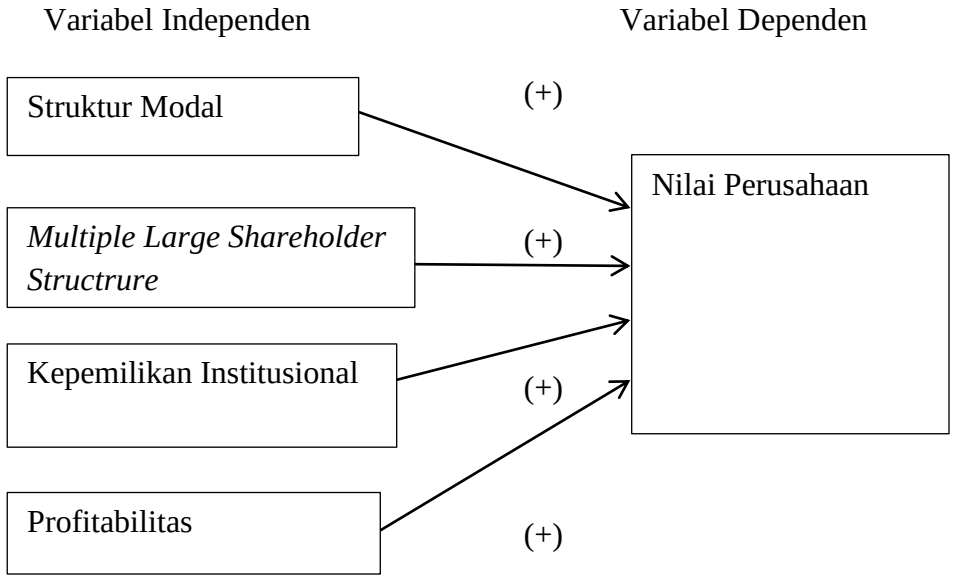
Hal tersebut tentu akan memengaruhi harga saham menjadi lebih tinggi. Puspita (2010) menjelaskan bahwa profit yang tinggi akan memberikan indikasi prospek baik bagi perusahaan yang dapat menarik minat investor untuk membeli saham sehingga akan meningkatkan permintaan saham. Selanjutnya, dengan permintaan saham yang meningkat maka akan meningkatkan nilai perusahaan.

Penelitian terdahulu yang berkaitan dengan profitabilitas dilakukan oleh Claudia dan Ekadjaja (2013), Dewi dan Wirajaya (2013), Hermuningsih (2013), serta Pratama dan Wirawati (2016) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Akan tetapi, penelitian yang dilakukan oleh Helliana, dkk (2015) serta Wahyuningsih dan Widowati (2016) menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka harga pasar saham juga semakin tinggi. Hal ini dikarenakan perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan memengaruhi minat investor untuk membeli saham perusahaan tersebut. Perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan berpengaruh terhadap permintaan saham yang tinggi sehingga harga pasar saham menjadi lebih tinggi. Semakin tinggi harga pasar saham maka akan meningkatkan nilai perusahaan. Berdasarkan pemaparan di atas, maka dapat dirumuskan hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H_4: Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

C. MODEL PENELITIAN



Sumber: Dikembangkan oleh peneliti, 2018

Gambar 1
Model Penelitian