# BAB II

**TELAAH PUSTAKA**

## **Tinjauan Teori**

Seperti yang telah disampaikan pada bab sebelumnya, permasalahan pada penelitian ini adalah bagaimana Pengaruh Kebijakan Hutang dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan yang Dimediasi oleh *Agency Cost.* pada bab ini akan dijelaskan teori-teori dasar yang dapat menjelaskan dan menjawab permasalahan penelitian tersebut. peneliti akan membahas indikator *debt to equity ratio* yang merupakan indikator dari kebijakan hutang, *dividend payout ratio* yang merupakan indikator dari kebijakan dividen, *total asset turn over* yang merupakan indikator dari *agency cost* serta *price to book value* yang merupakan indikator dari nilai perusahaan. Disamping itu, peneliti juga menyajikan hasil-hasil penelitian terdahulu yang dapat digunakan sebagai acuan untuk membantu peneliti dalam menentukan variabel serta indikator, kerangka pemikiran, serta hipotesis penelitian.

### *Agency Theory*

Masalah agensi pertama kali dikemukakan oleh Ross (1973), kemudian dijabarkan secara lebih rinci dalam teori agensi oleh Jensen dan Meckling (1976). Teori keagenan (*agency theory*) merupakan sebuah teori yang mendeskripsikan hubungan antara pemegang saham (*shareholders*) dengan manajemen perusahan yang terjadi sebagai akibat dari adanya pemisahan fungsi antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan (Jensen dan Meckling, 1976). Menurut Jensen dan Meckling (1976), hubungan keagenan (*agency relationship*) merupakan sebuah hubungan kontrak antara pemilik atau pemegang saham perusahaan dengan manajer perusahaan yang timbul ketika salah satu pihak (*principal*) memerintahkan pihak lain (*agent*) untuk melakukan suatu pekerjaan dan memberikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut. *Principal* yang dimaksud dalam teori keagenan ini adalah pemilik atau pemegang saham perusahaan, sedangkan *agent* adalah manajemen perusahaan yang mengelola kekayaan yang dimiliki oleh pemilik perusahaan.

Manajer diangkat oleh pemilik perusahaan untuk menjalankan operasional perusahaan, karena peran pemegang saham memiliki keterbatasan dalam mengelola perusahaan. *Principal* menyediakan hal-hal yang dibutuhkan untuk meningkatkan nilai perusahaan seperti dana dan kebutuhan operasional lainnya, sementara agen sebagai pengelola memiliki kewajiban untuk mengelola perusahaan yang telah dipercayakan oleh pemegang saham (*principal*), dengan tujuan untuk meningkatkan kemakmuran *principal* melalui peningkatan nilai perusahaan. Sebagai gantinya, agen akan diberikan gaji, bonus, dan berbagai kompensasi lainnya atas usahanya meningkatkan nilai perusahaan dan mensejahterakan *principal*.

Terdapat dua permasalahan keagenan (*agency problem*) yang seringkali terjadi pada hubungan keagenan (*agency* *relationship*). Pertama, konflik kepentingan atau tujuan antara principal dengan agen yang disebabkan oleh sulitnya atau terlalu mahalnya bagi pemilik perusahaan (*principal*) untuk memastikan bahwa agen benar-benar melakukan perkerjaannya sesuai dengan kontrak yang telah disepakati di awal. Kedua, pemindahan atau pengalihan resiko yang muncul ketika pemilik perusahaan dan manajemen perusahaan memiliki sifat dan kepentingan yang berbeda sehingga memiliki preferensi yang berbeda terhadap resiko yang akan dihadapi. Menurut Eisenhardt (1989) dalam Ardiansyah (2015), teori keagenan dilandasi oleh tiga asumsi yaitu:

1. Asumsi tentang sifat manusia

Asumsi ini menekankan bahwa manusia pada dasarnya memiliki sifat untuk mementingkan kepentingannya sendiri (*self interest*), memiliki keterbatasan rasionalitas (*bounded rationality*) dan tidak menyukai resiko (*risk aversion*).

1. Asumsi tentang keorganisasian

Asumsi ini menyatakan bahwa adanya konflik antar anggota organisasi, efisiensi sebagai kriteria produktivitas dan terdapatnya asumsi informasi asimetris antara pemilik perusahaan dan manajemen perusahaan.

1. Asumsi tentang informasi

Asumsi ini menyatakan bahwa informasi dipandang sebagai barang komoditi yang dapat diperjual-belikan.

Berdasarkan teori keagenan, manajemen perusahaan sebagai seorang *agent* seharusnya mementingkan kepentingan pemilik perusahaan atau pemegang sahamnya (*shareholder*). Namun dalam pelaksanaannya, *agent* tidak selalu bertindak berdasarkan kepentingan *principal-*nya, melainkan didasarkan pada kepentingannya sendiri untuk memaksimalkan kesejahteraan mereka. Bahkan untuk mencapai kepentingannya sendiri, manajemen dapat melakukan tindakan-tindakan yang merugikan dengan menggunakan akuntansi sebagai sarana untuk melakukan rekayasa. Perbedaan kepentingan antara *principal* dengan *agent* inilah yang disebut dengan *Agency Problem* yang salah satunya disebabkan oleh adanya perbedaan informasi (*asymmetric information*).

*Asymmetric information* merupakan ketidakseimbangan informasi yang diterima yang disebabkan oleh pendistribusian informasi yang tidak sama antara *principal* dengan *agent*. Dalam hal ini, pemilik perusahaan seharusnya mendapatkan informasi yang dibutuhkannya untuk mengukur hasil yang diperoleh dari usaha manajemen perusahaan dalam mengelola perusahaan. Namun, ternyata informasi tentang ukuran keberhasilan yang diperoleh pemilik perusahaan tidak seluruhnya diberikan oleh manajemen perusahaan. Akibatnya, pemilik mendapatkan informasi yang tidak lengkap sehingga tidak dapat menjelaskan kinerja manajer yang sebenarnya dalam mengelola kekayaan pemilik perusahaan yang telah dipercayakan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa terdapat 2 (dua) permasalahan yang timbul sebagai akibat dari adanya *asymmetric information* ini, yaitu:

1. *Moral Hazard*

Masalah ini muncul ketika *agent* tidak melaksanakan kewajibannya sesuai dengan kontrak kerja yang telah disepakati sebelumnya. Artinya, manajer melakukan hal-hal diluar kontrak yang dapat menguntungkan mereka tanpa sepengetahuan pemilik. Hal ini dikarenakan pemegang saham sulit untuk melihat kinerja para manajer dalam memaksimalkan penggunaan sumber daya yang telah dipercayakan kepadanya (Darrough dan Stoughton, 1986 dalam Mai, 2010).

1. *Adverse selection*

*Adverse selection* merupakan suatu masalah yang muncul ketika pemilik tidak mengetahui apakah keputusan yang diambil manajer didasarkan pada informasi yang aktual atau suatu kesengajaan yang timbul sebagai akibat dari adanya kesalahan. Hal inidikarenakan manajer perusahaan dan para pihak dalam (*insiders*) lainnya memiliki informasi yang lebih lengkap mengenai kondisi dan prospek perusahaan dibandingkan dengan para pemegang saham. Berbagai cara dapat dilakukan oleh *agent* untuk memiliki informasi lebih dibandingkan dengan investor, misalnya dengan merekayasa informasi yang akan diberikan kepada investor. Hal ini akan menyebabkan investor meragukan kualitas perusahaan dan tidak mau membeli saham perusahaan, atau hanya mau membeli saham perusahaan dengan harga yang sangat rendah.

### *Signalling Theory*

George Arkelof memperkenalkan teori sinyal pertama kali dalam tulisannya pada tahun 1970 yang berjudul “*The Market for Lemons”* yang memperkenalkan istilah informasi asimetris (*asymmetric information)* yang terjadi ketika satu sisi pelaku pasar memiliki informasi yang kurang lengkap dibandingkan dengan sisi pelaku lain dalam pasar tersebut*.* Dalam tulisannya, Arkelof (1970) melakukan pengujian pada pasar mobil bekas karena terdapat ketidakseimbangan informasi mengenai kualitas produk antara pembeli dan penjual.

 Melalui penelitiannya, Arkelof (1970) menemukan bahwa jika pembeli hanya memiliki informasi standar atas suatu produk, dimana terdapat banyak varian produk yang memiliki merek dan kualitas yang berbeda-beda, hal tersebut akan membuat pembeli memiliki anggapan bahwa semua produk tersebut memiliki harga yang sama karena fungsi utama dari produk tersebut adalah sama. Hal ini akan merugikan penjual yang memiliki produk berkualitas tinggi. Arkelof (1970 menyatakan bahwa hal ini dapat diatasi dengan memberikan informasi spesifik mengenai produk tersebut sebagai sinyal kepada pasar atas kualitas produk yang mereka miliki.

Spence (1973) kemudian mengembangkan pemikiran Arkelof tersebut dengan model keseimbangan sinyal (*basic equilibrium signaling model*). Spence (1973) menggunakan ilustrasi pada pasar tenaga kerja (*job market*) dan mengemukakan bahwa perusahaan akan mengirimkan sinyal menggunakan informasi keuangan perusahaan sebagai bukti bahwa perusahaan yang memiliki kinerja yang baik. Namun, sinyal baik yang dikirimkan oleh perusahaan yang sebelumnya berkinerja buruk, biasanya akan sulit untuk dipercaya oleh publik.

*Signalling Theory* kemudian dikembangkan oleh Ross (1977). Ross mengemukakan bahwa manajer mengetahui informasi yang lebih lengkap mengenai arus kas perusahaan dan biasanya manajer akan mengirimkan sinyal kepada pasar akan kinerja masa deoan perusahaan apabila mereka memiliki motivasi untuk melakukannya. Adanya kenaikan pembayaran dividen kepada pemegang saham akan memberikan sinyal positif kepada pasar bahwa kinerja perusahaan meningkat. Pada saat perusahaan mempublikasikan dividen yang akan dibagikan, akan terlihat apakah terdapat kenaikan atau penurunan dividen yang akan dipandang sebagai sinyal positif atau negatif oleh para pemegang saham. Publikasi dividen yang lebih tinggi dari tahun sebelumnya akan dianggap sebagai suatu sinyal positif oleh pemegang saham. Hal ini disebabkan oleh naiknya ekspektasi pemegang saham terhadap pendapatan perusahaan yang akan datang. Sebaliknya, publikasi dividen yang lebih rendah dari tahun sebelumnya akan dianggap sebagai suatu sinyal negatif oleh pemegang saham. Hal ini dikarenakan pemegang saham menurunkan ekspektasi mereka terhadap pendapatan perusahaan di masa depan. Kedua hal ini nantinya akan menimbulkan reaksi di pasar modal yang kemudian akan ditandai dengan perubahan harga saham.

### Teori Pertukaran (*Trade-Off Theory*)

Modigliani dan Miller memperkenalkan *Trade-off Theory* pada tahun 1963. Teori ini diperkenalkan dengan menuliskan sebuah artikel yang berjudul *Corporate Income Taxes on the Cost of Capital: A Correction* dan dipublikasikan pada *American Economic Review* 53 (1963). Artikel ini dibuat sebagai perbaikan atas teori awal yang telah dipublikasikan sebelumnya. Teori ini mengungkapkan bahwa penggunaan hutang dapat meningkatkan nilai perusahaan sampai pada batas titik tertentu. Penggunaan hutang setelah melewati batas tersebut, nantinya akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan hutang akan menjadi lebih kecil dari pada risiko dan biaya yang akan ditimbulkan.

*Trade off theory* awalnya dikenal sebagai *balanced theory*. Myers (1984) dalam Asmas (2018) menyatakan, *balanced theory* secara garis besar merupakan titik keseimbangan antara keuntungan penggunaan dana dari hutang dengan tingkat bunga yang tinggi dan biaya kebangkrutan. Jika penggunaan hutang dapat memberikan hasil yang lebih besar, maka penggunaan hutang dapat ditambah.

Menggunakan hutang dalam perusahaan memiliki beberapa manfaat, tetapi juga membawa beberapa biaya yang harus ditanggung oleh perusahaan. Manfaat dari memiliki hutang adalah bahwa hutang memiliki keuntungan dalam hal pajak yang akan menyebabkan peningkatan nilai perusahaan. Namun, hutang juga dapat menghasilkan biaya-biaya tambahan yang dapat menyebabkan kesulitan keuangan (*financial distress*). Contohnya dapat berupa biaya resiko kebangkrutan yang dapat menyebabkan penurunan dari nilai perusahaan.

### Biaya Keagenan (*Agency Cost*)

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, berbagai masalah yang seringkali muncul di dalam berkaitan dengan masalah keagenan (*agency problem*) di mana hubungan keagenan tersebut muncul ketika terjadi kontrak antara dua pihak yang menunjukkan bahwa suatu pihak (*principal*) memberikan tugas kepada orang lain (*agent*) untuk melakukan suatu pekerjaan serta memberikan wewenang kepada *agent* tersebut untuk membuat keputusan yang terbaik bagi *principal*. Masalah keagenan juga dapat muncul karena adanya perbedaan kepentingan antara manajer keuangan dengan pemegang saham. Dalam kondisi seperti ini, *agent* akan memiliki kecenderungan untuk berperilaku tertentu dengan mengutamakan kepentingannya sendiri, oleh karena itu principal harus memiliki mekanisme pemantauan agar agent berperilaku sesuai dengan aturan yang telah ditentukan.

Konflik-konflik keagenan dapat dikurangi dengan melakukan pengawasan, pengontrolan dan mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait. Salah satu cara yang dapat dilakukan adalah dengan menggunakan insentif kompensasi dan melakukan monitoring, misalnya dengan membayar auditor untuk mengaudit laporan keuangan perusahaan. Biaya yang dikeluarkan untuk auditor tersebut disebut dengan biaya keagenan. Menurut Jensen & Meckling (1976), biaya keagenan merupakan seuruh biaya yang harus dikeluarkan oleh *principal* untuk mengawasi kinerja *agent* dalam mengelola perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa terdapat tiga macam biaya keagenan (*agency cost*), yaitu:

1. *Bonding Cost*

Yaitu biaya yang ditanggung oleh *agent* yang timbul sebagai akibat dari tindakan manajer untuk memberi jaminan kepada pemilik bahwa manajer tidak melakukan tindakan yang merugikan pemilik perusahaan.

1. *Monitoring Cost*

Yaitu biaya yang ditanggung oleh *principal* sebagai akibat dari tindakan pemilik untuk mengawasi, mengukur dan menegendalikan aktivitas – aktivitas dan perilaku para *agent* atau manager.

1. *Residual Loss*

Yaitu kerugian yang ditanggung *principal* sebagai akibat dari adanya perbedaan antara keputusan yang diambil oleh agent dengan keputusan yang seharusnya dapat memberikan manfaat maksimal kepada principal.

Terdapat beberapa alternatif yang dapat dilakukan untuk mengurangi *agency cost*. Pertama, hal ini dapat dikurangi dengan kepemilikan saham oleh manajer (Jensen dan Meckling (1976) dalam Faisal (2005:175)). Kepemilikan saham oleh manager diperlukan oleh perusahaan karena segala keputusan yang diambil oleh manager bukan hanya menjadi tanggung jawab pemilik perusahaan saja, tetapi juga akan menjadi tanggung jawab manajer. Kepemilikan saham oleh manajer juga akan menyetarakan kepentingan antara pemegang saham dan manajer. Hal ini dikarenakan dengan memiliki saham, manajer juga memiliki kepentingan yang sama dengan pemilik perusahaan yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Selain itu, dengan adanya kepemilikan sahamm oleh manajer, akan membuat manajer lebih berhati-hati dalam mengambil keputusan karena manajer nantinya juga akan merasakan manfaat dari keputusan yang diambilnya secara langsung. Besar kecilnya jumlah kepemilikan saham dalam perusahaan juga dapat menunjukkan adanya kepentingan yang sama antara manajemen dengan pemegang saham. Oleh karena itu, dengan adanya kepemilikan manajerial, maka resiko dan keputusan merupakan tanggung jawab bersama bukan pemilik perusahaan saja atau manajer saja tetapi manajer dan pemilik perusahaan.

Kedua, menurut Crutchley dan Hansen (1989) dalam Darman (2008) *agency problem* dapat dikurangi dengan menggunakan kebijakan dividen. Hal ini menyatakan bahwa pembayaran dengan kebijakan dividen akan mempengaruhi kebijakan pendanaan, karena dengan pembayaran dividen akan mengurangi *cash flow* perusahaan sehingga dapat berakibat pada perusahaan untuk mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan dalam memenuhi kebutuhan operasinya. Easterbrook (1984) dalam Andri (2012) juga berpendapat bahwa pembayaran dividen akan membantu mengurangi konflik keagenan dengan mengkondisikan perusahaan untuk lebih sering diawasi oleh pasar modal, karena meningkatkan pembayaran dividen maka kemungkinan diterbitkannya saham biasa yang baru (*right issue*) oleh perusahaan harus menjadi lebih sering. Ketiga, dengan meningkatkan pendanaan hutang. Pendanaan hutang akan menurunkan besarnya konflik keagenan antara pemegang saham dengan manajemen. Dengan adanya hutang juga dapat mengurangi arus kas berlebih yang dimiliki oleh perusahaan, sehingga dapat memperkecil kemungkinan manajer untuk melakukan pemborosan dengan menggunakan arus kas tersebut. Hal ini dikarenakan, dengan meningkatnya penggunaan hutang, artinya kebutuhan perusahaan untuk mengembalikan dana yang dipinjam meningkat, sehingga arus kas berlebih yang tadinya dimiliki oleh perusahaan harus digunakan untuk membayar kan hutang-hutang tersebut.

Pengukuran *agency* cost dapat diproksikan melalui beberapa pendekatan, yaitu *total asset turn over* dan *operating expense ratio. Total asset turn over* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa cepat perputaran aset yang dimiliki oleh perusahaan untuk menghasilkan pendapatan. Dengan kata lain, *total asset turn over* menggambarkan efisiensi perusahaan dalam mengelola aset yang dimilikinya untuk menghasilkan pendapatan.

*Operating expense ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur persentase biaya operasi terhadap pendapatan yang dihasilkan oleh perusahaan. *Operating expese* merupakan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menjalankan bisnisnya setiap hari, semakin kecil biaya tersebut, semakin mudah perusahaan untuk dapat menghasilkan keuntungan. Menurunnya *operating expense ratio* menandakan perusahaan dapat menghasilkan penjualan yang lebih besar tanpa perlu diikuti oleh kenaikan biaya operasi perusahaan.

### Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen (*dividend policy*) merupakan suatu keputusan mengenai laba yang telah diperoleh perusahaan pada suatu periode tertentu apakah akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan sebagai laba ditahan untuk membiayai investasi perusahaan dimasa yang akan datang. Dividen itu sendiri menurut Besley dan Brigham (2005) dalam Yosephine dan Tjun (2016) merupakan pembagian uang tunai yang dilakukan oleh para pemegang saham atas keuntungan perusahaan, baik itu laba yang didapatkan dari periode yang sedang berjalan ataupun laba dari periode sebelumnya. Menurut Laopodis (2013) dalam Setiawati dan Yesisca (2016), dividen merupakan pembayaran tunai yang dilakukan oleh perseroan kepada para pemegang saham di mana dividen tersebut merepresentasikan pemegang saham terhadap penerimaan langsung maupunt idak langsung atas investasi mereka di perusahaan. Jika perusahaan memilih untuk membagikan laba yang didapatkan perusahaan sebagai dividen, maka pembagian dividen tersebut akan mengurangi jumlah laba yang ditahan.

Bagi para investor, dividend merupakan hasil yang diperoleh dari saham yang dimiliki, selain capital gain yang didapat apabila harga jual saham lebih tinggi dari pada harga beli saham tersebut. Menurut Martono dan D. Agus Harjito (2000:253) dalam Wahyu, Topowijono, dan Endang (2016), kebijakan dividen merupakan bagian yang tidak dapat dipisahkan dari keputusan pendanaan perusahaan. Kebijakan ini merupakan suatu keputusan mengenai laba yang diperoleh perusahaan pada suatu periode tertentu. Berdasarkan kebijakan ini, nantinya akan diputuskan apakah laba tersebut akan dibagikan sebagai dividen atau akan digunakan untuk reinvestasi.

Menurut Grinbalatt dan Titman (2002) dalam Hasnawati dan Septriana (2008), kebijakan pembayaran dividen merupakan kebijakan perusahaan yang berkaitan dengan pembagian kas kepada para pemegang sahamnya. Apabila perusahaan tidak memiliki kesempatan untuk dapat melakukan investasi yang menguntungkan, maka sebaiknya dana tersebut dibagikan kepada pemegang saham perusahaan. Pembayaran dividen dalam jumlah sekecil apapun masih lebih baik dari pada dividen tidak dibayarkan sama sekali.

Menurut Sundjaja dan Barlian (2010) dalam Linawati (2015) terdapat 3 (tiga) jenis kebijakan dividen, yaitu:

1. Kebijakan dividen rasio pembayaran konstan

Merupakan kebijakan dividen yang didasarkan dengan persentase tertentu yang dibayarkan kepada pemilik setiap periode.

1. Kebijakan dividen yang teratur

Merupakan kebijakan dividen yang membagikan dividen dengan jumlah yang sama di setiap periodenya yang didasarkan dengan rasio pembayaran dividen yang telah ditetapkan.

1. Kebijakan dividen yang rendah yang teratur dan ditambah ekstra

Merupakan kebijakan dividen yang membagikan dividen yang rendah secara teratur ditambahkan dengan dividen ekstra jika terdapat kepastian atas pendapatan di masa depan.

Kebijakan pembagian dividen merupakan suatu keputusan yang sangat penting karena kebijakan ini melibatkan dua belah pihak yang mempunyai kepentingan yang berbeda, yaitu pihak manajemen perusahaan dan pemegang saham, sehingga kebijakan dividen tidak akan terlepas dari masalah biaya keagenan (*agency cost*). Dalam teori keagenan, kebijakan dividen merupakan salah satu alternatif yang dapat dilakukan untuk mengatasi masalah keagenan. Hal ini akan mengakibatkan free cash flow yang dimiliki oleh perusahaan digunakan untuk membagikan dividen sehingga perusahaan harus mencari dana tambahan untuk berinvestasi dengan mencari pendanaan dari luar (Crutchley dan Hansen, 1989 dalam Yulianto, 2013). Rozeff (1982) dalam Andri (2012) juga menyatakan bahwa pembayaran dividen adalah salah satu cara untuk dapat mengurangi *agency cost of equity* seiring dengan berkurangnya konflik antara manajemen dengan pemegang saham.

Terdapat dua alat ukur kebijakan dividen yaitu *dividend payout ratio*  dan dividend yield. *Dividend payout ratio* (DPR) merupakan persentase dari jumlah dividen yang dibayarkan terhadap laba yang didapatkan oleh perusahaan. Besarnya rasio ini bergantung pada besar kecilnya pendapatan suatu perusahaan, sehingga seringkali rasio ini digunakan untuk mengetahui berapa keuntungan yang dapat diterima oleh pemegang saham atas investasi yang telah dilakukannya.

*Dividend yield* merupakan persentase dividen per lembar saham yang dibayarkan oleh perusahan relative terhadap harga saham tersebut di pasar. Dividend yield juga dapat diartikan sebagai tingkat keuntungan yang dibagikan perusahaan kepada pemegang saham.

### Kebijakan Hutang

Hutang merupakan pinjaman yang diberikan oleh kreditur kepada perusahaan. Bila perusahaan menggunakan hutang yang berakibat pada munculnya biaya dalam struktur modal perusahaan untuk membiayai investasi, perusahaan akan memiliki *financial risk* karena perusahaan harus mengeluarkan biaya yang jumlahnya tetap secara periodic berupa bunga pinjaman yang harus dibayarkan. Pembayaran bunga pinjaman juga dapat mengurangi penghasilan para pemegang saham karena perusahaan harus membayar bunga terlebih dahulu dalam perhitungan laba ruginya sebelum mempertimbangkan pembagian laba kepada para pemegang saham.

Gitman (2006:498) dalam Fatoni, Hadi, dan Eloka (2013) mendefinisikan *financial risk* sebagai risiko dari perusahaan karena perusahaan tidak dapat memenuhi kewajiban finansialnya. Oleh karena itu, perusahaan yang memiliki tingkat penggunaan hutang yang tinggi akan mempunyai resiko finansial yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tidak menggunakakn hutang, maka perusahaan tersebut tidak memiliki *financial risk* yang harus di tanggung.

Kebijakan hutang sendiri termasuk ke dalam kebijakan pendanaan perusahaan yang berasal dari sumber eksternal. Kebijakan ini memiliki dampak pada konflik dan biaya keagenan. Kebijakan hutang akan memberikan dampak pada pendisiplinan bagi para manajer agar dapat mengoptimalkan penggunaan dana yang ada, karena jika perusahaan menggunakan hutang yang cukup besar, hal tersebut akan menimbulkan kesulitan keuangan dan atau risiko kebangkrutan. Perusahaan akan dinilai beresiko apabila perusahaan tersebut memiliki porsi hutang yang besar di dalam struktur modal perusahaannya, sebaliknya apabila perusahaan menggunakan hutang dalam jumlah yang sedikit atau tidak menggunakan hutang sama sekali maka perusahaan dinilai tidak dapat memanfaatkan tambahan modal eksternal yang dapat meningkatkan operasional perusahaan.

Kebijakan hutang merupakan suatu kebijakan yang menentukan seberapa besar kebutuhan perusahaan yang dapat dibiayai dengan hutang (Weston dan Copeland (1992) dalam Sukirni (2012)).

Adapun rasio pengelolaan hutang dibagi menjadi tiga yaitu:

1. Rasio hutang yaitu rasio total hutang terhadap total aktiva rasio ini digunakan untuk menghitung persentase dari total dana yang disediakan oleh kreditur.
2. Rasio kemampuan membayar bunga atau *time interest earned* (TIE) adalah rasio laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) terhadap beban bunga. Rasio ini mengukur kemampuan untuk membayar beban bunga tahunan
3. Rasio kemampuan membayarkan beban tetap adalah rasio yang lebih luas cakupannya daripada rasio TIE. Hal ini disebabkan karena rasio ini mencakup kewajiban lease jangka panjang tahunan perusahaan. Rasio ini hampir sama dengan rasio kemampuan membayar bunga.

Hutang memiliki sisi positif, yaitu dengan meningkatkan pendanaan dengan menggunakan hutang akan menurunkan *agency cost*. Penggunaan hutang akan mendisiplinkan manajer untuk tidak sembarangan menggunakan kas dan harta perusahaan untuk kepentingannya. Hal ini dikarenakan kreditur melakukan pengawasan secara lebih ketat dan efektif dibandingkan dengan pengawasan yang dilakukan oleh pasar modal.

Selain mempunyai sisi positif, hutang juga memiliki sisi negative yaitu hutang meningkatkan peluang perusahaan untuk mengalami kebangkrutan, karena apabila perusahaan memiliki hutang dalam jumlah yang besar, peluang perusahaan tidak mampu membayar bunga dan cicilan hutang juga menjadi besar. Hutang yang berlebihan juga akan meningkatkan *agency cost* atau menaikkan resiko kreditur karena membuat pemegang saham memiliki sedikit kepentingan dengan aset perusahaan.

Terdapat dua alat ukur yang dapat digunakan untuk mengukur kebijakan hutang yaitu *debt to equity ratio* (DER) dan *debt to asset ratio* (DAR). Debt to Equity ratio merupakan sebuah rasio yang mengukur perbandingan antara hutang dengan ekuitas yang dimiliki oleh suatu perusahaan. Biasanya rasio ini digunakan untuk melihat seberapa baik investasi yang dilakukan oleh suatu perusahaan. Rasio ini juga digunakan untuk melihat kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban yang dimilikinya. Rasio ini menunjukkan komposisi dari total hutang (jangka pendek maupun jangka panjang) terhadap total ekuitas di mana semakin tinggi DER, hal ini menunjukkan komposisi dari total hutang semakin besar dibandingkan dengan total modal sendiri sehingga akan berakibat pada semakin besarnya beban perusahaan terhadap pihak luar atau kreditur (Ang, 1997 dalam Subagja, 2016). *Debt to asset ratio* merupakan rasio yang mengukur perbandingan antara hutang dengan aset yang dimiliki oleh perusahaan. Rasio ini digunakan untuk melihat kemampuan perusahaan membayarkan kewajibannya dengan menggunakan aset yang dimilikinya.

### Nilai Perusahaan

Menurut Sartono (2008) dalam Junita (2014), nilai perusahaan merupakan harga yang harus dibayar oleh para calon investor apabila perusahaan tersebut akan dijual. Menurut Harmono (2009:233) dalam Fidiarti (2016), nilai perusahaan adalah kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran pasar modal yang merefleksikan penilaian masyarakat terhadap kinerja perusahaan.

Menurut Brigham dan Erdhadt (2005:518) dalam Christine (2016:71), nilai perusahaan merupakan nilai sekarang (present value) dari *free cash flow* di masa mendatang pada tingkat diskonto sesuai rata-rata tertimbang biaya modal. *Free cash flow* merupakan arus kas yang tersedia bagi investor (kreditur dan pemilik) setelah dikurangi biaya operasional perusahaan dan biaya investasi serta *net current asset*.

Menurut Weston dan Copeland (1999) dalam Tallaman (2016) terdapat dua alat ukur yang dapat digunakan untuk memproksikan nilai perusahaan seperti *price earning ratio* (PER) dan *market to book value* atau yang biasa disebut *price to book value* (PBV).

*Price to book value* (PBV) menurut Prayitno di dalam Andrianto (2009), PBV merupakan rasio yang menjelaskan seberapa besar pasar menilai harga buku atas saham suatu perusahaan sedangkan *price earning ratio* merupakan perbandingan harga saham dengan laba bersih yang dihasilkan oleh perusahaan pada suatu periode tertentu.

## **Penelitian Terdahulu**

Penelitian-penelitian terdahulu yang mendasari dan dijadikan sebagai referensi dari penelitian ini adalah:

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| No | Peneliti dan Tahun Penelitian | Judul | Variabel | Hasil Penelitian |
| 1 | Nadia Asandimitra (2017) | THE DETERMINANT OF *AGENCY COST* IN INDONESIA | OER, DTA,KI, BS, KM, KI, KA | 1. *Leverage* memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *agency cost*,
2. Komisaris Independent tidak memiliki pengaruh terhadap *agency cost*,
3. Board Size tidak memiliki pengaruh terhadap *agency cost*,
4. Kepemilikan Manajerial memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *agency cost*,
5. kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap *agency cost*,
6. komite audit tidak memiliki pengaruh terhadap *agency cost*.
 |
| 2 | Yurike Larasati (2017) | ANALISIS PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN, KEBIJAKAN HUTANG, DAN INSTITUTIONAL OWNERSHIP TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFATAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2012-2014 | DPR, DTA, PBV | Dalam penelitian ini terbukti bahwa 1. kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan,
2. kebijakan hutang berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan,
3. institutional ownership tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.
 |

**Tabel 2. 1 Penelitian Terdahulu**

**Tabel 2.1 (Lanjutan) Penelitian Terdahulu**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| No | Peneliti dan Tahun Penelitian | Judul | Variabel | Hasil Penelitian |
| 3 | Deviliana Purnamasari (2017) | ANALISIS PENGARUH STRUKTUR MODAL, KEBIJAKAN DIVIDEN, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN (STUDI PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFATAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2012-2014) | DER, DPR, LnTA, PBV | Dalam penelitian ini terbukti bahwa 1. struktur modal berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan,
2. kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan
3. ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
 |
| 4 | Bonny Pranata Wijaya (2016) | ANALISIS PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN, KEBIJAKAN HUTANG, DAN PROFITABILITAS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFATAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2012-2014 | DPR, DER, ROE, PBV | Dalam penelitian ini terbukti bahwa 1. kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan,
2. kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan,
3. profitabilitas berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
 |

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| No | Peneliti dan Tahun Penelitian | Judul | Variabel | Hasil Penelitian |
| 5 | I Kadek Hery Septiawan dan Ni Gst Putu Wirawati (2016) | PENGARUH KEPEMILIKAN ASING, UKURAN PERUSHAAN, DAN KEBIJAKAN HUTANG PADA KOS KEAGENAN | %KEPEMILIKAN ASING, SIZE, DAR | Dalam Penelitian ini terbukti bahwa 1. kepemilikan asing berpengaruh negatif pada kos keagenan,
2. ukuran perusahaan berpengaruh positif pada kos keagenan, dan
3. kebijakan hutang berpengaruh negatif pada kos keagenan
 |
| 6 | I Gusti Bagus Angga Pratama dan I Gusti Bagus Wiksuana (2016) | PENGARUH UKURAN PERUSAHAAN DAN *LEVERAGE* TERHADAP NILAI PERUSAHAAN DENGAN PROFITABILITAS SEBAGAI VARIABEL MEDIASI | SIZE, DER, ROA, PBV | Dalam penelitian ini terbukti bahwa 1. ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan,
2. *Leverage* berpengaruh positif signifikan pada nilai perusahaan,
3. profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan,
4. ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap profitabilitas,
5. *leverage* berpengaruh positif signifikan terhadap profitabilitas,
6. profitabilitas tidak mampu memediasi pengaruh ukuran perusahaan terhadap nilai perusahaan, dan profitabilitas tidak mampu memediasi pengaruh *leverage* terhadap nilai perusahaan
 |

**Tabel 2.1 (Lanjutan) Penelitian Terdahulu**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| No | Peneliti dan Tahun Penelitian | Judul | Variabel | Hasil Penelitian |
| 7 | Ika Sasti Ferina, Rina Tjandrakirana, Ilham Ismail (2016) | PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN, KEBIJAKAN HUTANG, DAN PROFITABILITAS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN (STUDI PADA PERUSAHAAN PERTAMBANGAN YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2009-2013) | DPR, DER, ROE, PBV | Dalam penelitian ini terbukti bahwa 1. Kebijakan Dividen memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan,
2. kebijakan hutang tidak memiliki pengaruh dan tidak signifikan terhadap nilai perusahaan,
3. profitabilitas memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan
 |
| 8 | Linawati (2015) | PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN, KEBIJAKAN HUTANG, DAN KEPEMILIKAN SAHAM INSTITUSIONAL TERHADAP BIAYA KEAGENAN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2010-2012 | DPR, DER, SGA | Dalam penelitian ini terbukti bahwa: 1. kebijakan dividen berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan;
2. kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan;
3. kepemilikan saham institusional berpengaruh negatif terhadap biaya keagenan tetapi tidak signifikan.
4. Biaya keagenan tebukti sebagai variabel yang memperkuat pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
 |

**Tabel 2.1 (Lanjutan) Penelitian Terdahulu**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| No | Peneliti dan Tahun Penelitian | Judul | Variabel | Hasil Penelitian |
| 9 | Novi Rehulina Sitepu dan C. Handoyo Wibisono (2015) | PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN, KEBIJAKAN *LEVERAGE*, DAN PROFITABILITAS TERHADAP NILAI PERUSAHAAN | DPR, DAR, ROA, PBV | Dalam penelitian ini terbukti bahwa1. kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan,
2. kebijakan *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan,
3. profitabilitas berpengaruh negatif sinifikan terhadap nilai perusahaan.
 |
| 10 | George Mario (2014) | PENGARUH KEBIJAKAN DIVIDEN TERHADAP NILAI PERUSAHAAN YANG DIMEDIASI OLEH BIAYA KEAGENAN PADA INDUSTRI MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI TAHUN 2010-2012 | DPS, DPR, TATO, OETS, PBV | Dalam penelitian ini terbukti bahwa 1. kebijakan dividen berpengaruh signifikan negatif terhadap biaya keagenan,
2. biaya keagenan berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan,
3. kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan,
4. biaya keagenan terbukti sebagai variabel mediasi yang memperkuat pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.
 |

**Tabel 2.1 (Lanjutan) Penelitian Terdahulu**

## **Kerangka Pemikiran**

Di dalam bagian ini, penulis akan menjelaskan pengaruh kebijakan dividend dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan dengan *agency cost* sebagai variabel intervening. Adapun pengaruh dari variabel-variabel tersebut adalah sebagai berikut:

### Pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan

Pengaruh dividen terhadap nilai perusahaan merupakan sinyal yang positif bagi para pemegang saham. Selain meningkatkan kesejahteraan pemegang saham, dividen yang tinggi juga mencerminkan baiknya kinerja manajer perusahaan. Kenaikan pembayaran dividen merupakan sinyal dari adanya kelebihan dari laba bersih perusahaan yang digunakan untuk investasi. Hal ini disebabkan karena pembayaran dividen akan mengurangi *free cash* flow yang dimiliki oleh perusahaan sehingga manajer tidak dapat menggunakan *free cash flow* tersebut untuk investasi yang sia-sia atau hal yang dapat menguntungkan dirinya. Hal ini dapat menunjukkan bahwa prospek perusahaan kedepan akan semakin bagus sehingga para calon pemegang saham yang baru akan tertarik untuk membeli saham dan nilai perusahaan akan meningkat. Selain itu hasil penelitian Yurike dan Deviliana (2017), Ika, Rina, dan Ilham (2016) dan Novi (2015) menunjukkan bahwa pembayaran dividen berpengaruh secara positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

H1: Kebijakan Dividen berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

### Pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan

Menurut Ross (1977), penggunaan hutang merupakan sinyal yang disampaikan oleh manajer kepada pasar. Apabila manajer memiliki keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan ingin agar harga saham meningkat, maka perusahaan harus mengkomunikasikan hal tersebut kepada investor. Berdasarkan *trade-off theory,* penggunaan hutang dipercaya dapat mengurangi *free cash flow*  perusahaan karena *free cash* flow tersebut digunakan untuk membiayai hutang perusahaan. Hal ini akan mengakibatkan manajer harus bekerja lebih keras untuk mendapatkan dana tambahan agar perusahaan dapat membayarkan hutang-hutangnya dan melakukan reinvestasi. Penggunaan hutang dalam jumlah yang lebih banyak dapat dikirimkan sebagai sinyal yang dapat lebih dipercaya oleh pasar. Hal ini dikarenakan perusahaan yang meningkatkan hutang dapat dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaannya dimasa yang akan datang. Dasar pertimbangannya adalah dengan menambah hutang dapat menyebabkan keterbatasan arus kas dan meningkatkan biaya-biaya beban keuangan, sehingga manajer hanya akan menerbitkan hutang baru yang lebih banyak apabila mereka yakin perusahaan kelak dapat memenuhi kewajiban pembayaran hutangnya. Investor juga diharapkan dapat menangkap sinyal positif tersebut. Selain itu dengan adanya hutang, maka produktivitas perusahaan akan meningkat yang akan mengakibatkan terjadinya peningkatan pendapatan/laba perusahaan. Peningkatan laba akan mendorong peningkatan harga saham yang kemudian pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini juga didukung oleh hasil penelitian Yurike (2017) dan Deviliana (2017), serta Angga dan Bagus (2016) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang memiliki hubungan positif terhadap nilai perusahaan.

H2: Kebijakan Hutang berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

### Pengaruh kebijakan dividen terhadap *agency cost*

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, menurut Crutchley dan Hansen (1989) *agency problem* dapat dikurangi dengan menggunakan kebijakan dividen. Hal ini menyatakan bahwa pembayaran dengan kebijakan dividen akan mempengaruhi kebijakan pendanaan, karena dengan pembayaran dividen akan mengurangi *cash flow* perusahaan sehingga dapat berakibat pada perusahaan untuk mencari alternatif sumber pendanaan yang relevan dalam memenuhi kebutuhan operasinya.

Keputusan pembagian dividen ditentukan oleh pemegang saham melalui RUPS yang memberikan kensekuensi bahwa besar kecilnya dividen dapat dijadikan alat bagi pemegang saham untuk mengedalikan manajemen perusahaan. Hubungan keagenan antara pemilik perusahaan dengan manajemen akan menciptakan kesempatan bagi manajemen untuk mengejar tujuan pribadinya disamping memaksimalkan kesejahteraan pemegang saham. Dengan adanya pembayaran dividen, akan menyebabkan dana yang dikelola oleh perusahaan menjadi semakin kecil. Hal ini juga didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Linawati (2015) dan George (2014) yang menyatakan bahwa dividen berpengaruh negatif terhadap *agency cost*

H3: *Kebijakan Dividen* berpengaruh negatif terhadap *Agency Cost*

### Pengaruh kebijakan hutang terhadap *agency cost*

Dengan meningkatkan pendanaan perusahaan dengan menggunakan hutang menyebabkan turunnya *agency cost*. Penggunaan hutang akan mendisiplinkan manajer untuk tidak sembarangan menggunakan kas dan harta perusahaan untuk kepentingannya. Pengawasan oleh kreditur jauh lebih ketat dan efektif daripada pengawasan para pemegang saham di luar perusahaan dengan informasi yang relatif terbatas. Hal ini juga didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Linawati (2015) dan Kadek (2016) yang menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh negatif terhadap *agency cost.*

*H4: Kebijakan Hutang* berpengaruh negatif terhadap *Agency Cost*

### Pengaruh *agency cost* terhadap nilai perusahaan

Kepemilikan dan pengendalian perusahaan yang dilakukan secara terpisah akan menimbulkan masalah keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Hal ini akan menimbulkan biaya keagenan yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Jika biaya keagenan dibiarkan membengkak, hal tersebut dapat mengurangi pencapaian keuntungan kompetitif yang akan berdampak negatif terhadap nilai perusahaan (Suskim, Anisa, dan Gugun, 2015). Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh George Mario (2014) yang menyatakan bahwa *agency cost* mempengaruhi nilai perusahaan secara negatif signifikan dan penelitian yang dilakukan oleh Suskim, Anisa, dan Gugun (2015) yang menyatakan bahwa *agency cost* mempengaruhi nilai perusahaan secara negatif.

*H5: Agency Cost* berpengaruh negatif terhadap *Nilai Perusahaan*

### Pengaruh kebijakan dividen dan kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan yang dimediasi oleh *agency cost*

Menurut Crutchley dan Hansen (1989) dalam Mai (2013), *agency problem* dapat dikurangi dengan menggunakan kebijakan dividen. Hal ini disebabkan oleh pembayaran dividen yang akan mengurangi *cash flow* perusahaan yang tidak terpakai. Selain itu dengan adanya pembayaran dividen, menurut Easterbrook (1984) dalam Andri (2012) akan membantu mengurangi konflik keagenan dengan mengkondisikan perusahaan menjadi lebih sering diawasi oleh pasar modal sehingga kemungkinan perusahaan menerbitkan saham baru menjadi lebih sering. Hal ini juga turut didukung oleh penelitian terdahulu yang dilakukan oleh George Mario (2014) yang membuktikan bahwa *agency cost* sebagai mediasi terbukti memiliki pengaruh yang dapat memperkuat hubungan antar kebijakan dividen dengan nilai perusahaan.

Hutang dapat menjadi salah satu alat bagi perusahaan untuk meminimalkan *agency problem.* Dengan menggunakan hutang, maka akan muncul pihak lain yang ikut serta mengawasi kinerja perusahaan yaitu kreditur. Kreditur memiliki kepentingan untuk mengawasi *agent* agar perusahaan tetap menghasilkan keuntungan sehingga dapat melunasi hutang-hutang beserta bunga yang dimiliki oleh perusahaan. Adanya pengawasan yang dilakukan oleh kreditur akan membantu meminimalkan biaya pengawasan yang harus dikeluarkan oleh principal. Selain itu, semakin banyak perusahaan meningkatkan pendanaan dengan penggunaan hutang, maka akan semakin banyak pihak eksternal yang ikut mengawasi *agent,* sehingga peluang agent untuk melakukan tindakan yang dapat merugikan perusahaan akan semakin kecil.

H6: *Agency Cost* mampu memediasi pengaruh Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Berdasarkan kerangka pemikiran diatas, maka akan didapatkan model konseptual sebagai berikut:

**Gambar 2. 2 Model Konseptual**

Sumber: Model Empiris yang dikembangkan

## **D. Hipotesis Penelitian**

Berdasarkan kerangka pemikiran tersebut, maka hipotesis yang dapat diajukan adalah:

H1: Kebijakan Dividen berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

H2: Kebijakan Hutang berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan

H3: Kebijakan Dividenberpengaruh negatif terhadap *Agency Cost*

H4:Kebijakan Hutangberpengaruh negatif terhadap *Agency Cost*

H5: *Agency Cost* berpengaruh negatif terhadap *Nilai Perusahaan*

H6: *Agency Cost* memediasi pengaruh Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan.