

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **2.1 Tinjauan Teori**

##### 2.1.1 Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan (*agency theory*) merupakan basis teori yang mendasari praktik bisnis perusahaan. Prinsip utama teori ini menyatakan adanya hubungan kerja antara pemegang saham selaku principal dan manajemen selaku agen dalam bentuk kontrak kerjasama. Hubungan keagenan ini timbul ketika satu atau lebih principal meminta agen melaksanakan beberapa kegiatan atau pekerjaan bagi kepentingan principal serta memberi wewenang kepada agen membuat pengambilan keputusan yang terbaik bagi principal (Ichsan, 2013). Dengan demikian, terjadi pemisahan kepemilikan antara dua pihak dimana mereka akan membuat keputusan sesuai dengan kepentingan mereka masing-masing.

##### 2.1.2 Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan adalah nilai jual sebuah perusahaan sebagai suatu bisnis yang sedang beroperasi. Adanya kelebihan nilai jual diatas nilai likuiditas merupakan nilai dari organisasi manajemen yang sedang menjalankan perusahaan tersebut (Sartono, 2010:487). Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2012:7) nilai perusahaan merupakan harga saham yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual, semakin tinggi nilai perusahaan semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan. Sedangkan menurut Noerirawan (2012) menyatakan bahwa nilai perusahaan merupakan kondisi yang telah dicapai oleh suatu perusahaan sebagai gambaran dari kepercayaan masyarakat terhadap perusahaan tersebut setelah melalui proses kegiatan selama beberapa tahun, yaitu semenjak perusahaan tersebut didirikan sampai saat ini. Harga saham pada suatu perusahaan dapat mencerminkan nilai perusahaan. Jika harga saham pada suatu

perusahaan tinggi maka menunjukkan bahwa investor akan memberikan nilai yang tinggi terhadap perusahaan tersebut. Aspek utama yang menyebabkan investor memberikan nilai lebih terhadap perusahaan yaitu kinerja perusahaan yang tercermin pada angka laba.

Nilai perusahaan dapat diukur dengan rasio penelitian. Ratio penelitian adalah suatu rasio yang terkait dengan penilaian kinerja saham perusahaan di pasar modal (Sudana, 2011:3). Terdapat metode yang digunakan untuk mengukur nilai perusahaan, yaitu

1. *Price Earning Ratio* (PER)

*Price Earning Ratio* (PER) digunakan untuk mengukur seberapa besar perbandingan harga saham perusahaan dengan keuntungan yang diperoleh oleh para pemegang saham dan untuk melihat bagaimana pasar menghargai kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh earning per sharenya. Ratio ini berfungsi untuk mengukur perubahan kemampuan laba yang diharapkan dimasa yang akan datang. Semakin besar PER, maka semakin besar pula kemungkinan perusahaan untuk tumbuh sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

$$\text{PER} = \frac{\text{Harga pasar per lembar saham}}{\text{Laba per lembar saham}}$$

2. *Price to Book Value* (PBV)

*Price to Book Value* (PBV) adalah ratio yang menunjukkan apakah harga saham yang diperdagangkan *overload* (di atas) atau *underload* (di bawah) nilai buku saham tersebut. Semakin tinggi ratio, maka pasar percaya akan prospek perusahaan tersebut. PBV akan menunjukkan seberapa jauh perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan yang relatif terhadap jumlah modal yang di investasikan. Untuk perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya ratio ini mencapai di atas satu yang menunjukkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya.

Semakin besar ratio PBV, maka semakin tinggi perusahaan dinilai oleh para pemodal relatif dibandingkan dengan dana yang telah ditanamkan di perusahaan.

$$\text{PBV} = \frac{\text{Harga pasar per lembar saham}}{\text{Nilai buku per lembar saham}}$$

### 3. Tobin's Q

Tobin's Q merupakan alternatif lain yang digunakan dalam mengukur nilai perusahaan yang dikembangkan oleh James Tobin. Metode ini dihitung dengan membandingkan rasio nilai pasar saham perusahaan dengan nilai buku ekuitas perusahaan. Rasio ini lebih unggul daripada nilai pasar terhadap nilai buku karena rasio ini lebih fokus pada beberapa nilai perusahaan saat ini secara relatif terhadap beberapa biaya yang dibutuhkan untuk menggantinya saat ini.

$$Q = \frac{(\text{EMV} + \text{D})}{\text{EBV}}$$

Keterangan :

Q = Nilai perusahaan

EMV = Nilai pasar ekuitas

EBV = Nilai buku dari total aset

D = Nilai buku dari total utang

#### 2.1.3 Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah presentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh direksi, manajer dan dewan komisaris (Born dalam Efendi, 2013). Menurut Downes dan Goodman (1999) dalam Sukirni (2012) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial adalah para pemegang saham yang juga berarti dalam hal ini sebagai pemilik dalam perusahaan dalam pihak manajemen yang

secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan pada suatu perusahaan yang bersangkutan. Manajer memegang peranan penting dalam suatu perusahaan karena manajer melaksanakan perencanaan, pengorganisasian, pengarahan, pengawasan, serta pengambilan keputusan. Dengan adanya kepemilikan manajerial, diharapkan dapat meningkatkan keselarasan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Semakin tinggi tingkat kepemilikan manajerial, maka dapat mengurangi konflik yang terjadi antara manajer dan pemegang sahamnya atau sering disebut dengan masalah keagenan. Permanasari (2010) dalam Efendi (2013) menyimpulkan bahwa besarnya proporsi saham yang dimiliki oleh manajemen akan efektif dalam memonitor setiap aktivitas yang dilakukan perusahaan. Menurut Sukirni (2012) untuk mengukur kepemilikan manajerial dapat menggunakan rumus sebagai berikut :

$$KM = \frac{\text{jumlah saham manajerial}}{\text{jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

#### 2.1.4 Kepemilikan Institusional

Menurut Widigdo (2013) dalam Warapsari dan Suaryana (2016) menyatakan bahwa kepemilikan institusional adalah presentase saham yang dimiliki oleh investor institusi terhadap total saham yang beredar. Sedangkan menurut Fandini dalam Efendi (2013) kepemilikan institusional merupakan beberapa kepemilikan saham perusahaan yang dipegang langsung oleh para investor individu tetapi proporsi saham yang besar dimiliki oleh lembaga keuangan seperti reksadana, dana pensiun, dan perusahaan asuransi. Sedangkan menurut Bernandhi dalam Efendi (2013) menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham suatu perusahaan oleh instusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan institusi lainnya yang akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal di daalam perusahaan tersebut.. Mekanisme monitoring tersebut dapat menurunkan *agency cost* yang terjadi di dalam perusahaan dan akan menjamin peningkatan kemakmuran para pemegang

saham. Selain itu, kepemilikan institusional juga dapat menggantikan kepemilikan manajerial dalam mengontrol *agency cost*. Menurut Sukirni (2012) untuk mengukur kepemilikan institusional dapat menggunakan rumus sebagai berikut :

$$\text{INST} = \frac{\text{Kepemilikan saham institusi}}{\text{Total saham beredar}} \times 100\%$$

#### 2.1.5 Kebijakan Hutang

Kebijakan hutang merupakan keputusan yang sangat penting dalam suatu perusahaan. Dimana kebijakan hutang merupakan salah satu bagian dari kebijakan pendanaan perusahaan. Kebijakan hutang adalah kebijakan yang diambil oleh pihak manajemen dalam rangka memperoleh sumber daya pembiayaan bagi perusahaan sehingga dapat digunakan untuk membiayai aktivitas operasional perusahaan (Riyanto, 2011:98). Kebijakan hutang merupakan kebijakan pendanaan perusahaan yang modalnya bersumber dari eksternal untuk menjalankan kegiatan operasional perusahaan. Menurut Harmono (2011:137) keputusan pendanaan yang diambil oleh manajemen akan berpengaruh pada penelitian perusahaan yang terfleksi pada harga saham. Oleh karena itu, salah satu tugas manajemen keuangan adalah menentukan kebijakan pendanaan yang dapat memaksimalkan harga saham, dimana harga saham merupakan cerminan dari suatu nilai perusahaan. Semakin tinggi hutang yang diciptakan oleh perusahaan maka semakin tinggi juga harga saham dalam perusahaan tersebut. Sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari hutang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkan.

Untuk mengetahui tingkat penggunaan hutang disuatu perusahaan, dapat ditunjukkan dengan menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER) atau bisa disebut juga dengan *Leverage*. Tingkat leverage juga dapat digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka

panjang dan juga jangka pendek. Menurut Wardani dan Hermuningsih (2011) *Debt to Equity Ratio* (DER) merupakan salah satu rasio yang sangat penting, karena berkaitan dengan masalah kesepakatan modal (*trading on equity*) yang dapat memberikan pengaruh positif maupun negatif terhadap rentabilitas modal sendiri.

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Modal}} \times 100$$

## 2.2 Tinjauan Penelitian Terdahulu

Berbagai penelitian tentang pengaruh kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening sudah dilakukan, diantaranya penelitian dari Melanie Sugiarto (2011) yang melakukan penelitian dengan menggunakan 64 sampel perusahaan *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang bukan perusahaan persero, bank, asuransi, dan badan keuangan lainnya. Dengan menggunakan variabel nilai perusahaan, kebijakan hutang, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional dan kebijakan hutang. Hasil dari penelitian tersebut dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial memiliki pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, tetapi tidak secara langsung jika melalui kebijakan hutang. Sedangkan kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh secara langsung maupun tidak langsung terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.

Penelitian yang dilakukan oleh Dewi Kusuma Wardani dan Sri Hermuningsih (2011) yang melakukan pengujian terhadap pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan kinerja keuangan dan kebijakan hutang sebagai variabel intervening. Penelitian ini menggunakan 55 sampel perusahaan *go public* di Indonesia yang tersedia di *database* OSIRIS. Hasil penelitian tersebut menyimpulkan bahwa struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan, kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Dwi Sukirni (2012) yang dilakukan dengan menggunakan sampel pada semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2008-2010 dengan menggunakan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan deviden, dan kebijakan hutang analisis terhadap perusahaan. Hasil penelitian tersebut menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif secara signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan kepemilikan institusional dan kebijakan hutang berpengaruh positif secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Ayu Uccahati Warapsari dan Agung Suaryana (2016) pada 30 sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan menggunakan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, nilai perusahaan dan kebijakan hutang. Hasil penelitian tersebut menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, tetapi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang. Sedangkan kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan tidak mampu memediasi pengaruh kepemilikan manajerial dan institusional terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Indah Puji Lestari, Rita Andini, dan Abrar (2017) dengan menggunakan 112 sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan menggunakan variabel kepemilikan insitusional, kepemilikan manajerial, kebijakan deviden, kebijakan hutang dan *free cash flow*. Hasil penelitian tersebut menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

Penelitian oleh Silfiani (2018) yang dilakukan pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan 36 sampel perusahaan. Penelitian tersebut menggunakan variabel kepemilikan institusional, nilai perusahaan dan kebijakan hutang. Hasil penelitian tersebut menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan hutang,

kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan maupun melalui kebijakan hutang. Sedangkan kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Mentari Indasari Pakekong, Sri Murni dan Paulina Van Rate (2019) dengan menggunakan 10 sampel perusahaan asuransi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan menggunakan variabel struktur kepemilikan, kebijakan dividen, kebijakan hutang dan nilai perusahaan. Hasil penelitian tersebut menyimpulkan bahwa struktur kepemilikan dan kebijakan hutang secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh Praghista Ahmad Bimantara (2019) pada perusahaan manufaktur sektor industri dasar dan kimia dengan 246 sampel perusahaan. Penelitian tersebut menggunakan variabel kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan perusahaan, *free cash flow* dan kebijakan hutang. Hasil penelitian tersebut menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan, sedangkan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.

Table 2.1  
Tinjauan Penelitian terdahulu

NO	PENELITI	JUDUL	TUJUAN PENELITIAN	VARIABEL	SAMPEL	METODE PENELITIAN	HASIL
1	Melanie Sugiarto (2011)	Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening	Untuk memberikan bukti empiris menguji pengaruh struktur kepemilikan dan kebijakan deviden terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Struktur Kepemilikan</li> <li>• Kebijakan Deviden</li> <li>• Nilai Perusahaan</li> <li>• Kebijakan Hutang</li> </ul>	64 sampel perusahaan <i>go public</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Uji Statistik Deskriptif</li> <li>• Uji Hipotesis</li> <li>• Analisis Regresi Berganda</li> </ul>	Kepemilikan manajerial memiliki pengaruh langsung terhadap nilai perusahaan, tetapi tidak secara langsung jika melalui kebijakan hutang, sedangkan kepemilikan institusional tidak memiliki pengaruh secara langsung maupun tidak langsung terhadap

			sebagai variabel intervening				nilai perusahaan melalui kebijakan hutang.
2	Dewi Kusuma Wardani dan Sri Hermuningsih (2011)	Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kinerja Keuangan dan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening	Untuk mengkaji pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan yang mana kinerja keuangan dan kebijakan hutang sebagai variabel intervening	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Struktur Kepemilikan</li> <li>• Nilai Perusahaan</li> <li>• Kinerja Keuangan</li> <li>• Kebijakan Hutang</li> </ul>	55 sampel perusahaan <i>go public</i> yang tersedia di <i>database OSIRIS</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Uji Statistik Deskriptif</li> <li>• Uji Hipotesis</li> </ul>	Struktur kepemilikan tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang dan nilai perusahaan, kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

3	Dwi Sukirni (2012)	Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Kebijakan Deviden, dan Kebijakan Hutang Analisis Terhadap Nilai Perusahaan	Untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kebijakan deviden dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kepemilikan Manajerial</li> <li>• Kepemilikan Institusional</li> <li>• Kebijakan Deviden</li> <li>• Kebijakan Hutang</li> <li>• Nilai Perusahaan</li> </ul>	Semua perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2008-2010	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Uji Asumsi Klasik</li> <li>• Analisis Regresi Berganda</li> <li>• Analisi Pengujian Hipotesis</li> </ul>	Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif secara signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan kepemilikan institusional dan kebijakan hutang berpengaruh positif secara signifikan terhadap nilai perusahaan.
4	Ayu Uccahati Warapsari dan Agung Suaryana	Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Institusional	Untuk mengetahui pengaruh langsung dan tidak	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kepemilikan Manajerial</li> <li>• Kepemilikan Institusional</li> </ul>	30 sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Uji Statistik Deskriptif</li> <li>• Uji Asumsi Klasik</li> </ul>	Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kebijakan hutang dan nilai

	(2016)	Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening	langsung kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nilai Perusahaan</li> <li>• Kebijakan Hutang</li> </ul>	Bursa Efek Indonesia (BEI)	• Uji Hipotesis	perusahaan, kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, tetapi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dan tidak mampu memediasi pengaruh kepemilikan manajerial dan institusional
--	--------	--	--	--	----------------------------	-----------------	--

							terhadap nilai perusahaan.
5	Indah Puji Lestari, Rita Andini, dan Abrar (2017)	Pengaruh Kepemilikan Institusional, Kepemilikan Manajerial, dan Kebijakan Deviden Terhadap Kebijakan Hutang Dengan <i>Free Cash Flow</i> Sebagai Variabel Moderating	Untuk memberikan bukti empiris pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan kebijakan deviden terhadap kebijakan hutang dengan <i>free cash flow</i> sebagai	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kepemilikan Institusional</li> <li>• Kepemilikan Manajerial</li> <li>• Kebijakan Deviden</li> <li>• Kebijakan Hutang</li> <li>• <i>Free Cash Flow</i></li> </ul>	112 sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Analisa Regresi Linier Berganda</li> <li>• Uji Hipotesis</li> </ul>	Kepemilikan institusional berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan hutang, sedangkan kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang.

			variabel moderating				
6	Silfiani (2018)	Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening	Untuk menguji bukti empiris pengaruh kepemilikan institusional terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan hutang sebagai variabel intervening	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kepemilikan Institusional</li> <li>• Nilai Perusahaan</li> <li>• Kebijakan Hutang</li> </ul>	36 sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Analisis Regresi Panel</li> <li>• Uji Chow dan Hausman</li> <li>• Uji Hipotesis</li> </ul>	Kepemilikan institusional berpengaruh negatif tetapi tidak signifikan terhadap kebijakan hutang, kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan maupun melalui kebijakan hutang, sedangkan kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

7	Mentari Indasari Pakekong, Sri Murni, dan Paulina Van Rate (2019)	Pengaruh Struktur Kepemilikan, Kebijakan Deviden, dan Kebijakan Hutang Terhadap Nilai Perusahaan	Untuk menganalisis pengaruh struktur kepemilikan, kebijakan deviden dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Struktur Kepemilikan</li> <li>• Kebijakan Deviden</li> <li>• Kebijakan Hutang</li> <li>• Nilai Perusahaan</li> </ul>	10 sampel perusahaan asuransi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Uji Asumsi Klasik</li> <li>• Analisis Regresi Linier Berganda</li> <li>• Uji Hipotesis</li> </ul>	Struktur kepemilikan dan kebijakan hutang secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan.
8	Praghista Ahmad Bimantara (2019)	Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, Pertumbuhan Perusahaan, dan <i>Free</i>	Untuk menguji pengaruh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, pertumbuhan	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kepemilikan Manajerial</li> <li>• Kepemilikan Institusional</li> <li>• Pertumbuhan Perusahaan</li> </ul>	246 sampel perusahaan manufaktur sektor industry dasar dan kimia yang terdaftar di	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Analisis Deskriptif</li> <li>• Analisis Asumsi Klasik</li> <li>• Analisis Regresi</li> </ul>	Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan, sedangkan kepemilikan institusional tidak

		<i>Cash Flow</i> Terhadap Kebijakan Hutang	perusahaan dan <i>free cash</i> <i>flow</i> terhadap kebijakan hutang	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <i>Free cash Flow</i></li> <li>• Kebijakan Hutang</li> </ul>	Bursa Efek Indonesia (BEI)	Linier Berganda	berpengaruh terhadap kebijakan hutang perusahaan.
--	--	---	---	---	----------------------------------	--------------------	---

### 2.3 Model Konseptual

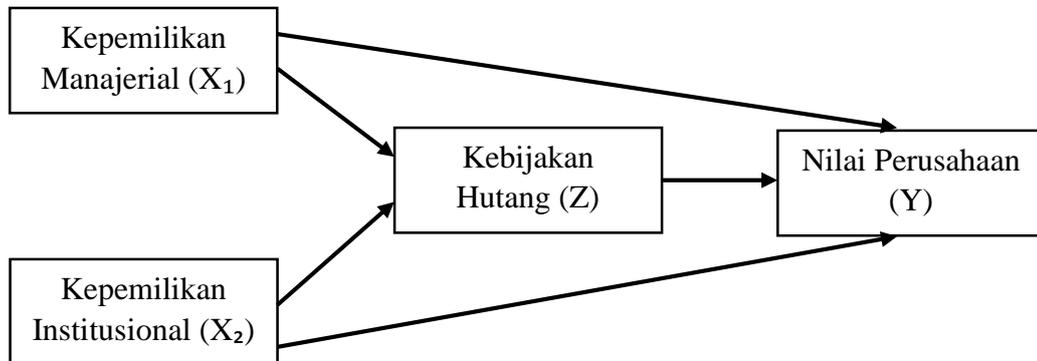
Sebuah perusahaan dapat menarik minat para investor untuk ber-investasi diperusahaan tersebut dengan melihat tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola perusahaan. Keberhasilan tersebut dapat dilihat dari harga saham, jika semakin tinggi harga saham, maka semakin baik nilai perusahaan. Nilai perusahaan dapat menggambarkan kemakmuran para pemegang saham. Salah satu hal yang dapat menentukan nilai perusahaan adalah struktur kepemilikan.

Struktur kepemilikan merupakan salah satu pemegang saham perusahaan yang dapat mempengaruhi jalannya aktivitas operasional perusahaan yang mampu mempengaruhi kinerja perusahaan dalam mengoptimalkan nilai perusahaan. Dalam struktur kepemilikan di perusahaan dapat dibedakan menjadi kepemilikan manajerial (*insider ownership*) dan kepemilikan institusional (*institutional ownership*). Struktur kepemilikan juga dapat mengurangi masalah keagenan (*agency problem*) yang terjadi di perusahaan dan dapat mendorong pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja perusahaan. Masalah keagenan juga dapat di minimalisir dengan kebijakan hutang.

Kebijakan hutang merupakan sumber pendanaan yang diperoleh dari pihak ketiga untuk membiayai aktivitas perusahaan dan melakukan investasi. Hutang juga berhubungan erat dengan struktur kepemilikan dan sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan, sehingga kebijakan perusahaan dapat digunakan untuk mengatasi masalah keagenan. Perusahaan harus dapat menciptakan hutang pada tingkat tertentu agar tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan dapat tercapai.

Dari penjelasan diatas, menunjukkan bahwa nilai perusahaan dapat dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, dan kebijakan hutang serta kebijakan hutang sebagai variabel intervening. Sehingga dapat digambarkan kerangka konseptual seperti dibawah ini.

Gambar 2.1 Model Kerangka Konseptual



## 2.4 Pengembangan Hipotesis

### 2.4.1 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Kepemilikan manajerial di dalam perusahaan akan membuat manajemen berusaha meningkatkan kinerjanya untuk kepentingan pemegang saham dan untuk dirinya sendiri. Dengan adanya kepemilikan manajerial ternyata dapat mengurangi masalah keagenan yang terjadi di perusahaan dan membuat manajer termotivasi dalam melaksanakan setiap aktivitas perusahaan tersebut karena sebagian besar keuntungan dan resiko atas keputusan yang telah diambil akan di tanggung oleh manajer tersebut. Sehingga kepemilikan manajerial dianggap mampu meningkatkan nilai perusahaan (Arofah, Sochib dan Murniati, 2019). Jumlah kepemilikan manajerial yang rendah menyebabkan pihak manajemen lebih mementingkan kepentingannya sendiri daripada kepentingan perusahaan. Jumlah kepemilikan saham yang belum signifikan tersebut menyebabkan manajer lebih mementingkan tujuannya sebagai seorang manajer daripada sebagai pemegang saham. Sehingga kepemilikan manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan (Sukirni, 2012). Peningkatan proporsi saham yang dimiliki oleh manajer dan direksi akan menurunkan kecenderungan adanya tindakan manipulasi yang berlebihan, sehingga dapat menyatukan kepentingan antara manajer dan pemegang saham (Putra

dan Andika, 2013 dalam Safari, L Suzan, dan W Aminah, 2018). Berdasarkan uraian diatas, dapat disusun hipotesis :

H1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan

#### 2.4.2 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dapat meningkat jika kepemilikan institusional di perusahaan tinggi dan efisiensi pemanfaatan aktiva perusahaan yang terus meningkat. Kepemilikan institusional juga diharapkan dapat mencegah pemborosan dan manipulasi laba yang dilakukan oleh manajemen supaya dapat meningkatkan nilai perusahaan (Sukirni, 2012). Investor institusional dianggap lebih mampu mencegah terjadinya manajemen laba dibandingkan investor individual. Karena investor institusional dianggap profesional dalam mengendalikan portofolio investasinya. Tingginya presentase saham yang dimiliki oleh investor institusional maka akan menyebabkan pengawasan lebih efektif dan dapat mengurangi *agency cost* serta meningkatkan nilai perusahaan (Nuraina, 2012). Kepemilikan institusional merupakan pemegang saham dari perusahaan lain dimana mereka tidak terjun langsung dalam kegiatan operasional perusahaan dan tidak berperan langsung dalam pengambilan keputusan untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Dalam arti lain kepemilikan institusional tidak berdampak pada harga saham dan tidak mempengaruhi nilai perusahaan (Anugrah, 2018). Berdasarkan uraian diatas, dapat disusun hipotesis :

H2 : Kepemilikan Institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan

#### 2.4.3 Pengaruh Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Hutang merupakan salah satu sumber dana yang diperoleh dari pihak eksternal, sedangkan nilai perusahaan menunjukkan suatu kondisi tertentu yang telah dicapai oleh perusahaan. Perbandingan manfaat dan biaya atau keseimbangan antara keuntungan dan kerugian atas penggunaan hutang dapat dilihat dari pencapaian tingkat hutang yang optimal (Sukirni, 2012). Modigliani dan Miller's (1958) dalam Warapsari dan Suaryana (2016)

menyatakan bahwa seberapa banyak penggunaan hutang tidak akan berpengaruh terhadap harga saham dan nilai perusahaan. Penggunaan hutang akan menyebabkan biaya ekuitas naik dengan tingkat yang sama. Silfiani (2018) menyimpulkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, karena tinggi rendahnya tingkat hutang yang digunakan perusahaan akan mempengaruhi penilaian investor terhadap nilai perusahaan. Berdasarkan uraian diatas, dapat disusun hipotesis :

H5 : Kebijakan hutang berpengaruh terhadap nilai perusahaan

#### 2.4.4 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial memiliki kaitan dengan kebijakan hutang karena kepemilikan saham oleh manajemen akan membuat manajer lebih mengendalikan kebijakan keuangan perusahaan agar sesuai dengan keinginan para pemegang saham dan akan membuat manajemen berusaha untuk mengurangi resiko kehilangan kekayaannya (Warapsari dan Suaryana, 2016). Meningkatnya kepemilikan manajerial dapat memotivasi manajer untuk meningkatkan kinerja dan bertanggung jawab untuk meningkatkan kemakmuran pemegang saham dan tingkat hutang yang digunakan perusahaan akan semakin rendah. Perusahaan yang sebagian sahamnya dimiliki oleh pihak manajemen memiliki kecenderungan menerapkan kebijakan hutang yang kecil, dikarenakan level hutang yang tinggi dapat menjadi penyebab timbulnya resiko kebangkrutan bagi perusahaan (Bimantara, 2019). Berdasarkan uraian diatas, dapat disusun hipotesis :

H3 : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap kebijakan hutang

#### 2.4.5 Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Kebijakan Hutang

Kepemilikan institusional merupakan pemegang saham yang memiliki porsi kepemilikan yang besar dalam perusahaan. Sebagai pihak mayoritas pemegang saham institusional memiliki hak yang besar atas kendali perusahaan. Semakin besar presentase pemegang saham

institusional maka semakin besar *leverage* (Nuraina, 2012). Semakin besar kepemilikan saham oleh investor institusi, maka hutang perusahaan akan cenderung kecil. Karena biasanya investor institusi lebih menyukai investasi pada perusahaan yang tidak menanggung resiko besar karena hutang yang dimiliki besar. Semakin besar hutang, maka kemampuan perusahaan membayar hutang kecil, dan kemungkinan terjadi kebangkrutan (Murtini, 2018). Kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak investor institusi tidak memiliki pengaruh terhadap keputusan pendanaan hutang, hal ini dikarenakan pihak investor institusi hanya bertindak sebagai monitoring dan hanya sebatas pengawas atas kinerja perusahaan, serta kepemilikan saham oleh pihak institusi pada dasarnya tidak berperan aktif seperti kepemilikan manajerial oleh pihak manajemen dalam pengambilan keputusan suatu kebijakan perusahaan (Ahyuni, Rizal, dan Wibisono, 2018). Berdasarkan uraian diatas, dapat disusun hipotesis :

H3 : Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap kebijakan hutang

#### 2.4.6 Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Hutang

Kepemilikan manajerial memiliki peran ganda antara sebagai pengelola perusahaan (*agen*) dan sebagai pemegang saham (*principal*). Sebagai manajer sekaligus pemegang saham, pastinya tidak ingin mengalami kesulitan keuangan atau bahkan kebangkrutan karena dapat merugikan keduanya. Apabila hal tersebut terjadi, maka sebagai seorang manajer dapat kehilangan insentifnya dan kinerjanya dianggap buruk, sedangkan sebagai seorang pemegang saham dapat kehilangan return dari dana yang diinvestasikannya di perusahaan tersebut. Sehingga manajer akan berhati-hati di dalam kebijakan hutangnya (Sugiarto, 2011). Adanya tambahan variabel kebijakan hutang sebagai intervening dapat mempengaruhi hubungan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan. Karena jumlah kepemilikan manajerial yang kecil dapat menyejajarkan antara kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga tujuan

perusahaan dalam meningkatkan nilai perusahaan dapat tercapai. Namun jika hutang melebihi batas optimalnya, penggunaan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena timbulnya resiko yang lebih besar berupa resiko kebangkrutan. Dengan adanya kepemilikan saham oleh manajemen, diharapkan hutang dibentuk pada struktur optimalnya sehingga tujuan perusahaan untuk meningkatkan nilai perusahaan dapat tercapai (Pratiwi, 2018). Berdasarkan uraian diatas, dapat disusun hipotesis :

H6 : Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang

#### 2.4.7 Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Hutang

Kepemilikan institusional yang tinggi dapat mengontrol manajer dalam menggunakan hutang. Karena peningkatan jumlah hutang dapat berpengaruh terhadap nilai perusahaan jika manajemen lebih berhati-hati dalam penggunaan hutang dan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan jika terus menerus terjadi penambahan hutang. Selain itu, kepemilikan institusional memiliki peran sebagai *agent monitoring* yang menyebabkan manajer tidak membuat kebijakan pendanaan yang berpotensi merugikan perusahaan dan kepuasan pemegang saham. Semakin tinggi kepemilikan institusional, diharapkan semakin kuat kontrol internal terhadap perusahaan sehingga biaya keagenan sekaligus penggunaan hutang oleh manajer dapat ditekan (Sugiarto, 2011). Berdasarkan uraian diatas, dapat disusun hipotesis :

H7 : Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan hutang