

2. LANDASAN TEORI

2.1. Landasan Teori

2.1.1. Kepemilikan Manajerial

Pengertian kepemilikan manajerial adalah prosentase saham yang dimiliki oleh direktur dan komisaris. Menurut penelitian Setiyono (2000), “struktur kepemilikan saham manajerial diukur sebagai persentase saham biasa yang dimiliki oleh *board of management*, yang di dalamnya terdapat direktur dan komisaris” (p. 8). Kepemilikan saham oleh komisaris dalam penelitian ini diakui sebagai kepemilikan manajerial, karena saham-saham di Indonesia umumnya dimiliki oleh sekelompok keluarga dimana independensi direktur dan komisaris tidak ada.

Fungsi level dari kepemilikan manajerial dalam perusahaan sebagai berikut:

1. *Low levels of managerial ownership (0%-5%)*

Untuk *Low levels of managerial ownership*, disiplin eksternal, pengendalian internal dan insentif masih didominasi oleh tingkah laku manajemen. Secara empiris, Morck et al (1988), McConnel and Servaes (1990) dan Hermalin and Weisbach (1991) menyatakan perilaku *insiders* ini berhubungan dengan *managerial holdings* dan nilai perusahaan. Manajemen dalam level ini apabila kinerja mereka baik lebih cenderung lebih memilih paket kompensasi seperti opsi saham dan *stock grants* daripada menambah jumlah kepemilikan saham di perusahaannya sendiri.

2. *Intermediate levels of managerial ownership (5%-25%)*

Di level ini, *insiders* mulai menunjukkan perilaku sebagai pemegang saham. Dengan bertambahnya kepemilikan maka semakin besar jumlah hak suara mereka. Di level ini *insiders* akan memaksimalkan kepentingannya dengan cara menambah *perquisites* dan *guaranteeing* ke dalam beban pengeluaran perusahaan. Jika *low levels of managerial ownership* lebih memilih rencana kompensasinya sedangkan *intermediate levels of managerial ownership* lebih memilih mengambil kendali perusahaan.

3. *High levels of managerial ownership (40%- 50%)*

Di level ini, kepemilikan *insiders* tidak mempunyai otoritas penuh terhadap perusahaan dan disiplin eksternal tetap berlaku.

4. *High levels of managerial ownership (greater than 50%)*

Di level ini, *insiders* mempunyai wewenang penuh terhadap perusahaan. Dengan kepemilikan di atas 50% adanya tekanan dari disiplin eksternal (*outside shareholders*) hampir tidak ada sehingga mengakibatkan menurunnya nilai perusahaan.

5. *Very high levels of managerial ownership*

Di level ini perusahaan dimiliki oleh pemilik tunggal.

Kepemilikan mewakili suatu sumber kekuasaan (*source of power*) yang dapat digunakan untuk mendukung atau sebaliknya terhadap keberadaan manajemen. Pemegang saham, *debt holders*, dan manajemen adalah pihak-pihak yang mempunyai kepentingan masing-masing dalam perusahaan. Penyatuan kepentingan tersebut seringkali menimbulkan masalah yang disebut dengan masalah keagenan.

Pendekatan teori keagenan (*agency theory*) yang menyatakan bahwa praktek manajemen laba dipengaruhi oleh konflik kepentingan antara manajemen (*agent*) dan pemilik (*principal*) yang timbul ketika setiap pihak berusaha mencapai atau mempertahankan kemakmuran yang dikehendakinya. Dimana *principal* itu yang memberikan mandat kepada *agent*. Sedangkan *agent* adalah pihak yang mengerjakan mandate dari *principal* yaitu yang mengelola perusahaan. Menurut Eisenhardt (1989) teori keagenan digunakan untuk mengatasi dua masalah yang terjadi dalam hubungan keagenan. Pertama masalah keagenan timbul pada saat keinginan *principal* dan *agent* saling berlawanan dan merupakan hal yang sulit bagi *principal* untuk melakukan verifikasi apakah *agent* telah melakukan sesuatu secara tepat (dalam Khomsiyah, 2005, p. 69). Kedua masalah pembagian dalam menanggung resiko yang timbul dimana *principal* dan *agent* memiliki sikap yang berbeda terhadap resiko. Dalam hubungan keagenan tersebut terdapat adanya pemisahan antara kepemilikan (pihak *principal*) dengan pengendalian (pihak *agent*). Dimana perusahaan yang memisahkan fungsinya antara pengelolaan dengan fungsi kepemilikan akan mengakibatkan munculnya

perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Hal ini dapat terjadi karena para manajer tidak ikut menanggung resiko sebagai akibat dari pengambilan keputusan yang salah serta tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Permasalahan yang merupakan akibat dari perbedaan kepentingan antara pihak manajemen dengan pemegang saham yang disebut *agency problem*. Masalah keagenan menimbulkan pengeluaran perusahaan untuk mencegah pihak manajemen perusahaan melakukan penyalahgunaan wewenang untuk mengutamakan kepentingannya sendiri. Oleh karena itu, diperlukan suatu mekanisme pengawasan atau pematuan untuk meminimumkan konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. Dimana biaya yang harus dikeluarkan pemilik untuk mengawasi dan memonitor kinerja manajemen sehingga mereka bekerja untuk kepentingan perusahaan disebut *agency cost*.

Menurut Jensen dan Meckling dalam perusahaan, *agency cost* dibagi 3 jenis yaitu :

1. *The monitoring expenditure by the principal*

Biaya yang harus dikeluarkan dan ditanggung oleh *principal* untuk mengawasi perilaku agent.

2. *The Bonding Cost*

Biaya yang harus ditanggung agent untuk menetapkan dan mematuhi mekanisme yang menjamin bahwa *agent* akan bertindak untuk kepentingan *principal*.

3. *The Residual Cost*

Biaya yang timbul akibat berkurangnya kemakmuran *principal* dari perbedaan keputusan antara *principal* dan *agent* (dalam Aida, 2004, 157).

Dalam mengatasi masalah keagenan dan mengurangi biaya keagenan maka dapat dilakukan beberapa cara :

1. Dengan meningkatkan *insiders ownership*. Menurut pendekatan ini, *agency problems* bisa dikurangi apabila manajer mempunyai kepemilikan saham dalam perusahaan. Dengan adanya kepemilikan saham *insiders* akan merasakan langsung keputusan yang diambilnya sehingga tidak mungkin

manajer bertindak oportunistik.

2. Pendekatan pengawasan eksternal. Pendekatan ini dilakukan melalui hutang. Peningkatan penggunaan pendanaan hutang akan mempengaruhi pemindahan *equity capital*. Dengan adanya hutang akan dapat mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen dan dengan demikian akan dapat menghindari investasi yang sia-sia.
3. *Institutional ownership* sebagai monitoring agent. Adanya distribusi saham di antara pemegang saham dari luar yaitu *institutional ownership* dan *shareholders dispersions* dapat mengurangi *agency cost*. Hal ini disebabkan karena kepemilikan merupakan sumber kekuasaan yang dapat mendukung atau sebaliknya menantang manajemen, maka konsentrasi atau penyebaran *power* lebih merata.

Dari penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa struktur kepemilikan manajerial sebagai sebuah instrumen atau alat untuk mengurangi konflik keagenan diantara berbagai klaim (*claim holder*) terhadap perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan meningkatkan kepemilikan manajerial untuk mensejajarkan kedudukan manajer dengan pemegang saham sehingga bertindak sesuai dengan keinginan pemegang saham. Dengan adanya kepemilikan manajerial maka para *agent* termotivasi meningkatkan nilai perusahaan.

2.1.2. Kebijakan Hutang

Hutang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan. Nilai perusahaan ditentukan oleh struktur modal, semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkannya. Para pemilik perusahaan lebih suka perusahaan menciptakan hutang pada tingkat tertentu untuk menaikkan nilai perusahaan. Agar harapan pemilik dapat dicapai, perilaku manajer dan komisaris harus dapat dikendalikan melalui keikutsertaan dalam kepemilikan saham perusahaan. Dengan demikian perimbangan kepemilikan dapat menciptakan kehati-hatian para *insiders* dalam mengelola perusahaan. Kebangkrutan perusahaan bukan hanya tanggungan

pemilik utama, namun juga para *insiders* ikut menanggungnya. Konsekuensinya para *insiders* akan bertindak hati-hati termasuk dalam menentukan hutang perusahaan.

Para investor menanamkan saham pada perusahaan untuk mendapatkan return. Return saham terdiri *yield* dan *capital gain*. Semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar return yang diharapkan oleh investor. Oleh karena itu perusahaan yang memiliki profitabilitas tinggi akan diminati sahamnya oleh para investor. Dengan demikian profitabilitas dapat meningkatkan nilai perusahaan. Meskipun begitu, hutang dianggap memiliki keunggulan terbatas dipandang dari segi laba, dan dianggap lemah dipandang dari segi pengendalian.

Hal ini dapat dijelaskan oleh Weston dan Copeland (1997), sebagai berikut:

1. Dari segi resiko, hutang dipandang lebih menguntungkan dibandingkan saham biasa atau saham preferen karena hutang memberi prioritas dalam hal laba dan juga dalam hal likuidasi. Hutang juga memiliki masa jatuh tempo yang pasti dan dilindungi oleh akad (*covenants*) dalam *indenture*.
2. Dari segi laba, para pemegang obligasi memiliki hasil pengembalian tetap, kecuali dalam kasus obligasi pendapatan (*income bonds*) atau surat hutang dengan suku bunga mengambang. Pembayaran bunga tidak tergantung pada tingkat laba perusahaan atau suku bunga pasar yang sedang berlaku. Meskipun demikian, hutang tidak pernah dapat ikut menikmati ledakan laba perusahaan yaitu pada saat perusahaan bisa berhasil menarik laba yang maksimal. Para pemegang obligasi biasanya paling menderita jika terjadi inflasi. Seringkali hutang jangka panjang bisa dibatalkan sebelum waktunya. Jika hal ini terjadi, misalnya obligasi ditarik melalui opsi tarik, investor akan menerima kembali uangnya, yang harus ditanam kembali agar dana tersebut tidak mati.
3. Dari segi pengendalian, pemegang obligasi tidak memiliki hak suara. Meskipun begitu, jika sampai obligasi dinyatakan tak dapat dibayar, pemegang obligasi dapat mengambil alih kendali perusahaan (p. 486).

Dari sudut pandang emiten hutang jangka panjang ada beberapa keunggulan dan kelemahan dari hutang jangka panjang menurut Weston dan Copeland (1997), sebagai berikut :

Keunggulan:

1. Biaya hutang terbatas. Pemegang obligasi tidak ikut menikmati laba yang sedang melambung.
2. Tidak hanya biaya saja yang terbatas, tetapi juga hasil pengembalian yang diharapkan biasanya lebih rendah dibanding saham biasa.
3. Jika digunakan pembiayaan hutang, pemilik perusahaan (pemilik saham mayoritas misalnya) tidak berbagi pengendalian pengelolannya.
4. Pembayaran bunga hutang bisa dikurangi sebagai beban pajak.
5. Fleksibilitas dalam struktur pembiayaan perusahaan dapat dicapai dengan pencatuman persyaratan opsi tarik dalam *indenture* obligasi.

Kelemahannya :

1. Hutang memiliki biaya tetap, jika laba perusahaan mengalami kemunduran tajam, untuk membayar bunga hutang mungkin tidak dapat dipenuhi.
2. Tingkat *leverage* keuangan yang semakin tinggi memerlukan tingkat laba yang semakin tinggi pula. Jadi, meskipun *leverage* keuangan mungkin cukup baik dan mungkin meningkatkan laba per saham, tingkat laba yang diperlukan untuk *leverage* itu semakin tinggi, yang dapat mendorong turunnya harga saham biasa. Biaya tak langsung karena jumlah hutang yang lebih banyak mungkin akan meningkatkan biaya permodalan.
3. Hutang biasanya memiliki masa jatuh tempo yang pasti, dan sewajarnya jika perusahaan harus mampu melunasinya sesuai dengan waktu yang ditetapkan.
4. Hutang jangka panjang merupakan suatu ikatan dalam waktu relatif lama, bobot resiko yang tercakup didalamnya cukup tinggi. Harapan dan rencana yang mendasari penarikan hutang mungkin meleset, sehingga hutang tersebut akan menjadi beban yang berat bagi perusahaan. Misalnya, jika laba, kapasitas kerja, tingkat harga, dan suku bunga semuanya jatuh, asumsi-asumsi yang mendasari keputusan penarikan suatu hutang yang besar mungkin akan dianggap suatu kebijakan keuangan yang salah.
5. Dalam ikatan kontrak hutang jangka panjang, persyaratan *indenture* cenderung lebih berat dibanding persyaratan dalam kredit jangka panjang. Karena itu perusahaan yang meminjam hutang jangka panjang akan mengalami hambatan yang lebih banyak dibanding perusahaan yang meminjam hutang jangka pendek atau yang menerbitkan saham biasa.

6. Selalu ada batasannya sampai seberapa besar dana bisa digali melalui hutang jangka panjang.

Biasanya standar rasio keuangan yang berlaku umum tetap menentukan suatu rasio hutang tertentu yang tidak boleh dilampaui. Jika rasio hutang melewati batasan standar ini biayanya akan meningkat dengan cepat (p.486).

Penggunaan modal hutang mengurangi kebutuhan ekuitas eksternal dan meningkatkan proporsi kepemilikan manajerial (Nuringsih, 2004:128). Menurut Winardi (1996) “kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangannya apabila perusahaan tersebut dilikuidasi, baik kewajiban keuangan jangka pendek maupun jangka panjang akan mempengaruhi kepemilikan manajerial” (p. 446).

Kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban atau hutang terlihat dari nilai *leverage ratio* dan *equity to debt ratio*. *Leverage ratio* menunjukkan sejauh mana hutang dapat ditutupi oleh aktiva atau berapa porsi hutang dibanding dengan aktiva. Menurut Rahardjo (2003), supaya aman porsi hutang harus lebih kecil dari aktiva, berarti semakin kecil nilai rasio hutang atas aktiva akan semakin aman (p. 16).

$$\text{Rumus } \textit{Leverage ratio} \text{ adalah } = \frac{\text{Jumlah hutang jangka panjang}}{\text{Jumlah hutang jangka panjang} + \text{ekuitas}}$$

Hutang jangka panjang adalah hutang perusahaan kepada pihak ketiga yang harus dilunasi dalam waktu lebih dari satu tahun. Perbedaannya dengan hutang jangka pendek adalah mengenai waktu dari pelunasannya atau jatuh temponya. Hutang jangka pendek jatuh temponya kurang dari satu tahun, sedangkan hutang jangka panjang jatuh temponya lebih dari satu tahun.

Berbeda dengan hutang jangka pendek yang berupa biaya-biaya yang masih harus dibayar atau hutang yang umumnya tidak dilakukan secara tertulis, dalam hutang jangka panjang biasanya pengikatan antara debitur dan kreditur dilakukan secara tertulis. Pengikatan secara tertulis tersebut dituangkan dalam dokumen induk yang biasa disebut perjanjian kredit. Perjanjian kredit ini berisikan sejumlah hutang yang diberikan, tingkat bunga, syarat-syarat pembayaran kembali pokok dan bunga, barang yang dijadikan jaminan dan lain-lain.

Contoh hutang jangka panjang :

1. Kredit Investasi (*Long Term Loan*)

Yaitu pinjaman dari bank atau lembaga keuangan bukan bank yang dapat digunakan untuk pembelian aktiva tetap.

2. Hutang Obligasi

Yaitu pinjaman jangka panjang yang diperoleh suatu perusahaan dengan menjual obligasi yang dapat dilakukan di dalam negeri maupun luar negeri.

Ada beberapa jenis obligasi :

- *Registered Bonds* : Obligasi yang nama pemiliknya tercantum dalam sertifikat.
- *Coupon Bonds* atau *Bearer Bonds* : Obligasi yang nama pemiliknya tidak dicantumkan dalam sertifikatnya.
- *Term Bonds* : Obligasi yang seluruh jatuh temponya pada suatu tanggal tertentu
- *Serial Bonds* : Obligasi yang tanggal jatuh temponya bertahap (pada beberapa tanggal tertentu).
- *Convertible Bonds* : Obligasi yang dapat ditukar dengan surat berharga.
- *Callable Bonds* : Obligasi yang memberikan hak kepada perusahaan yang mengeluarkan obligasi tersebut, untuk melunasi obligasi tersebut sebelum jatuh tempo.
- *Secured Bonds* : Obligasi yang dijamin dengan harta perusahaan, sehingga jika perusahaan yang mengeluarkan obligasi tersebut tidak dapat melunasi obligasi tersebut pada saat jatuh tempo, maka pemilik obligasi dapat mengklaim yang dijamin untuk pelunasan obligasi tersebut.
- *Unsecured Bonds (Debenture Bonds)* : Obligasi tanpa jaminan.

3. Wesel Bayar (*Promissory notes* atau *Promotes*)

Yaitu suatu pernyataan tertulis debitur yang menyatakan bahwa ia berjanji untuk membayar sejumlah tertentu, pada tanggal tertentu, dengan menghitung tingkat bunga tertentu.

Subordinated Loan (Hutang Subordinasi)

Yaitu hutang dari pemegang saham atau perusahaan induk yang bersifat tanpa bunga, dapat dibayar jika perusahaan sudah mampu membayar dan mempunyai

kemungkinan untuk dialihkan sebagai setoran modal.

Hutang Kepada *Stockholders* atau Kepada Perusahaan Induk (*Holding Company*) atau Kepada Perusahaan Afiliasi (*Affiliated Company*).

Biasanya diberikan untuk membantu perusahaan anak atau perusahaan afiliasi yang baru mulai beroperasi dan membutuhkan jaminan.

Bridging Loan

Yaitu pinjaman sementara yang akan dikembalikan jika kredit investasi yang dibutuhkan perusahaan telah kembali.

Hutang *Leasing* (Sewa Guna Usaha)

Yaitu hutang yang diperoleh dari perusahaan *leasing* untuk pembelian aktiva tetap dan biasanya dicicil dalam jangka waktu panjang.

Menurut Fried dan Lang (1998) sebagaimana dikutip oleh Nuringsih (2004:129), “dalam mengurangi konflik keagenan kepemilikan manajerial memiliki hubungan timbal balik dengan hutang”. Kepemilikan manajerial tinggi menurunkan penggunaan hutang untuk mengurangi biaya kebangkrutan dan *financial distress* (dalam Nuringsih, 2004, p. 129).

Kebijakan hutang dipengaruhi oleh resiko dan deviden. Pada tingkat resiko yang tinggi perusahaan mengurangi kuantitas hutang pada berbagai tingkat bunga. Pengurangan hutang dilakukan untuk menghindari *financial distress* sehingga memperkecil resiko kebangkrutan dan mengurangi konflik keagenan. Lebih lanjut mengutip hasil penelitian Jensen et al (1992) menyatakan bahwa kebijakan hutang dipengaruhi oleh deviden atau terjadi hubungan kausal negatif antara hutang dengan deviden. Perusahaan akan menurunkan pembayaran deviden karena sebagian keuntungan untuk membayar hutang (dalam Nuringsih, 2004, p. 130).

Dengan *debt financing* maka perusahaan harus melakukan pembayaran bunga dan principal secara periodik. Hal ini bisa mengurangi keinginan manajer untuk menggunakan *free cash flow* guna membiayai kegiatan-kegiatan yang tidak optimal. Penggunaan hutang juga akan meningkatkan resiko, oleh karena itu manajer akan lebih berhati-hati karena resiko hutang nondiversifiable manajer lebih

besar daripada *manajer public*. Dengan kata lain, perusahaan yang menggunakan hutang dalam pendanaannya dan tidak mampu melunasi kembali hutang tersebut akan terancam likuiditasnya sehingga pada gilirannya akan mengancam posisi manajemen.

2.1.3. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan atau dikenal juga dengan *firm value* merupakan konsep penting bagi investor, karena nilai perusahaan merupakan indikator bagaimana pasar menilai perusahaan secara keseluruhan. Nilai perusahaan akan tercermin dari harga pasar sahamnya. Apabila harga saham tinggi berarti saham akan diminati oleh investor, dan dengan permintaan saham yang meningkat menyebabkan nilai perusahaan juga akan meningkat. Harga saham merupakan satu-satunya cara untuk menerjemahkan nilai perusahaan ke dalam nilai keuangan secara mudah dan dapat diperbandingkan. Melalui harga saham, investor dapat menyatakan pendapatnya atas nilai suatu perusahaan dan mengkomunikasikannya bahkan memperbandingkannya dengan penilaian investor lain, tanpa khawatir adanya perbedaan dasar penilaian. Weston dan Brigham (1994) menyatakan: “*Market price is the price at which a stock sells in the market*” yang artinya harga pasar saham adalah harga pada saat saham tersebut dijual ke pasar (p. 547).

Konflik potensial sering terjadi antara pemilik perusahaan dengan penyedia dana sebagai kreditur. Ketika perusahaan beroperasi secara lancar, perusahaan dapat meningkatkan nilai pasar dari dana pemilik (dapat berupa saham biasa dalam perusahaan berbentuk perseroan) maka pihak pemilik akan diuntungkan. Sementara dalam kondisi yang sama, dimana nilai hutang perusahaan tidak terpengaruh sama sekali, maka pihak penyedia dana tidak dapat menikmati secara langsung dari kondisi ini.

Akan tetapi ketika perusahaan tidak berjalan dengan semestinya maka pihak penyedia dana akan diuntungkan sedangkan para pemilik perusahaan akan dirugikan karena nilai saham akan turun seiring dengan tingkat penurunan kinerja dari perusahaan. Jadi dapat disimpulkan bahwa nilai saham kepemilikan bias merupakan indeks yang tepat untuk mengukur tingkat efektivitas perusahaan. Berdasarkan alasan inilah maka tujuan manajemen keuangan

seringkali dinyatakan dalam bentuk maksimalisasi nilai saham kepemilikan perusahaan atau maksimalisasi harga saham.

Keputusan-keputusan di bidang keuangan berpengaruh besar pada arus kas dan tingkat resiko yang dihadapi perusahaan, sehingga berakibat pada tingkat harga saham perusahaan. Oleh karena itu manajer keuangan harus mencari keseimbangan tertentu antara resiko dan hasil pengembalian, yang akan memaksimalkan modal pemegang saham yaitu mencari imbalan resiko dan hasil yang maksimal. Hal ini terlihat pada struktur modal yang dimiliki perusahaan, yang menggambarkan keputusan keuangan yaitu imbalan resiko atau hasil (*risk-return-trade offs*)

Nilai perusahaan didefinisikan sebagai nilai tunai (*present value*) dari semua arus kas saat ini dan di masa depan yang diharapkan diterima investor (investor utang maupun investor saham) perusahaan. Nilai perusahaan adalah nilai total kapital yang terdiri dari utang dan ekuitas (saham atau modal sendiri).

Tujuan perusahaan adalah untuk memaksimalkan keuntungan dalam jangka panjang dengan mempertimbangkan risiko dan ketidakpastian. Berbagai kondisi yang dihadapi perusahaan dan bagaimana perusahaan memaksimalkan keuntungan dijelaskan sebagai berikut :

- a. Periode masa sekarang dengan kepastian
Memaksimalkan laba dalam jangka panjang dengan kriteria yang terbaik merupakan keputusan yang tepat untuk memaksimalkan kekayaan bersih.
- b. Periode masa mendatang dengan kepastian
Memaksimalkan nilai sekarang merupakan keputusan yang tepat untuk memaksimalkan kekayaan bersih
- c. Periode masa mendatang dengan ketidakpastian
Perusahaan harus memaksimalkan keuntungan sekarang untuk memaksimalkan kekayaan bersih.

Ada empat nilai yang paling utama dalam suatu perusahaan, yang didefinisikan sebagai berikut:

- a. Nilai going concern (*going concern value*). Yang dimaksud dengan nilai going concern adalah nilai perusahaan yang dapat memberikan keuntungan,

perusahaan yang beroperasi dengan prospek usaha di masa yang akan datang yang tidak terbatas. Suatu nilai dengan asumsi perusahaan tetap hidup tanpa batas. Jadi nilai perusahaan dikaitkan dengan kemampuan menghasilkan laba di masa depan, pembagian deviden, dan pertumbuhan usaha di masa yang akan datang yang tidak terbatas.

- b. Nilai likuidasi (*liquidation value*). Jika seorang analisis keuangan menilai perusahaan yang akan bangkrut, maka penilaiannya yang paling utama adalah penilaian yang ditujukan kepada nilai aktiva bersih, atau nilai likuidasi. Artinya setelah seluruh aktiva perusahaan dijual dan dikurangkan dengan seluruh kewajibannya (hutangnya), berapa sisa hasil penjualan aktiva yang dapat dibagikan kepada pemegang saham biasa? Seandainya setelah penjualan seluruh aktiva, perusahaan tidak mampu membayar seluruh hutangnya, berapa yang masih dapat diharapkan oleh masing-masing pemegang obligasi atau kreditur lain? Jadi nilai likuidasi adalah nilai setelah seluruh aktiva perusahaan dijual dikurangi seluruh hutang.
- c. Nilai pasar (*market value*). Seandainya kita mengevaluasi perusahaan yang saham atau obligasinya diperdagangkan di pasar modal, kita pasti dapat menentukan nilai pasar surat-surat berharga perusahaan. Nilai tersebut adalah nilai obligasi atau saham menurut persepsi pasar terhadap perusahaan yang bersangkutan.
- d. Nilai buku (*book value*) Pada dasarnya nilai ini adalah nilai yang ditetapkan menurut teknik akuntansi yang sudah dibuat baku dan di kalkulasi dari laporan keuangan terutama dari neraca yang dipersiapkan perusahaan. Nilai buku hutang biasanya hampir identik dengan nilai par atau nilai nominal. Nilai buku saham biasa dihitung dengan cara membagi total seluruh ekuitas (modal sendiri) yang ada di neraca, dengan jumlah lembar saham yang beredar (*outstanding shares*). Nilai buku merupakan cara elementer menilai perusahaan. Nilai perusahaan paling tidak dipengaruhi tiga hal; kultur perusahaan, *underlying business*, dan pasar.

Berdasarkan penjelasan di atas dapat disimpulkan bahwa konsep yang paling representatif untuk menentukan nilai perusahaan adalah pendekatan konsep

nilai buku. Namun demikian ada beberapa catatan yang harus diperhatikan dalam memahami konsep nilai buku ini. Pertama, sebagian besar aset - kecuali yang telah direvaluasi (dinilai kembali) - dinyatakan dalam nilai historis. Karena itu pada beberapa aset nilai jualnya bisa jadi jauh lebih tinggi dari nilai bukunya. Kedua, dalam struktur aset kadang-kadang terdapat aktiva tak berwujud, yang dalam likuidasi acapkali tidak memiliki nilai jual. Ketiga, nilai buku yang diambil dari neraca akan sangat dipengaruhi oleh teknik akuntansi seperti metode penyusutan aktiva tetap, metode penilaian persediaan, dan lain-lain. Keempat, ada kewajiban-kewajiban yang tidak terlihat sepenuhnya dalam laporan keuangan perusahaan.

Karena itulah maka nilai pasar digunakan dengan alasan kemudahan data juga didasarkan pada penilaian yang seimbang, sehingga menghasilkan rumus sebagai berikut :

Firm Value = Harga Pasar Saham x Jumlah Seluruh Saham yang Diterbitkan

Dengan asumsi bahwa harga saham yang digunakan adalah harga saham penutupan atau harga terakhir dan merupakan harga yang tidak mungkin berubah sampai bursa diaktifkan kembali dan harga terakhir ini mewakili investor. Harga saham ini sendiri artinya nilai yang dihitung berdasarkan harga perdana dari masing-masing saham atau berdasarkan harga yang telah dikoreksi jika perusahaan telah melakukan kegiatan yang menyebabkan harga saham yang tercatat di bursa berubah. Penyesuaian dilakukan agar indeks akan benar-benar mencerminkan pergerakan saham. Sedangkan Jumlah Seluruh Saham yang Diterbitkan artinya jumlah saham yang dikeluarkan oleh perusahaan sebagai dasar modal saham.

Nilai pasar (harga) dari saham adalah variabel yang diperhatikan oleh investor. Dalam menilai suatu perusahaan, hutang dan kas juga perlu diperhitungkan. Misalnya : jika perusahaan dijual kepada pemilik yang baru, maka pembeli harus membayar sebesar nilai ekuitas (biasanya pada harga yang lebih tinggi dari harga pasar) dan menanggung hutang perusahaan, dengan kata lain dalam perhitungan nilai perusahaan, hutang dan kas perusahaan juga diperhitungkan untuk memperoleh nilai wajar perusahaan, bukan hanya sahamnya saja.

Jadi dapat disimpulkan bahwa nilai perusahaan merupakan nilai yang dibutuhkan investor untuk mengambil suatu keputusan investasi yang tercermin dari harga saham perusahaan. Bilamana harga saham tinggi berarti saham tersebut diminati oleh investor. Nilai perusahaan yang tinggi juga merupakan indikasi bahwa manajer melakukan praktek yang efisien dalam manajemen aktiva.

Faktor-faktor fundamental yang mempengaruhi nilai sekuritas, sebagai berikut:

- a. *Value of the Firm's Assets*. Aktiva berwujud dari perusahaan atau aktiva yang secara fisik dimiliki perusahaan selalu mempunyai nilai pasar (harga menurut persepsi pasar). Aktiva tersebut dapat dilikuidasi jika perusahaan membutuhkannya untuk membayar utang dan membagikannya kepada pemegang saham. Di dalam teknik penilaian dengan asumsi *going concern* biasanya nilai likuidasi ini diabaikan, dianggap tidak ada.
- b. *Likely Future Interest and Dividen*. Perusahaan punya janji untuk selalu membayar bunga hutangnya dan mengembalikan pokok hutangnya di masa yang akan datang. Dan untuk saham preferen dan saham biasa, perusahaan selalu membagikan deviden. Besar kecilnya kemungkinan perusahaan akan menepati janjinya membayar bunga dan pokok hutang, serta membagikan deviden akan mempengaruhi nilai sekarang.
- c. *Likely Future Earnings*. Penghasilan rata-rata yang diharapkan perusahaan di masa yang akan datang adalah merupakan faktor yang mempengaruhi nilai sekuritas. Tanpa memperoleh tingkat penghasilan tertentu, kemungkinan pembayaran bunga dan deviden akan terancam.
- d. *Likely Future Growth Rate*. Prospek pertumbuhan perusahaan di masa depan biasanya di evaluasi investor dan kreditur secara hati-hati dan merupakan faktor yang mempengaruhi nilai intrinsik perusahaan.

Penilaian perusahaan dapat dilakukan dengan menghitung nilai sekarang arus kas sebelum dikurangi pajak dan bunga, dapat juga dilakukan dengan mengkalkulasi nilai sekarang arus kas yang dihasilkan saham dari deviden dan *capital gain* di masa yang akan datang.

2.2. Perumusan Hipotesis

2.2.1. Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Kebijakan Hutang

Insiders perusahaan mempunyai kepentingan yang lebih besar dalam menjamin kelangsungan hidup perusahaan karena resiko hutang *non-diversifiable* manajemen lebih besar dari investor publik. Dengan kata lain, apabila perusahaan tidak mampu melunasi hutang maka dapat mengancam likuiditas perusahaan dan posisi manajemen. *Insiders* yang kepemilikannya lebih besar dalam perusahaan akan memiliki keinginan yang lebih besar dalam meminimalkan resiko struktur modal

Taswan (2003) dalam hasil penelitiannya menunjukkan bahwa untuk mengurangi biaya keagenan diperlukan pembayaran deviden. Akan tetapi pembayaran deviden akan berpengaruh terhadap kebijakan pendanaan perusahaan, karena pembayaran deviden akan mengurangi arus kas perusahaan sehingga dalam memenuhi kebutuhan operasionalnya perusahaan akan dipaksa untuk mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan. Penelitian-penelitian tersebut telah mengindikasikan adanya simultanitas antara *insiders*, *debt* dan deviden, tetapi penelitian tersebut belum melakukan pengujian empirik berdasarkan feature spesifik perusahaan dan juga masih lebih banyak menjelaskan kebijakan perusahaan secara independen. Kepemilikan manajerial telah diasumsikan sebagai atribut eksogen spesifik perusahaan yang dihipotesakan mempengaruhi kebijakan deviden dan hutang (p. 58).

Wahidahwati (2002), menguji apakah *debt ratio* perusahaan sebagian dimotivasi oleh kepentingan manajemen. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *debt ratio* mempunyai hubungan negatif dengan kepemilikan manajerial. Ini menunjukkan bahwa penggunaan hutang akan semakin berkurang seiring dengan meningkatnya kepemilikan manajerial di dalam perusahaan (p. 48).

Kim dan Sorensen (1986) mengajukan *demand and supply hypotheses*. Dalam *demand hypothesis* dijelaskan bahwa perusahaan-perusahaan yang dikuasai secara tertutup membutuhkan hutang yang lebih banyak karena *insiders* dapat mempertahankan kontrol efektif jika kepemilikan mereka tidak diganti dengan lebih banyak *equity*. Disisi *supply*, Kim dan Sorensen berargumen bahwa perusahaan-perusahaan yang dikontrol oleh *insiders* memiliki *agency cost of debt*

yang lebih rendah, sehingga dapat meningkatkan ketersediaan pendanaan hutang perusahaan. Penelitian ini dapat menjelaskan bahwa perusahaan-perusahaan yang dikuasai secara tertutup dapat memiliki *cost of debt* yang lebih rendah (dalam Hanafi, 2004, p. 189).

Penelitian Jensen, et al (2001) yang menguji determinan-determinan dari perbedaan *cross sectional* dalam *insiders ownership, debt and dividend* menunjukkan bahwa kebijakan-kebijakan tersebut tidak hanya berkaitan dengan karakteristik- karakteristik operasional perusahaan. Hasil penelitian mendukung hipotesis bahwa keputusan finansial dan tingkat *insiders ownership* adalah interdependensi. Secara khusus bahwa *insiders ownership* mempunyai hubungan negatif dengan tingkat *debt* (dalam Taswan, 2003, p.68) .

Konsisten dengan teori dari Easterbrook (1984) dan Saunders et al (1990), bahwa jika struktur kepemilikan oleh manajemen tinggi, maka manajer akan menjadi *risk averse*. Dalam konteks ini, dengan meningkatkan kepemilikan oleh insiders, akan menyebabkan *insiders* semakin berhati-hati dalam menggunakan hutang dan menghindari perilaku yang bersifat oportunistik karena mereka ikut menanggung konsekuensinya, mereka cenderung menggunakan hutang yang rendah (Wahidawati, 2002, p. 50). Hal ini bisa mengontrol konflik keagenan. Dengan memperhatikan uraian diatas maka dapat dirumuskan hipotesa pertama

H1 : Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap kebijakan hutang.

2.2.2. Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan Nilai Perusahaan

Untuk mengurangi biaya keagenan dapat dilakukan dengan peningkatan kepemilikan manajerial dengan harapan akan terjadi penyebaran resiko. Para manajer umumnya untuk menggunakan kelebihan keuntungan untuk konsumsi dan perilaku oportunistik. Para manajer juga mempunyai kecenderungan untuk menggunakan hutang yang tinggi bukan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, melainkan untuk kepentingan oportunistik manajer. Hal ini akan menaikkan beban bunga hutang karena resiko kebangkrutan perusahaan akan meningkat juga, sehingga *agency cost of debt* semakin tinggi. *Agency cost of debt* yang tinggi pada gilirannya akan berpengaruh pada penurunan nilai perusahaan. Dengan adanya

kepemilikan saham oleh pihak *insiders*, maka *insiders* akan ikut memperoleh manfaat langsung atas keputusan yang diambilnya, namun juga akan menanggung resiko secara langsung menanggung resiko secara langsung bila keputusan salah. Kepemilikan oleh *insiders* juga akan mengurangi alokasi sumber daya yang tidak benar (*misallocation*). Dengan demikian kepemilikan manajerial merupakan insentif untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Morck et al. and McConnel (1990) secara empiris mengeksplorasi hubungan antara struktur kepemilikan dan nilai perusahaan yang diproksi dengan nilai Tobin's Q. Mereka menemukan hubungan yang non-monotonic dan menginterpretasikan temuan ini sebagai konsisten dengan hipotesis yang menyatakan bahwa struktur kepemilikan mempengaruhi nilai perusahaan. Mereka menyatakan bahwa pada tingkat kepemilikan manajerial yang rendah peningkatan dalam kepemilikan manajerial akan menaikkan nilai perusahaan. Tetapi pada level kepemilikan manajerial yang tinggi, peningkatan dalam kepemilikan manajerial akan menurunkan nilai perusahaan (dalam Suranta dan Puspa, 2003, p. 62).

Jensen dan Meckling (1976) menganalisis bagaimana nilai perusahaan dipengaruhi oleh distribusi kepemilikan antara *insiders ownership* yang menikmati manfaat dan *outside ownership* yang tidak menikmati manfaat. Dalam kerangka ini, peningkatan *insiders ownership* akan mengurangi konflik keagenan. Pengurangan ini potensial bagi misalokasi *resources* yang sia-sia dan pada gilirannya meningkatkan nilai perusahaan (Wahidawati, 2002, p. 63).

Fuerst dan Kang (2000) yang melakukan pengujian terhadap 1.638 perusahaan publik di NYSE menjelaskan bahwa besarnya kepemilikan dari CEO dan *corporate insiders* mempunyai pengaruh yang positif terhadap kinerja perusahaan dan nilai pasar. Lebih lanjut dijelaskan pula bahwa kepemilikan dari *outside shareholders* memiliki dampak negatif terhadap kinerja perusahaan. Mereka menemukan hubungan yang positif antara *insiders ownership* dengan nilai pasar setelah mengendalikan kinerja perusahaan (dalam Suranta dan Puspa, 2003, p. 62).

Himmelberg et al (1995) melakukan pengujian terhadap dampak kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan dengan menggunakan Tobin's Q menyimpulkan bahwa kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan

merupakan variabel endogonus yang disebabkan oleh disebabkan oleh variabel eksogonus seperti lingkungan di luar perusahaan (dalam Masdupi, 2005, p.66). Barnhart dan Rosenstein (1998) menyimpulkan hal yang sama bahwa baik model Tobin's Q, struktur dewan direksi dan kepemilikan manajerial merupakan variabel yang ditentukan secara bersama-sama (*jointly determined*). Penelitian ini menemukan adanya hubungan non-linear antara kepemilikan manajerial dan Tobin's Q dan juga menemukan bukti yang kuat berupa hubungan *curve-linier* antara kinerja perusahaan dan *outside directors* (dalam Taswan, 2003, p.49).

Sementara itu Leland dan Pyle (1997) berpendapat bahwa *insiders* berkeinginan untuk menginvestasikan modalnya kedalam proyek mereka yang berkualitas, dan hal ini dapat mengindikasikan bahwa ekuitas yang dipegang oleh *insiders* dapat bertindak sebagai signal nilai perusahaan. Vermalen (1981) membuktikan bahwa dalam penilaian terhadap pembelian kembali saham yang telah dijual, para investor memandang proporsi pemegang saham *insiders* sebagai informasi penting. Sedangkan Hirschey dan Zaima (1989) memberikan bukti bahwa keputusan menjual perusahaan dengan kepemilikan *insiders* yang lebih besar akan memperoleh respon investor yang lebih menguntungkan daripada perusahaan dengan kepemilikan *insiders* yang lebih rendah (dalam Taswan, 2003, p.51).

Sementara itu Leland dan Pyle (1997) berpendapat bahwa *insiders* berkeinginan untuk menginvestasikan modalnya ke dalam proyek mereka yang berkualitas, dan hal ini dapat mengindikasikan bahwa ekuitas yang dipegang oleh *insiders* dapat bertindak sebagai signal nilai perusahaan. Vermalen (1981) membuktikan bahwa penilaian terhadap pembelian kembali saham yang telah dijual, para investor memandang proporsi para pemegang saham *insiders* sebagai informasi penting (dalam Taswan, 2003, p.52). Sedangkan Hirschey dan Zaima (1989) memberikan bukti bahwa keputusan menjual perusahaan dengan pemilik *insiders* yang lebih besar akan memperoleh respon investor yang lebih menguntungkan daripada perusahaan dengan pemilik *insiders* yang lebih rendah (dalam Sunarto, 2003, p. 87). Dengan memperhatikan uraian di atas maka dapat dirumuskan hipotesa kedua

H2 :Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan