

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1 REVIEW HASIL PENELITIAN TERDAHULU

Dalam penelitian ini peneliti mengambil referensi dari sebuah skripsi yang ditulis oleh seorang mahasiswa Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbanas Indonesia yaitu Mas Yuroh Puspa Arum yang diterbitkan pada tahun 2011 dengan judul skripsi yaitu “Hubungan Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Terhadap Kinerja Keuangan pada Perusahaan Go Public di Indonesia”.

Mas Yuroh Puspa Arum menggambarkan kepemilikan Manajerial terbukti signifikan terhadap nilai perusahaan (Tobins'Q). Hal ini ditunjukkan dengan nilai t hitung sebesar 3,405 dengan taraf signifikan 0,001 ($< 0,05$). Dengan demikian hipotesis dalam penelitian yang menyatakan “Kepemilikan Manajerial berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan” diterima. Kepemilikan Institusional terbukti tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan (Tobins'Q). Hal ini ditunjukkan dengan Kepemilikan Institusional yang memiliki nilai t hitung sebesar 1,626 dengan taraf signifikan 0,110 ($> 0,05$). Dengan demikian hipotesis dalam penelitian yang menyatakan “Kepemilikan Institusional berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan” tidak diterima.

Penelitian ini juga mengambil beberapa jurnal diantaranya oleh Sulistiono (2010) “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Struktur Modal dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di Bei Tahun 2006-2008.”

Sulistiono menjelaskan bahwa kepemilikan manajerial, struktur modal dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan secara simultan. Hasil penelitian membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian membuktikan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian membuktikan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian oleh Ratih Fitria Sari (2010) yang berjudul “Analisis Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kebijakan Utang, Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Kesempatan Investas Terhadap Kebijakan Deviden.”

Ratih Fitria Sari menjelaskan bahwa kebijakan utang (*Debt to Asset Ratio*) berpengaruh negatif terhadap kebijakan dividen (*Dividen Payout Ratio*). Akan tetapi kesempatan investasi berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen namun dengan arah positif. Pengaruh positif ini tidak sesuai dengan yang diharapkan dimana hipotesis yang diajukan yaitu adanya pengaruh negatif. Kepemilikan manajerial, profitabilitas dan ukuran perusahaan tidak memiliki pengaruh terhadap kebijakan dividen (*Dividen Payout Ratio*).

Penelitian oleh Ginza Angelia Purwanto (2013) “Analisis Pengaruh Kepemilikan Institusional, Free Cash Flow, Investment Opportunity Set Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Kebijakan Hutang Sebagai Variabel Intervening.”

Ginza Angelia Purwanto menjelaskan bahwa kepemilikan institusional, *free cash flow*, dan *investment opportunity set* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang. Kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Investment opportunity set memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan hutang terbukti memiliki pengaruh yang signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian oleh Dewa Kadek Oka (2011) yang berjudul “Pengaruh Struktur Modal dan Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Indonesia.”

Dewa Kadek Oka menjelaskan bahwa: Struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas, pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas, struktur modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Penelitian oleh Daniel Wiberg (2008) yang berjudul “Institutional Ownership – the Anonymous Capital: Corporate Governance and Investment Performance” yang menyimpulkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh terhadap performa

perusahaan. Dan penelitian oleh Albert Nicholas (2011) yang berjudul “Essays on Resource Management: Ownership, Market Structures and Exhaustibility” yang menyimpulkan bahwa kepemilikan manajemen berpengaruh terhadap performa perusahaan

2.2 LANDASAN TEORI

2.2.1 TEORI KEAGENAN

Teori keagenan (*agency theory*) menjelaskan bahwa hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agent*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada *agent* tersebut (Jensen dan Meckling dalam Wien Eka Permanasari 2010)

Perusahaan dipandang sebagai sekumpulan kontrak antara manajer perusahaan dan pemegang saham. Prinsipal atau pemilik perusahaan menyerahkan pengelolaan perusahaan terhadap pihak manajemen. Manajer sebagai pihak yang diberi wewenang atas kegiatan perusahaan dan berkewajiban menyediakan laporan keuangan akan cenderung untuk melaporkan sesuatu yang memaksimalkan utilitasnya dan mengorbankan kepentingan pemegang saham. Sebagai pengelola perusahaan, manajer akan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan dibandingkan pemilik (pemegang saham). Manajer berkewajiban memberikan sinyal mengenai kondisi perusahaan kepada pemilik sebagai wujud dari tanggung atas pengelolaan perusahaan namun informasi yang disampaikan terkadang diterima tidak sesuai dengan kondisi perusahaan sebenarnya sehingga hal ini memacu terjadinya konflik keagenan. Dalam kondisi yang demikian ini dikenal sebagai informasi yang tidak simetris atau asimetri informasi (*information asymmetric*) (Imanda dan Nasir, 2006).

Dari definisi di atas dapat disimpulkan bahwa definisi dari teori agensi adalah hubungan antara *principal* (pemilik/pemegang saham) dan *agent* (manajer). Dan di dalam hubungan keagenan tersebut terdapat suatu kontrak dimana pihak *principal* memberi wewenang kepada *agent* untuk mengelola usahanya dan membuat keputusan yang terbaik bagi *principal*.

Menurut Eisenhard dalam Ujiyanto dan Pramuka (2008), teori keagenan dilandasi oleh tiga buah asumsi, yaitu: manusia pada umumnya mementingkan diri sendiri (*self interest*), manusia memiliki daya pikir terbatas mengenai persepsi masa mendatang (*bounded rationality*), dan manusia selalu menghindari resiko (*risk averse*). Berdasarkan asumsi sifat dasar manusia tersebut manajer sebagai manusia kemungkinan besar akan bertindak berdasarkan sifat *opportunistic*, yaitu mengutamakan kepentingan pribadinya.

Menurut Meisser, et al., (2006:7) hubungan keagenan ini mengakibatkan dua permasalahan, yaitu:

1. Terjadinya informasi asimetris (*information asymmetry*) dimana manajemen secara umum memiliki lebih banyak informasi mengenai posisi keuangan yang sebenarnya dan posisi operasi entitas dari pemilik,
2. Terjadinya konflik kepentingan (*conflict of interest*) akibat ketidaksamaan tujuan, dimana manajemen tidak selalu bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik.

Teori keagenan (*Agency theory*) merupakan basis teori yang mendasari praktik bisnis perusahaan yang dipakai selama ini. Teori tersebut berakar dari sinergi teori ekonomi, teori keputusan, sosiologi, dan teori organisasi. Prinsip utama teori ini menyatakan adanya hubungan kerja antara pihak yang memberi wewenang (prinsipal) yaitu investor dengan pihak yang menerima wewenang (agensi) yaitu manajer, dalam bentuk kontrak kerja sama.

Teori agensi mengasumsikan bahwa semua individu bertindak atas kepentingan mereka sendiri. Pemegang saham sebagai principal diasumsikan hanya tertarik kepada hasil keuangan yang bertambah atau investasi mereka di dalam perusahaan. Sedangkan para agen diasumsikan menerima kepuasan berupa kompensasi keuangan dan syarat-syarat yang menyertai dalam hubungan tersebut. Karena perbedaan kepentingan ini masing-masing pihak berusaha memperbesar keuntungan bagi diri sendiri. Principal menginginkan pengembalian yang sebesar-besarnya dan secepatnya atas investasi yang mereka lakukan.

Agen menginginkan kepentingannya diakomodir dengan pemberian kompensasi/bonus/insentif/remunerasi yang memadai dan sebesar-besarnya atas

kinerjanya. Principal menilai prestasi Agen berdasarkan kemampuannya memperbesar laba untuk dialokasikan pada pembagian deviden. Makin tinggi laba, harga saham dan makin besar deviden, maka Agen dianggap berhasil/berkinerja baik sehingga layak mendapat insentif yang tinggi. Sebaliknya Agen pun memenuhi tuntutan Principal agar mendapatkan kompensasi yang tinggi. Sehingga bila tidak ada pengawasan yang memadai maka sang Agen dapat memainkan beberapa kondisi perusahaan agar seolah-olah target tercapai. Permainan tersebut bisa atas prakarsa dari Principal ataupun inisiatif Agen sendiri. Maka terjadilah Creative Accounting yang menyalahi aturan. Misalnya adanya piutang yang tidak mungkin tertagih yang tidak dihapuskan, pengakuan penjualan yang tidak semestinya yang berdampak pada besarnya nilai aktiva dalam neraca yang hanya mempercantik laporan keuangan walaupun bukan nilai yang sebenarnya. Atau bisa juga dengan melakukan income smoothing (membagi keuntungan ke periode lain) agar setiap tahun kelihatan perusahaan meraih keuntungan, padahal kenyataannya merugi atau laba turun.

Salah satu hipotesis dalam teori ini adalah bahwa manajemen dalam mengelola perusahaan cenderung lebih mementingkan kepentingan pribadinya daripada meningkatkan nilai perusahaan.

Menurut Brigham dan Houston dalam Sulistiono (2010), hubungan keagenan dapat timbul di antara :

a. Pemegang saham dengan manajer.

Masalah keagenan dapat timbul jika manajer menempatkan tujuan dan kesejahteraan mereka sendiri pada posisi yang lebih tinggi dari kepentingan pemegang saham. Menurut Jensen dan Meckling, masalah keagenan potensial terjadi bila proporsi kepemilikan atas saham perusahaan kurang dari seratus persen sehingga manajer cenderung bertindak untuk mengejar kepentingannya sendiri dan bukan memaksimalkan nilai perusahaan dalam mengambil keputusan pendanaan. Tindakan manajer yang oportunistik tersebut akan mempertinggi cost perusahaan dan mengurangi kemakmuran pemegang saham.

b. Pemegang saham (melalui manajer) dengan kreditur.

Kreditur memiliki klaim atas sebagian dari arus kas perusahaan untuk pembayaran bunga dan pokok utang. Mereka memiliki klaim atas aset perusahaan saat perusahaan

mengalami kebangkrutan. Pada saat perusahaan mengalami kebangkrutan, keputusan harus segera diambil untuk mengatasi kondisi tersebut, yaitu apakah akan melikuidasi perusahaan dengan menjual seluruh aset atau melakukan reorganisasi. Manajemen perlu segera bertindak khususnya manajer memilih mereorganisasi dengan tujuan mempertahankan pekerjaannya. Keputusan manajer ini tentu saja berdampak pada pemegang saham atau kreditur atau kedua belah pihak tersebut. Kreditur pada umumnya menghendaki likuidasi perusahaan sehingga mereka dapat segera menarik dananya dengan cepat. Di lain pihak, manajemen menginginkan perusahaan tetap eksis sehingga mereka memilih mereorganisasi perusahaan. Pada saat bersamaan, pemegang saham kemungkinan mencoba mencari pengganti manajer lama yang mau dibayar lebih rendah meskipun proses tersebut membutuhkan waktu yang lama.

Laily (2009) mengemukakan cara-cara untuk mengatasi masalah keagenan antara lain:

1. Meningkatkan kepemilikan manajerial. Dengan adanya kepemilikan saham maka manajer akan merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga merasakan apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.
2. Pendekatan pengawasan eksternal. Pendekatan ini dilakukan melalui penggunaan utang. Adanya utang akan dapat mengendalikan penggunaan free cash flow secara berlebihan oleh manajer karena perusahaan harus melakukan pembayaran atas bunga dan pokok pinjaman secara periodik serta mematuhi ketentuan pada perjanjian utang.
3. Institutional investor sebagai monitoring agent. Adanya kepemilikan saham oleh investor institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan oleh intitusi lain akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen.

2.2.2 STAKEHOLDER THEORY

Stakeholder theory mengatakan bahwa perusahaan bukanlah entitas yang hanya beroperasi untuk kepentingannya sendiri namun harus memberikan manfaat bagi stakeholdernya (pemegang saham, konsumen, supplier, pemerintah, dan masyarakat) (Ghozali dan Chariri, 2007).

Dalam Freeman, 2004 pun dinyatakan bahwa *stakeholder theory* dimulai dengan adanya asumsi bahwa nilai adalah hal yang penting dan secara eksplisit merupakan bagian dari bisnis. Dalam hal ini, manajer menyatakan mengenai pernyataan nilai dan apa yang akan diperoleh *stakeholder*. Ini juga menekan manajer mengenai bagaimana mereka melakukan bisnis yang bersih.

Gray *et al* dalam Ghozali dan Chariri (2007) mengatakan bahwa kelangsungan hidup perusahaan bergantung pada dukungan *stakeholder* dan dukungan tersebut harus dicari sehingga aktivitas perusahaan adalah untuk mencari dukungan tersebut. Makin *powerful stakeholder*, makin besar usaha perusahaan untuk beradaptasi. Pengungkapan sosial dianggap sebagai bagian dari dialog antara perusahaan dengan *stakeholdernya*.

Kasali dalam Wibisono (2007) membagi *stakeholders* menjadi sebagai berikut:

1. *Stakeholders* Internal dan *stakeholders* eksternal

Stakeholders internal adalah *stakeholders* yang berada di dalam lingkungan organisasi. Misalnya karyawan, manajer dan pemegang saham (*shareholder*). Sedangkan *stakeholders* eksternal adalah *stakeholders* yang berada di luar lingkungan organisasi, seperti penyalur atau pemasok, konsumen atau pelanggan, masyarakat, pemerintah, pers, kelompok *social responsible investor*, *licensing partner* dan lain-lain.

2. *Stakeholders* primer, sekunder dan marjinal

Tidak semua elemen dalam *stakeholders* perlu diperhatikan. Perusahaan perlu menyusun skala prioritas. *Stakeholders* yang paling penting disebut *stakeholders* primer, *stakeholders* yang kurang penting disebut *stakeholders* sekunder dan yang biasa diabaikan disebut *stakeholders* marjinal. Urutan prioritas ini berbeda bagi setiap perusahaan meskipun produk atau jasanya sama. Urutan ini juga bisa berubah dari waktu ke waktu.

3. *Stakeholders* tradisional dan *stakeholders* masa depan

Karyawan dan konsumen dapat disebut sebagai *stakeholders* tradisional, karena saat ini sudah berhubungan dengan organisasi. Sedangkan *stakeholders* masa depan adalah *stakeholders* pada masa yang akan datang diperkirakan akan memberikan pengaruhnya pada organisasi seperti mahasiswa, peneliti dan konsumen potensial.

4. *Proponents*, *opponents*, dan *uncommitted*

Diantara *stakeholders* ada kelompok yang memihak organisasi (*proponents*), menentang organisasi (*opponents*) dan ada yang tidak peduli atau abai (*uncommitted*). Organisasi perlu mengenal *stakeholders* yang berbeda-beda ini agar dapat melihat permasalahan, menyusun rencana dan strategi untuk melakukan tindakan yang proposional.

5. *Silent majority* dan *vokal minority*

Dilihat dari aktivitas *stakeholders* dalam melakukan komplain atau mendukung perusahaan, tentu ada yang menyatakan pertentangan atau dukungannya secara *vokal* (aktif) namun ada pula yang menyatakan secara *silent* (pasif).

Berdasarkan kekuatan, posisi penting dan pengaruh stakeholder terhadap suatu isu, stakeholder dapat dikategorikan kedalam beberapa kelompok yaitu stakeholder primer, sekunder dan stakeholder kunci :

a) Stakeholder Utama (primer)

Stakeholder utama merupakan stakeholder yang memiliki kaitan kepentingan secara langsung dengan suatu kebijakan, program, dan proyek. Mereka harus ditempatkan sebagai penentu utama dalam proses pengambilan keputusan. Beberapa bagian yang terkait di dalamnya adalah sebagai berikut :

- *Masyarakat dan tokoh masyarakat* : Masyarakat yang terkait dengan proyek, yakni masyarakat yang diidentifikasi akan memperoleh manfaat dan yang akan terkena dampak (kehilangan tanah dan kemungkinan kehilangan mata pencaharian) dari proyek ini. Tokoh masyarakat: Anggota masyarakat yang oleh masyarakat ditokohkan di wilayah itu sekaligus dianggap dapat mewakili aspirasi masyarakat.

- Pihak Manajer publik : lembaga/badan publik yang bertanggung jawab dalam pengambilan dan implementasi suatu keputusan.

b) Stakeholder Pendukung (sekunder)

Stakeholder pendukung (sekunder) adalah stakeholder yang tidak memiliki kaitan kepentingan secara langsung terhadap suatu kebijakan, program, dan proyek, tetapi memiliki kepedulian (concern) dan keprihatinan sehingga mereka turut bersuara dan berpengaruh terhadap sikap masyarakat dan keputusan legal pemerintah. Beberapa bagian yang terkait di dalamnya adalah sebagai berikut :

- lembaga(Aparat) pemerintah dalam suatu wilayah tetapi tidak memiliki tanggung jawab langsung.
- lembaga pemerintah yang terkait dengan isu tetapi tidak memiliki kewenangan secara langsung dalam pengambilan keputusan.
- Lembaga swadaya Masyarakat (LSM) setempat : LSM yang bergerak di bidang yang bersesuaian dengan rencana, manfaat, dampak yang muncul yang memiliki “concern” (termasuk organisasi massa yang terkait).
- Perguruan Tinggi: Kelompok akademisi ini memiliki pengaruh penting dalam pengambilan keputusan pemerintah.
- Pengusaha(Badan usaha) yang terkait.

c) Stakeholder Kunci

Stakeholder kunci merupakan stakeholder yang memiliki kewenangan secara legal dalam hal pengambilan keputusan. Stakeholder kunci yang dimaksud adalah unsur eksekutif sesuai levelnya, legislatif, dan instansi. Misalnya, stakeholder kunci untuk suatu keputusan untuk suatu proyek level daerah kabupaten. Beberapa bagian yang terkait di dalamnya adalah sebagai berikut :

- Pemerintah Kabupaten
- DPR Kabupaten
- Dinas yang membawahi langsung proyek yang bersangkutan.

Terdapat beberapa alasan yang mendorong perusahaan perlu memperhatikan kepentingan *stakeholders*, yaitu:

1. Isu lingkungan melibatkan kepentingan berbagai kelompok dalam masyarakat yang dapat mengganggu kualitas hidup mereka.
2. Dalam era globalisasi telah mendorong produk-produk yang diperdagangkan harus bersahabat dengan lingkungan.
3. Para investor dalam menanamkan modalnya cenderung untuk memilih perusahaan yang memiliki dan mengembangkan kebijakan dan program lingkungan.
4. LSM dan pencinta lingkungan makin vokal dalam mengkritik perusahaan-perusahaan yang kurang peduli terhadap lingkungan.

2.2.3 DEFINISI NILAI PERUSAHAAN

Perusahaan adalah suatu organisasi yang mengkombinasikan dan mengorganisasikan berbagai sumber daya dengan tujuan untuk memproduksi barang atau jasa untuk dijual (Salvatore, 2005). Tujuan utama perusahaan adalah untuk memaksimumkan kekayaan atau nilai perusahaan (Salvatore, 2005). Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting artinya bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan utama perusahaan. Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan.

Tujuan jangka panjang dari perusahaan adalah mengoptimalkan nilai perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Peningkatan nilai perusahaan dapat menggambarkan kesejahteraan pemilik perusahaan, sehingga pemilik perusahaan akan mendorong manajer agar bekerja lebih keras dengan menggunakan berbagai intensif untuk memaksimalkan nilai perusahaan.

Menurut Rika dan Ishlahuddin (2008), nilai perusahaan didefinisikan sebagai nilai pasar. Alasannya karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran atau keuntungan bagi pemegang saham secara maksimum jika harga saham perusahaan meningkat. Semakin tinggi harga saham, maka makin tinggi keuntungan pemegang saham sehingga keadaan ini akan diminati oleh investor karena dengan permintaan

saham yang meningkatkan menyebabkan nilai perusahaan juga akan meningkat. Nilai perusahaan dapat dicapai dengan maksimum jika para pemegang saham menyerahkan urusan pengelolaan perusahaan kepada orang-orang yang berkompeten dalam bidangnya, seperti manajer maupun komisaris.

Menurut Christiawan dan Tarigan (2007), ada beberapa konsep yang menjelaskan nilai perusahaan yaitu nilai nominal, nilai intrinsik, nilai likuidasi, nilai buku, nilai pasar dan nilai intrinsik. Nilai nominal adalah nilai yang tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan. Nilai likuidasi adalah nilai jual seluruh aset perusahaan setelah dikurangi semua kewajiban yang harus dipenuhi. Nilai buku adalah nilai perusahaan yang dihitung dengan dasar konsep akuntansi. Nilai pasar adalah harga yang terjadi dari proses tawar-menawar di pasar saham sedangkan konsep yang paling representatif untuk menentukan nilai suatu perusahaan adalah konsep intrinsik. Nilai perusahaan dalam konsep nilai intrinsik ini bukan sekedar harga dari sekumpulan nilai aset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan dikemudian hari.

Menurut Indriyo (2002), aspek-aspek sebagai pedoman perusahaan untuk memaksimalkan nilai perusahaan adalah sebagai berikut:

1. Menghindari risiko yang tinggi

Bila perusahaan sedang melaksanakan operasi yang berjangka panjang, maka harus dihindari tingkat risiko yang tinggi. Proyek-proyek yang memiliki kemungkinan laba yang tinggi tetapi mengandung risiko yang tinggi perlu dihindarkan. Menerima proyek-proyek tersebut dalam jangka panjang berarti suatu kegagalan yang dapat mematahkan kelangsungan hidup perusahaan.

2. Membayarkan *dividen*

Dividen adalah pembagian laba kepada para pemegang saham oleh perusahaan. *Dividen* harus sesuai dengan kebutuhan perusahaan maupun kebutuhan para pemegang saham. Pada saat perusahaan sedang mengalami pertumbuhan *dividen* kemungkinan kecil, agar perusahaan dapat memupuk dana yang diperlukan pada saat pertumbuhan itu. Akan tetapi jika keadaan perusahaan sudah mapan dimana pada saat itu penerimaan yang diperoleh sudah cukup besar, sedangkan kebutuhan pemupukan dana tidak begitu besar maka *dividen* yang dibayarkan dapat

diperbesar. Dengan membayarkan *dividen* secara wajar, maka perusahaan dapat membantu menarik para investor untuk mencari *dividen* dan hal ini dapat membantu memelihara nilai perusahaan.

3. Mengusahakan Pertumbuhan

Apabila perusahaan dapat mengembangkan penjualan, hal ini dapat berakibat terjadinya keselamatan usaha di dalam persaingan di pasar. Maka perusahaan yang akan berusaha memaksimalkan nilai perusahaan harus secara terus-menerus mengusahakan pertumbuhan dari penjualan dan penghasilannya.

4. Mempertahankan Tingginya Harga Pasar Saham

Harga saham di pasar adalah merupakan perhatian utama dari perhatian manajer keuangan untuk memberikan kemakmuran kepada para pemegang saham atau pemilik perusahaan. Manajer harus selalu berusaha ke arah itu untuk mendorong masyarakat agar bersedia menanamkan uangnya ke dalam perusahaan itu. Dengan pemilihan investasi yang tepat maka perusahaan akan mencerminkan petunjuk sebagai tempat penanaman modal yang bijaksana bagi masyarakat. Hal ini akan membantu mempertinggi nilai dari perusahaan.

Suharli (2006) menyatakan bahwa nilai pemegang saham akan meningkat apabila nilai perusahaan meningkat yang ditandai dengan tingkat pengembalian investasi yang tinggi kepada pemegang saham. Nilai perusahaan diukur dari nilai pasar wajar dari harga saham. Bagi perusahaan yang sudah *go public* maka nilai pasar wajar perusahaan ditentukan mekanisme permintaan dan penawaran di bursa, yang tercermin dalam *listing price*. Harga pasar merupakan cerminan berbagai keputusan dan kebijakan manajemen.

Salah satu alternatif yang digunakan dalam menilai nilai perusahaan adalah dengan menggunakan Tobin's Q rasio ini dikembangkan oleh James Tobin pada tahun 1967. Rasio ini dinilai dapat memberikan informasi yang paling baik, karena dapat menjelaskan berbagai fenomena dalam kegiatan perusahaan seperti terjadinya perbedaan *crosssectional* dalam pengambilan keputusan investasi dan diversifikasi, hubungan antar kepemilikan saham manajemen dan nilai perusahaan (Sukamulja, 2004).

Rasio ini merupakan konsep yang berharga karena menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang nilai hasil pengembalian dari setiap dolar investasi (Herawaty,2008).Semakin besar nilai rasio Tobin's Q menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik.Hal ini dapat terjadi karena semakin besar nilai pasar aset perusahaan,semakin besar kerelaan investor untuk mengeluarkan pengorbanan yang lebih untuk memiliki perusahaan tersebut.

Menurut Brealy dan Myers dalam Sukamulja (2004) menyebutkan bahwa perusahaan dengan nilai Q yang tinggi biasanya memiliki *brand image* perusahaan yang sangat kuat, edangkan perusahaan yang memiliki nilai Q yang rendah umumnya berada pada industri yang sangat kompetitif atau industri yang mulai mengecil.

Berikut menghitung nilai perusahaan dengan rumus Tobin's Q :

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

Dimana :

Q = Nilai Perusahaan

EMV = closing price x jumlah saham beredar

D = Nilai buku dari total hutang

EBV = Nilai buku dari total ekuitas

Dalam penelitian ini menggunakan rasio Tobin's Q karena rasio ini bisa memberikan informasi yang baik,karena memasukkan komponen harga penutupan saham diakhir tahun buku,jumlah saham yang beredar,total aktiva dan total utang perusahaan,sehingga dapat diketahui kemampuan perusahaan dalam membentuk harga saham di pasar modal.Semakin besar nilai rasio tobin's Q menunjukkan bahwa perusahaan memiliki prospek pertumbuhan yang baik

2.2.4 KEPEMILIKAN MANAJEMEN

Menurut Christiawan dan Tarigan (2007:3) 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. Sedangkan Wahidahwati (2002:4) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial adalah pemegang saham dari pihak manajemen (direktur dan komisaris) yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan.

Kepemilikan manajemen adalah proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris) (Diyah dan Erman, 2009). Dengan adanya kepemilikan manajemen dalam sebuah perusahaan akan menimbulkan dugaan yang menarik bahwa nilai perusahaan meningkat sebagai akibat kepemilikan manajemen yang meningkat. Kepemilikan oleh manajemen yang besar akan efektif memonitoring aktivitas perusahaan (Wien Eka Permanasari, 2010). Lemons dan Lins (2001) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dapat diartikan semakin tinggi proporsi kepemilikan manajerial akan menurunkan market value, penurunan ini diakibatkan karena tindakan opportunistik yang dilakukan oleh pemegang saham manajerial. Marcus, Kane dan Bodie (2006:8) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham (*outsiders ownership*), sehingga akan memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah. Pernyataan tersebut menyatakan bahwa semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan, maka manajemen cenderung lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang *notebene* adalah dirinya sendiri.

Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan ada suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan. Termasuk didalamnya adalah kebijakan menggunakan hutang. Hutang yang tinggi akan meningkatkan resiko kebangkrutan perusahaan, karena perusahaan akan mengalami *financial distress*. Menurut Sjahrial (2006:146) *financial distress* adalah kondisi dimana perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan terancam bangkrut. Selain itu proporsi hutang yang besar akan menempatkan manajer di bawah pengawasan *debtholders* dan

manajer cenderung tidak menyukai pengawasan oleh *debtholders* tersebut. Karena itulah maka manajer akan berusaha menekan jumlah hutang serendah mungkin.

Kondisi perusahaan dengan kepemilikan manajerial tentu berbeda dengan perusahaan tanpa kepemilikan manajerial. Christiawan dan Tarigan (2007:2) menyatakan bahwa dalam perusahaan dengan kepemilikan manajerial, manajer yang sekaligus pemegang saham tentunya akan menselaraskan kepentingannya sebagai manajer dengan kepentingannya sebagai pemegang saham, sehingga akan lebih berhati-hati dalam melakukan keputusan pendanaan. Sementara dalam perusahaan tanpa kepemilikan manajerial, manajer yang bukan pemegang saham kemungkinan akan mementingkan kepentingan sendiri.

Berikut rumus menghitung kepemilikan manajer :

$$\frac{\text{Saham yang dimiliki manajer}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

2.2.5 KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL

Kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain (Tarjo, 2008). Kepemilikan institusional memiliki arti penting dalam memonitor manajemen karena dengan adanya kepemilikan oleh institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal. *Monitoring* tersebut tentunya akan menjamin kemakmuran untuk pemegang saham, pengaruh kepemilikan institusional sebagai agen pengawas ditekan melalui investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal.

Tingkat kepemilikan institusional yang tinggi akan menimbulkan usaha pengawasan yang lebih besar oleh pihak investor institusional sehingga dapat menghalangi perilaku *opportunistic* manajer. Menurut Shleifer and Vishny (dalam Barnea dan Rubin, 2005) bahwa *institutional shareholders*, dengan kepemilikan saham yang besar, memiliki insentif untuk memantau pengambilan keputusan perusahaan. Begitu pula penelitian Wening (2009) Semakin besar kepemilikan oleh institusi keuangan maka semakin besar pula kekuatan suara dan dorongan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan. Kepemilikan institusional memiliki kelebihan antara lain, memiliki profesionalisme dalam menganalisis informasi sehingga dapat menguji keandalan informasi, memiliki motivasi yang kuat untuk melaksanakan pengawasan lebih ketat atas aktivitas yang terjadi di dalam perusahaan.

Penelitian Smith (dalam Suranta dan Mudiastuty, 2004) menunjukkan bahwa aktivitas monitoring institusi mampu mengubah struktur pengelolaan perusahaan dan mampu meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Hal ini didukung oleh Cruthley et al., (dalam Suranta dan Mudiastuty, 2004) yang menemukan bahwa *monitoring* yang dilakukan institusi mampu mensubstitusi biaya keagenan lain sehingga biaya keagenan menurun dan nilai perusahaan meningkat.

Kepemilikan institusional umumnya bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan. Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar (lebih dari 5 %) mengindikasikan kemampuannya untuk memonitor manajemen. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan. Dengan demikian proporsi kepemilikan institusional bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan manajemen (Fauzi, 2004). Kepemilikan institusional akan mendorong pemilik untuk melakukan pinjaman kepada manajemen sehingga manajemen terdorong untuk meningkatkan kinerjanya selanjutnya nilai perusahaan akan meningkat (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Penelitian Smith (dalam Suranta dan Merdistusi, 2004) menunjukkan bahwa aktivitas monitoring institusi mampu mengubah struktur pengelolaan perusahaan dan mampu meningkatkan kemakmuran pemegang saham. Hal ini didukung oleh Cruthley et al., (dalam Suranta dan Merdistusi, 2004) yang menemukan bahwa *monitoring* yang dilakukan institusi mampu mensubstitusi biaya keagenan lain sehingga biaya keagenan menurun dan nilai perusahaan meningkat.

Kemampuan investor institusional untuk mengawasi manajemen dinyatakan oleh beberapa peneliti. Faisal dalam Murni (2007) menyebutkan bahwa kepemilikan saham oleh investor institusional akan meningkatkan pengawasan menjadi lebih optimal. Pengawasan optimal terhadap perilaku manajemen ini dapat mengurangi maupun mencegah perilaku oportunistik manajemen (dalam Meythi 2007). Investor institusional berperan sebagai pengawas melalui investasinya. Jika investor institusional tidak puas dengan kinerja manajemen, maka mereka dapat menjual sahamnya (Andriana, 2007). Variabel kepemilikan institusional diukur dengan persentase saham yang dimiliki investor institusional di akhir tahun.

Berikut rumus menghitung kepemilikan institusi :

$$\frac{\text{Saham yang dimiliki institusi}}{\text{Jumlah saham yang beredar}} \times 100\%$$

2.2.6 HUBUNGAN ANTAR VARIABEL PENELITIAN

2.2.6.1 KEPEMILIKAN MANAJEMEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Menurut *agency teory*, 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. Menurut Tendi Haruman (2008), perbedaan kepentingan antara manajemen dan pemegang saham mengakibatkan manajemen berperilaku curang dan tidak etis sehingga merugikan pemegang saham. Oleh karena itu diperlukan suatu mekanisme pengendalian yang dapat mensejajarkan perbedaan kepentingan antara manajemen dengan saham. Manajer yang sekaligus pemegang saham akan meningkatkan nilai perusahaan karena dengan meningkatkan nilai perusahaan, maka nilai kekayaannya sebagai pemegang saham akan meningkat juga. Penelitian yang mengkaitkan kepemilikan manajemen dengan nilai

perusahaan telah banyak dilakukan namun dengan hasil yang berbeda-beda pula. Penelitian Solihan dan Taswon (dalam Jogi dan Josua, 2007) menemukan hubungan yang signifikan dan positif antara kepemilikan manajemen dan nilai perusahaan. Sementara penelitian Siallagan dan Machfoedz (2006) menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan yang diukur dengan rumus Tobin's Q. Penelitian Wahyudi dan Prawesti (2006) dan Etty Murwaningsih (2009), menemukan bahwa kepemilikan manajemen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal tersebut disebabkan karena timbulnya hubungan *non-monotonic* yaitu adanya insentif yang dimiliki manajer dan mereka berusaha untuk melakukan penyesuaian kepentingan dengan *outsider ownership* dengan cara meningkatkan kepemilikan saham mereka jika nilai perusahaan meningkat

2.2.6.2 KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL TERHADAP NILAI PERUSAHAAN

Juniarti dan Sentosa (2009) menyatakan bahwa kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh investor institusional seperti pemerintah, perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi, institusi luar negeri, dana perwalian serta institusi lainnya. Brickley et al. dalam Azharia (2007) mencoba mengklasifikasikan investor institusional ke dalam tiga jenis, yaitu pertama *pressure-resistant* yaitu investor yang cenderung tidak mempunyai hubungan dengan perusahaan dimana mereka menginvestasikan dananya dan mempunyai pengaruh yang lebih kuat dalam mempengaruhi pemilihan strategi di dalam perusahaan. Contohnya seperti dana pensiun dan reksa dana. Jenis yang kedua yaitu *pressure-sensitive*, seperti bank dan asuransi. Investor institusional jenis ini memiliki hubungan dengan perusahaan dimana mereka menginvestasikan dananya dan cenderung lebih pasif dibandingkan investor institusional jenis *pressure-resistant* karena investor institusional jenis ini berkewajiban untuk memberikan dukungan terhadap kebijakan yang diambil oleh manajemen. Jenis yang ketiga yaitu *pressure-indeterminate*. Investor jenis ini yaitu dana pensiun perusahaan yang mengelola dana pensiun khusus untuk para pegawai yang bekerja di perusahaan tersebut. Hubungan antara perusahaan dengan dana pensiun perusahaan terjalin dengan baik dan dana pensiun

perusahaan biasanya tidak aktif berperan dalam menggunakan haknya untuk menentang segala keputusan yang diambil oleh manajemen perusahaan.

Shiller dan Pound dalam Shuhaela (2008) menyatakan bahwa investor institusional menghabiskan waktu lebih banyak untuk melakukan analisis dan memiliki akses dan informasi yang perolehannya terlalu mahal untuk dimiliki oleh investor lain. Dikarenakan telah menghabiskan banyak waktu dan uang untuk mendapatkan informasi, maka investor institusional akan melakukan monitoring secara efektif dan juga tidak mudah dikelabui oleh manajemen

Kepemilikan institusional, umumnya dapat bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan dan diharapkan juga dapat bertindak sebagai pencegahan terhadap pemborosan yang dilakukan oleh manajemen (Faizal, 2004). Begitu pula menurut Wening (2009) Semakin besar kepemilikan oleh institusi keuangan maka semakin besar pula kekuatan suara dan dorongan untuk mengoptimalkan nilai perusahaan.

Menurut Xu and Wang, *et al.* dan Bjuggren *et al.*, (dalam Tarjo, 2008), bahwa kepemilikan institusional berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan dan kinerja perusahaan. Hal ini berarti menunjukkan bahwa kepemilikan institusional menjadi mekanisme yang handal sehingga mampu memotivasi manajer dalam meningkatkan kinerjanya yang pada akhirnya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Shleifer dan Vishny (dikutip oleh Tendi Haruman, 2007) menyatakan bahwa jumlah pemegang saham besar mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku manajer dalam perusahaan. Dengan adanya kepemilikan institusional akan dapat memonitor tim manajemen secara efektif dan dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Kepemilikan institusional memiliki kemampuan untuk mengendalikan pihak manajemen melalui proses monitoring secara efektif sehingga dapat mengurangi manajemen laba. Persentase saham tertentu yang dimiliki oleh institusi dapat mempengaruhi proses penyusunan laporan keuangan yang tidak menutup kemungkinan terdapat akualisasi sesuai kepentingan pihak manajemen

(Gideon,2005).Maka dapat ditarik sebuah kesimpulan yakni bahwa meningkatnya kepemilikan institusional akan berdampak pada meningkatnya nilai perusahaan dikarenakan pihak institusional dapat memonitor tim manajemen secara efektif.