

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

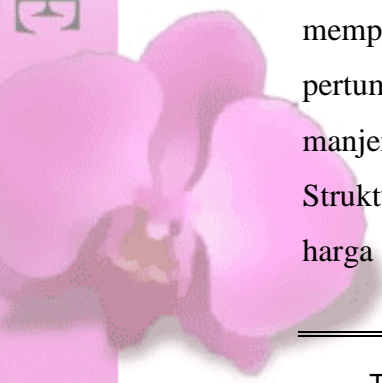
2.1 Struktur Modal

Struktur modal (*capital structure*) adalah perbandingan atau imbang pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditujukan oleh perbandingan utang jangka panjang terhadap sumber modal (Keown dkk, 2008). Struktur modal juga dapat didefinisikan sebagai pembiayaan permanen perusahaan yang terdiri dari utang jangka panjang, saham preferen dan juga saham biasa, tanpa mengikutsertakan utang jangka pendek yang digunakan untuk pendanaan investasi oleh perusahaan (Brigham, 2011). Maka dapat disimpulkan struktur modal merupakan pembelanjaan permanen yang mencerminkan perimbangan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri baik yang berasal dari sumber internal maupun sumber eksternal.

Sumber pendanaan perusahaan berasal dari sumber intern dan sumber ekstern. Sumber intern perusahaan adalah dana yang dihasilkan sendiri di dalam perusahaan, sedangkan sumber ekstern adalah dana yang berasal dari kreditor dan pemilik atau pemegang saham. Baik buruknya struktur modal akan mempunyai efek yang langsung terhadap posisi keuangan perusahaan. Suatu perusahaan yang mempunyai struktur modal yang tidak baik, dimana mempunyai utang yang sangat besar akan memberikan beban berat kepada perusahaan yang bersangkutan (Bambang Riyanto, 2001).

Dalam melakukan keputusan pendanaan (struktur modal), perusahaan dituntut untuk mempertimbangkan dan menganalisis kombinasi sumber-sumber dana ekonominya guna membelanjai kebutuhan dalam investasi serta kegiatan usahanya. Untuk itu dalam penetapan struktur modal perusahaan perlu mempertimbangkan berbagai variabel yang mempengaruhinya, antara lain pertumbuhan penjualan, stabilitas penjualan, kondisi pasar, struktur aktiva, sikap manajemen dan sikap kreditor (Brigham dan Weston, 2001).

Struktur modal yang optimal merupakan struktur yang akan memaksimalkan harga saham perusahaan, dan struktur ini pada umumnya meminta rasio utang

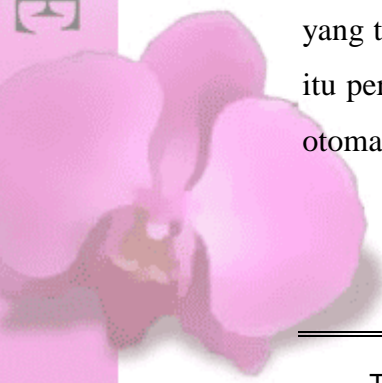


yang lebih rendah daripada rasio yang memaksimalkan *earning per share* atau laba per lembar saham yang diharapkan (Brigham, 2011). Jadi, dengan struktur modal yang optimal akan meningkatkan nilai perusahaan.

Sedangkan menurut Eduardus (2001) sifat investor adalah *risk averse* yaitu cenderung menjauhi risiko maka investor akan bereaksi negatif terhadap tingginya nilai struktur modal karena tingginya utang merupakan beban yang akan ditanggung dari investasi mereka. Perusahaan dengan struktur modal yang dipenuhi oleh utang akan cenderung dijaui oleh para investor karena tingginya utang merupakan suatu beban yang akan ditanggung dari investasi dan juga perusahaan dengan utang yang tinggi memiliki risiko likuidasi yang tinggi karena ketidakmampuan dalam melunasi semua kewajibannya. Dengan kondisi tersebut, investor akan bereaksi negatif terhadap tingginya nilai struktur modal dan akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Dalam penelitian ini, struktur modal diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER). *Debt to Equity Ratio* digunakan untuk mengukur tingkat penggunaan utang terhadap modal sendiri dan menggambarkan sejauhmana modal pemilik dapat menutupi utang-utang kepada pihak luar (Harahap, 2004) dalam Defriko (2012). Semakin kecil rasio ini semakin baik. Untuk keamanan dari pihak luar rasio terbaik jika jumlah modal lebih besar dari jumlah utang atau minimal sama.

Menurut Eduardus (2001) risiko dalam berinvestasi dapat dilihat dari tingkat *Debt to Equity Ratio* (DER) yaitu mempertimbangkan total kewajiban dengan modal. Semakin besar DER berarti risiko keuangan perusahaan semakin tinggi dan ini dapat menurunkan harga saham di pasar modal dan mengakibatkan nilai perusahaan menjadi turun. Apabila perusahaan mempunyai proporsi utang yang tinggi, maka suku bunganya akan tinggi sehingga menyulitkan perusahaan untuk membayar beban bunga. Jika perusahaan tidak sanggup membayar beban bunga yang tinggi akan dimungkinkan perusahaan bangkrut dan dilikuidasi. Oleh karena itu perusahaan yang tinggi utangnya akan mengakibatkan harga saham turun dan otomatis mempengaruhi nilai perusahaan.



2.2 Kepemilikan Manajerial

Menurut Wahyudi dan Pawestri (2006) kepemilikan manajerial adalah proporsi pemegang saham dari pihak manajerial yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan. Sedangkan menurut Christiawan dan Tarigan (2007) dalam Sulistiono (2010), kepemilikan manajerial adalah situasi dimana manajer memiliki saham perusahaan atau dengan kata lain manajer tersebut sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Dalam laporan keuangan, keadaan ini ditunjukkan dengan besarnya persentase kepemilikan saham perusahaan oleh manajer. Karena hal ini merupakan informasi penting bagi pengguna laporan keuangan maka informasi ini akan diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Permanasari (2010) dalam proses memaksimalkan nilai perusahaan akan muncul *agency conflict* yaitu konflik kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Sering sekali manajer mempunyai tujuan dan kepentingan lain yang bertentangan dengan tujuan utama perusahaan dan sering mengabaikan kepentingan pemegang saham. Hal itu disebabkan karena manajer lebih mengutamakan kepentingan pribadi dan pemegang saham tidak menyukai kepentingan pribadi dari manajer karena apa yang dilakukan manajer akan menambah biaya bagi perusahaan sehingga mengakibatkan penurunan keuntungan perusahaan dan berpengaruh terhadap harga saham sehingga dapat menurunkan nilai perusahaan.

Sedangkan menurut Haruman (2008) konflik antara manajer dan pemegang saham dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan tersebut dengan adanya kepemilikan saham oleh manajerial. Dengan adanya kepemilikan saham manajerial, diharapkan manajer bisa bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham karena ini bisa memotivasi manajer untuk meningkatkan nilai perusahaan. Jadi, semakin besar kepemilikan manajerial maka manajer akan cenderung untuk berusaha meningkatkan kinerjanya untuk kepentingan pemegang dan untuk kepentingan dirinya sendiri dan nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaan (Siallagan dan Machfoedz, 2006).



Kepemilikan oleh manajerial yang besar akan efektif memonitoring aktivitas perusahaan dan menyimpulkan bahwa konsentrasi kepemilikan akan meningkatkan nilai perusahaan. Kepemilikan saham yang besar dari segi nilai ekonomisnya memiliki insentif untuk memonitor aktivitas perusahaan. Ketika kepemilikan saham oleh manajemen rendah maka akan cenderung akan terjadinya perilaku *opportunistic* manajer juga akan meningkat (Wahyudi dan Pawestri, 2006).

2.3 Nilai Perusahaan

Berdasarkan perspektif manajemen keuangan yang melihat tujuan utama dari perusahaan dalam menjalankan operasinya dapat dibedakan menjadi dua yaitu: tujuan jangka pendek yang berupa usaha untuk memperoleh laba secara maksimum, dan tujuan jangka panjang untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham. Hal ini memberikan tuntunan kepada manajer untuk memaksimalkan nilai perusahaan yang dilihat dari harga sahamnya. Semakin tinggi nilai saham maka semakin tinggi nilai perusahaan. Nilai perusahaan diciptakan oleh perusahaan melalui kegiatan perusahaan dari waktu ke waktu agar mencapai nilai perusahaan yang maksimum diatas nilai buku.

Nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Berbagai kebijakan yang diambil oleh manajemen dalam upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik dan para pemegang saham yang tercermin pada harga saham (Brigham dan Houston, 2001). Peningkatan kemakmuran pemilik dan pemegang saham tersebut antara lain dilakukan dengan memberikan dividen secara berkesinambungan dengan jumlah yang memuaskan. Selain itu, harga saham perusahaan yang meningkat akan memberikan keuntungan berupa *capital gain* bagi para investor. Dengan demikian, nilai perusahaan dapat dicerminkan dari harga saham perusahaan yang dipegang oleh investor. Dari pengertian diatas dapat diketahui bahwa nilai perusahaan mencerminkan abstraksi dan kinerja perusahaan. Apakah perusahaan tersebut bernilai baik atau buruk dan hal itu akan mempengaruhi reaksi investor terhadap investasi yang mereka pilih.

Kemampuan pengendalian perusahaan merupakan salah satu penarik minat investor. Bila investor tertarik maka mereka akan melakukan investasi pada

perusahaan tersebut dengan membeli sahamnya di pasar modal. Harga saham di pasar modal ditentukan oleh kekuatan pasar dalam kegiatan jual beli. Dengan demikian, harga saham merupakan ukuran prestasi perusahaan, yaitu ukuran keberhasilan manajemen mengelola perusahaan atas nama pemegang saham.

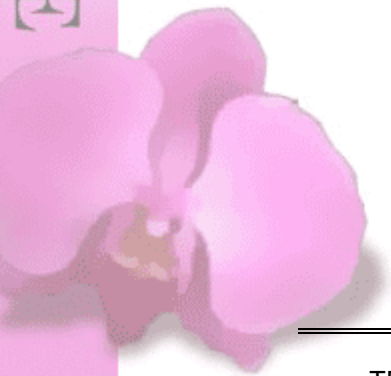
Nilai perusahaan diukur menggunakan rasio Tobin's Q karena dapat menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang hasil pengembalian dari setiap nilai investasi dan juga rasio ini memasukkan unsur-unsur kewajiban dan total aset dalam perhitungannya tidak hanya menghitung nilai pasar dari ekuitas. Menurut Smithers dan Wright (2007) dalam Yenni (2012) Tobin's Q dihitung dengan membandingkan rasio nilai pasar saham dengan nilai buku ekuitas perusahaan.

Apabila rasio-q di atas satu, ini menunjukkan bahwa investasi dalam aktiva menghasilkan laba yang memberikan nilai yang lebih tinggi daripada pengeluaran investasi, hal ini akan merangsang investai baru. Sebaliknya, jika rasio-q di bawah satu maka investasi dalam aktiva dianggap tidak menarik (Weston dan Copeland, 2008 dalam Mayang, 2012).

Menurut Smithers dan dan Wright (2007) dalam Mayang (2012) keunggulan Tobin's Q adalah :

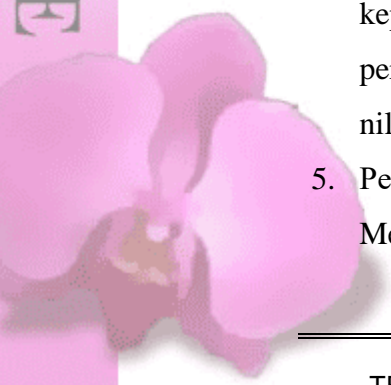
1. Tobin's Q mencerminkan aset perusahaan secara keseluruhan.
2. Tobin's Q mencerminkan sentimen pasar, misalnya analisis dilihat dari prospek perusahaan.
3. Tobin's Q mencerminkan modal intelektual perusahaan.
4. Tobin's Q dapat mengatasi masalah dalam memperkirakan tingkat keunggulan atau biaya marginal.

Perusahaan dengan nilai Q yang tinggi biasanya memiliki *brand image* perusahaan yang kuat, sedangkan perusahaan yang memiliki nilai Q yang rendah umumnya berada pada industri yang kompetitif atau industri yang mulai mengecil.



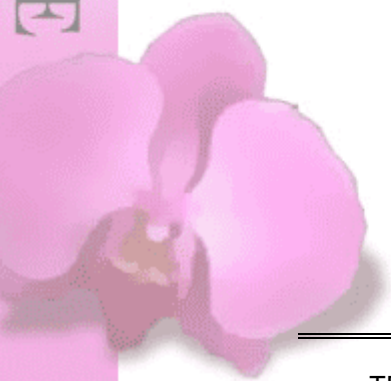
2.4 Penelitian Terdahulu

1. Penelitian oleh Sinta Dewi Widowati (2016) yang berjudul “Pengaruh Struktur Kepemilikan dan Struktur Modal terhadap Nilai Perusahaan”, hasilnya adalah kepemilikan manajerial berpengaruh negatife signifikan terhadap nilai perusahaan, kepemilikan institusional berpengaruh negatife signifikan terhadap nilai perusahaan, struktur modal berpengaruh tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.
2. Penelitian oleh Nola Yulita (2014) yang berjudul “Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Deviden dan Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan”, hasilnya adalah struktur modal tidak berpengaruh signifikan negatife terhadap nilai perusahaan, kebijakan deviden berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, kepemilikan manajerial tidak berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
3. Penelitian oleh Selly Anggraeni Haryono, Fitriany, Eliza Fatimah (2013) yang berjudul “Analisis Pengaruh Struktur Modal dan Struktur Kepemilikan terhadap Nilai Perusahaan”, hasilnya adalah hubungan positif antara struktur modal dengan nilai perusahaan karena adanya manfaat pajak dan akan berubah menjadi negatif setelah mencapai titik optimal tertentu, keberadaan multiple large shareholder tidak berpengaruh secara langsung terhadap kinerja operasional perusahaan, kepemilikan institusional berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
4. Penelitian oleh Dewa Ayu Prati Praidy Antari, I Made Dana (2012) yang berjudul “Pengaruh Struktur Modal, Kepemilikan Manajerial dan Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan”, hasilnya adalah struktur modal berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan, kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, kinerja keuangan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.
5. Penelitian oleh Munkakiroh (2011) yang berjudul “Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal dan Nilai Perusahaan pada Perusahaan



Perbankan di BEI tahun 2007-2009”, hasilnya adalah struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap struktur modal, tingkat suku bunga berpengaruh negatif terhadap struktur modal, kebijakan pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap struktur modal, variabel struktur kepemilikan berpengaruh terhadap nilai perusahaan perbankan, variabel tingkat suku bunga berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, variabel kebijakan pembayaran dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, variabel struktur modal berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

6. Penelitian oleh Sulistiono (2010) yang berjudul “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan terhadap Nilai Perusahaan”, hasilnya adalah kepemilikan manajerial, struktur modal dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan secara simultan, kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.



2.5 Hubungan Antar Variabel

1. Struktur modal dengan nilai perusahaan

Struktur modal (*capital structure*) adalah perbandingan atau imbalan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditujukan oleh perbandingan utang jangka panjang terhadap sumber modal (Keown dkk, 2008). Perusahaan menggunakan struktur modal dengan tujuan agar keuntungan yang diperoleh lebih besar daripada biaya aset dan sumber dananya yang akan meningkatkan keuntungan pemegang saham. Dalam penelitian ini, struktur modal dilihat dari *leveragenya*. Apabila perusahaan melakukan pinjaman kepada pihak di luar perusahaan maka akan timbul utang sebagai konsekuensi dari pinjamannya tersebut dan berarti perusahaan telah melakukan *financial leverage*. Semakin besar utang maka *financial leverage* juga akan semakin besar. Berarti risiko yang dihadapi perusahaan akan semakin besar karena utangnya tersebut. Sehingga mengakibatkan nilai perusahaan akan menurun karena utang yang semakin tinggi akan menimbulkan *financial distress*. Maka dapat disimpulkan rasio *leverage* yang tinggi menyebabkan turunnya nilai perusahaan (Weston dan Capeland, 1997) dalam Yenni (2012).

Menurut Eduardus (2001) sifat investor adalah *risk averse* yaitu cenderung menjauhi risiko maka investor akan bereaksi negatif terhadap tingginya nilai struktur modal karena tingginya utang merupakan beban yang akan ditanggung dari investasi mereka. Selain itu, perusahaan dengan utang yang tinggi juga memiliki risiko likuidasi yang tinggi karena ketidakmampuan dalam melunasi semua kewajiban tetap berupa bunga dan pokoknya. Oleh karena itu, perusahaan yang tinggi utangnya akan mengakibatkan reaksi investor rendah sehingga mengakibatkan harga saham turun dan berakibat kepada turunnya nilai perusahaan.

Dalam penelitian Wahid (2007) juga menjelaskan investor tidak akan mau mengambil risiko suatu investasi jika investasi tersebut tidak memberikan tingkat pengembalian yang layak. Investor akan menghindari pembelian saham perusahaan sehingga akan menyebabkan harga saham turun dan nilai perusahaan

juga akan mengalami penurunan. Penelitian Sujoko (2007) mengatakan struktur modal memiliki hubungan yang negatif terhadap nilai perusahaan.

Dapat disimpulkan utang yang tinggi akan menyebabkan turunnya nilai perusahaan dan membuat investor sangat berhati-hati untuk berinvestasi karena semakin tinggi struktur modal maka semakin tinggi pula risiko investasinya (Weston dan Copeland, 2008 dalam Mayang, 2012). Dengan demikian, dapat diduga bahwa adanya hubungan negatif antara struktur modal dengan nilai perusahaan.

2. Kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan

Kepemilikan manajerial adalah proporsi pemegang saham dari pihak manajerial yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Memaksimalkan nilai perusahaan sering muncul konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Hal ini dipicu karena manajer perusahaan yang mempunyai tujuan dan kepentingan yang lain yang bertentangan dengan tujuan utama perusahaan sering mengabaikan kepentingan pemegang saham (Jansen dan Meckling, 1976) dalam Permanasari (2010).

Pemisahan antara kepemilikan dan pengelolaan perusahaan dapat menimbulkan konflik keagenan. Konflik keagenan disebabkan prinsipal dan agen mempunyai kepentingan sendiri-sendiri yang saling bertentangan karena agen dan prinsipal berusaha memaksimalkan utilitasnya masing-masing. Perbedaan kepentingan mengakibatkan manajerial berperilaku curang dan tidak etis sehingga merugikan pemegang saham. Oleh karena itu, diperlukan suatu mekanisme pengendalian yang dapat mensejajarkan perbedaan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham.

Menurut Permanasari (2010) dengan adanya kepemilikan manajerial diharapkan manajer akan bertindak sesuai dengan keinginan para pemegang saham karena termotivasi untuk meningkatkan kinerjanya dan nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Semakin besar kepemilikan manajemen dalam perusahaan maka manajemen akan cenderung untuk berusaha meningkatkan kinerjanya untuk pemegang saham dan untuk kepentingan dirinya sendiri. Sedangkan menurut Sulistiono (2010) manajer yang sekaligus pemegang saham akan berusaha

meningkatkan nilai perusahaan, karena dengan meningkatnya nilai perusahaan maka nilai kekayaan sebagai pemegang saham juga akan meningkat.

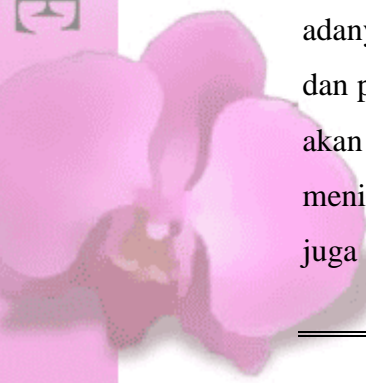
Berdasarkan penjelasan di atas, kepemilikan saham oleh manajerial dapat memberikan motivasi terhadap manajer untuk meningkatkan kinerja untuk kepentingan pemegang saham dan kepentingannya sendiri dan nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dengan demikian, dapat diduga bahwa adanya hubungan positif antara kepemilikan manajerial dengan nilai perusahaan.

2.6 Kerangka Konseptual

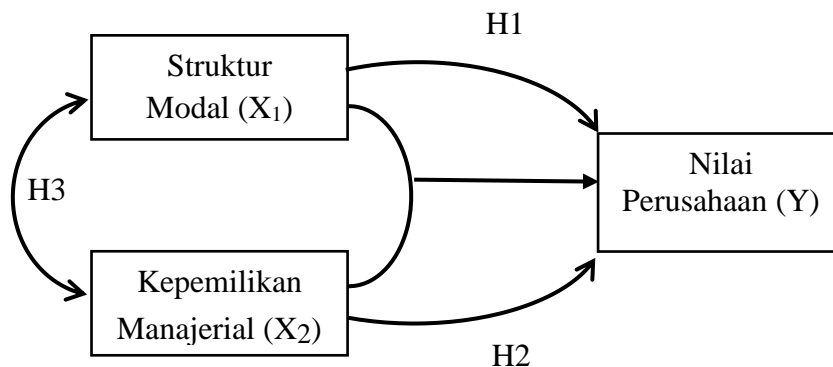
Nilai perusahaan adalah nilai pasar seluruh komponen keuangan perusahaan yang bersedia dibayar oleh calon pembeli jika perusahaan dijual yang tercermin dari harga sahamnya. Keberhasilan suatu perusahaan dapat dilihat dari nilai perusahaan karena semakin tinggi nilai perusahaan akan menggambarkan sejahtera pemiliknya. Memaksimalkan nilai perusahaan itu berarti memaksimalkan kemakmuran pemegang sahamnya.

Dalam melakukan keputusan pendanaan (struktur modal), perusahaan dituntut untuk mempertimbangkan dan menganalisis sumber pendanaan yang ekonomis. Sumber pendanaan yang dipilih oleh perusahaan harus bertujuan mendatangkan keuntungan dan lebih besar dari biaya. Apabila perusahaan memilih utang sebagai sumber pendanaannya maka akan timbul beberapa konsekuensi dari pinjaman tersebut seperti pembayaran bunga dan pokok pinjaman. Apabila utang tinggi akan menyebabkan turunnya nilai perusahaan dan membuat investor sangat berhati-hati untuk berinvestasi karena semakin tinggi utang maka semakin tinggi pula risiko investasinya.

Terdapat perbedaan kepentingan antara manajemen perusahaan sebagai pengambil keputusan dan para pemegang saham sebagai pemilik dari perusahaan. Tentunya perbedaan kepentingan ini akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Dengan adanya kepemilikan manajerial akan dapat mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham. Adanya kepemilikan saham oleh manajemen maka manajer akan melakukan usaha untuk meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaan sebagai pemegang saham juga meningkat. Dengan meningkatkan proporsi kepemilikan saham maka



diharapkan manajemen akan bertindak sesuai dengan keinginan para pemegang saham karena manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja perusahaan. Dengan demikian, dapat dikatakan bahwa struktur modal dan kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan. Hubungan dari variabel ini dapat digambarkan dalam kerangka konseptual sebagai berikut:



Gambar 2.1 Kerangka Konseptual Penelitian

2.7 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan identifikasi masalah, kajian teori dan hasil penelitian sebelumnya, maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H1: Struktur modal berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan.

H2: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

H3: Struktur modal dan kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

