



## BAB II

# KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

## A. Kajian Pustaka

### 1. Teori Keagenan

Teori keagenan pertama kali dikembangkan oleh Jensen & Meckling (1976), menurut menjelaskan bahwa hubungan agensi muncul saat satu orang atau lebih pemilik (pemegang saham) memperkerjakan orang lain (agen / manajer) untuk memberikan suatu jasa yaitu mengelola perusahaannya dan mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut. Sebagai agen, manajer bertanggung jawab untuk mengoptimalkan keuntungan para pemilik, namun disisi yang lain manajer juga memiliki kepentingan untuk memaksimumkan kesejahteraan mereka sendiri. Terjadi konflik kepentingan sehingga ada kemungkinan besar agen tidak selalu bertindak demi kepentingan terbaik pemilik.

Konflik mengambil beberapa bentuk yang berbeda: Pertama menurut Jensen dan Meckling (1976) bahwa ada perbedaan kepentingan pemegang saham terhadap nilai perusahaan, manajer lebih memilih untuk mengerahkan sedikit usaha dan memiliki tingkat penghasilan tambahan yang lebih besar, seperti kantor mewah dan mobil, dll. Dalam hal ini, meningkatkan kepemilikan ekuitas manajer akan membantu untuk menyelaraskan kepentingan pemegang saham dan manajer. Meningkatkan tingkat utang juga membantu untuk mengurangi konflik antara pemegang saham dan manajer. karena

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian

1. Dilarang menyalin atau menyalin sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



utang memaksa manajer untuk membayar uang, sehingga mengurangi manajer menggunakan arus kas bebas untuk kepentingan sendiri.

Selanjutnya (Masulis (1988)) menjelaskan bahwa konflik muncul karena manajer lebih memilih proyek-proyek jangka pendek, yang menghasilkan lebih cepat dan meningkatkan reputasi mereka dengan cepat, dari pada proyek jangka panjang yang lebih menguntungkan. Sedangkan Hunsaker (1999) menjelaskan manajer dapat memilih investasi yang kurang berisiko dan *leverage* yang lebih rendah untuk mengurangi probabilitas kebangkrutan. Lalu menurut Garvey dan Hanka (1998), manajer ingin tetap di posisi mereka, sehingga mereka ingin meminimalkan kemungkinan pemutusan hubungan kerja. Karena hal ini meningkatkan dengan perubahan dalam kontrol perusahaan, manajemen mungkin menolak pengambilalihan, terlepas dari efeknya pada nilai pemegang saham.

Pada dasarnya, konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan. Adanya konflik kepentingan antara investor dan manajer menyebabkan munculnya *agency cost*. Menurut Jensen dan Meckling, adanya masalah keagenan memunculkan biaya agensi yang terdiri dari:

1. *The monitoring expenditure by the principle (monitoring cost)*, yaitu biaya pengawasan yang dikeluarkan oleh pemilik untuk mengawasi perilaku dari manajer dalam mengelola perusahaan seperti auditing, penganggaran, sistem pengendalian dan kompensasi.
2. *The bounding expenditure by the agent (bounding cost)*, yaitu biaya yang dikeluarkan oleh agen untuk menjamin bahwa agen tidak bertindak yang merugikan pemilik.



3. *The Residual Loss*, yaitu penurunan tingkat utilitas pemilik maupun agen karena adanya hubungan agensi.



Hak cipta milik IBI IKKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Penelitian McColgan (2001) menyatakan hubungan keagenan tersebut terkadang menimbulkan masalah antara agen dan pemegang saham. Konflik yang terjadi karena manusia adalah makhluk ekonomi yang memiliki sifat dasar egoisme, sehingga antara pemegang saham dan agen memiliki tujuan yang berbeda dan masing-masing menginginkan tujuan mereka terpenuhi. Akibat yang terjadi adalah munculnya konflik kepentingan antara agen dan pemilik. Pemegang saham ingin keuntungan yang besar dan cepat atas investasi yang mereka tanamkan sedangkan agen menginginkan kepentingan diakomodasi dengan pemberian kompensasi atau insentif yang sebesar-besarnya atas jasa yang diberikan dalam menjalankan perusahaan. Selain itu, pemegang saham ingin perusahaan yang dimilikinya melakukan investasi yang menguntungkan, sedangkan agen melakukan investasi serta merta untuk meningkatkan ukuran perusahaan sehingga citra diri dari agen tersebut meningkat tanpa menimbang nilai investasi tersebut layak atau tidak dijalankan.

Kesimpulannya menurut teori keagenan, para manajer cenderung bertindak untuk memaksimalkan kepentingan mereka sendiri, bukan bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan melalui keputusan-keputusan yang diambil.

## 2. Teori Struktur Kepemilikan

### 1. Definisi Struktur Kepemilikan

Menurut Pratama (2013), Struktur kepemilikan dapat dilihat dari besarnya kepemilikan saham seseorang atau lembaga dalam perusahaan. Struktur kepemilikan

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



dipercaya mampu mempengaruhi jalannya perusahaan melalui mekanisme pengendalian dan pengawasan yang berpengaruh pada kinerja perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan. Struktur kepemilikan juga dapat digunakan untuk mengurangi masalah keagenan.

Secara umum struktur kepemilikan terbagi menjadi dua kategori yaitu struktur kepemilikan terkonsentrasi dan menyebar. Secara spesifik kategori struktur kepemilikan meliputi kepemilikan institusi domestik, institusi asing, pemerintah, karyawan, dan individual domestik (Xu, 1997). Menurut Wahyudi dan Pawstri (2006), struktur kepemilikan merupakan jenis institusi atau perusahaan yang memegang saham terbesar dalam suatu perusahaan. Secara garis besar, struktur kepemilikan dibagi menjadi 2 blok yaitu, (1) blok kepemilikan internal seperti kepemilikan individual, kepemilikan manajerial, dan kepemilikan keluarga dan (2) blok kepemilikan eksternal seperti kepemilikan institusional, kepemilikan pemerintah, maupun institusi swasta, serta kepemilikan asing.

Nur'aeni (2010) menyatakan bahwa ada dua jenis kepemilikan dalam perusahaan di Indonesia yaitu kepemilikan yang menyebar dan kepemilikan yang terkonsentrasi. Dalam tipe perusahaan dengan kepemilikannya menyebar memberikan imbalan yang lebih besar kepada pihak manajemen daripada perusahaan yang kepemilikannya lebih terkonsentrasi. Jenis kepemilikan perusahaan yang kedua adalah perusahaan dengan kepemilikan terkonsentrasi. Dalam tipe perusahaan seperti ini, timbul dua kelompok pemegang saham yaitu, kelompok pemegang saham pengendali dan kelompok pemegang saham minoritas. Pemegang saham pengendali atau pemegang saham mayoritas dapat

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak Cipta milik IBI KKG (Institusi Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

mempengaruhi keputusan manajemen yang dapat merugikan pemilik minoritas karena saham yang dimilikinya lebih besar bila dibandingkan dengan pemilik minoritas.

## 2. Kepemilikan Asing

Menurut UU No. 25 Tahun 2007 tentang Penanaman Modal, penanam modal asing diartikan sebagai perseorangan warga negara asing, badan usaha asing, dan / atau pemerintah asing yang melakukan penanaman modal di wilayah negara Republik Indonesia. Sedangkan pengertian modal asing adalah modal yang dimiliki oleh negara asing, perseorangan warga negara asing, badan usaha asing, badan hukum asing, dan / atau badan hukum Indonesia yang sebagian atau seluruh modalnya dimiliki oleh pihak asing.

Lauz et al. (2007) dalam Bopkin dan Isshaq (2009) mendokumentasikan bahwa pihak asing secara signifikan mengurangi investasi di perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan yang tidak kondusif untuk mengelola masalah, dan pada saat yang sama di perusahaan yang memiliki proteksi yang lemah terhadap pihak luar dan pengungkapan.

Menurut Ramaswary dan Li (2001) dalam Bopkin dan Isshaq (2009) mengindikasikan bahwa partisipasi investor asing dalam pasar saham telah menambah beberapa perubahan regulasi. Oleh karena asumsi tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa perusahaan yang dipilih oleh investor asing untuk ditanamkan saham atau modalnya memiliki proteksi yang baik dan struktur pengelolaan perusahaan yang baik pula. Sehingga dengan begitu kepemilikan asing dalam perusahaan dapat mengindikasikan peningkatan dalam nilai perusahaan.

Maulida (2013) menyatakan penanaman modal Asing adalah kegiatan menanam modal untuk melakukan usaha di wilayah negara Republik Indonesia yang dilakukan





oleh penanam modal asing, baik yang menggunakan modal asing sepenuhnya maupun yang berpatungan dengan penanam modal dalam negeri. Dengan adanya penanaman modal asing tersebut maka akan timbul kepemilikan asing.

Mekanisme tata kelola perusahaan diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa manajer akan memberikan keuntungan bagi mereka, yakin bahwa manajer tidak akan mencuri / menggelapkan atau menginvestasikan ke dalam proyek-proyek yang tidak menguntungkan berkaitan dengan dana / modal yang telah ditanamkan oleh investor, dan berkaitan dengan bagaimana para investor mengontrol para manajer (Shleifer dan Vishny, 1997).

### 3. Kepemilikan Institusional

Menurut Permasari (2010) kepemilikan institusional adalah kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga yang didirikan di Indonesia seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan institusi lain. Pemegang saham institusional yang memiliki kepemilikan saham besar memiliki intensif untuk memantau pengambilan keputusan perusahaan serta dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Sehingga dengan adanya kepemilikan saham yang besar oleh investor institusional akan mendorong peningkatan pengawasan yang lebih optimal terhadap kinerja manajemen serta dalam pengambilan keputusan perusahaan.

Investor institusional dapat meminta manajemen perusahaan untuk mengungkapkan informasi sosial dalam laporan tahunannya untuk transparansi kepada pemegang saham untuk memperoleh legitimasi dan menaikkan nilai perusahaan melalui mekanisme pasar modal sehingga mempengaruhi harga saham perusahaan. Pertumbuhan yang dominan dari kepemilikan institusional di pasar modal mencerminkan konsentrasi

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



dan kenaikan kekayaan oleh investor institusional, Sehingga keputusan investor institusional dalam pasar modal berdampak pada nilai saham perusahaan (Anggraini, 2011).

Menurut Zureigat (2011), proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh investor institusional dengan jumlah besar membuat investor tersebut dapat secara langsung mempengaruhi keputusan manajerial. Zureigat juga berpendapat bahwa kepemilikan institusional akan meningkatkan permintaan atas jasa audit dengan kualitas tinggi yang dilakukan oleh auditor berkualitas.

Andhi (2013) mengatakan keberadaan struktur kepemilikan institusional dapat mengurangi adanya masalah keagenan. Masalah keagenan akan menurun karena adanya penerapan sistem *monitoring* yang dilakukan oleh para investornya seperti: dana pensiun, perusahaan asuransi dan perseroan terbatas maupun institusi independen yang memiliki otoritas untuk memberikan penilaian kinerja kepada manajemen.

Dengan adanya monitoring tersebut maka pemegang saham akan semakin terjamin kemakmurannya, pengaruh kepemilikan institusional yang berperan sebagai agen pengawas ditekan oleh investasi mereka yang cukup besar dalam pasar modal (Permanasari, 2010).

Beberapa kelebihan dari struktur kepemilikan institusional disebutkan oleh Permanasari (2010) sebagai berikut :

- Profesionalisme dalam analisis informasi yang berdampak pada keterandalan informasi,
- Motivasi yang kuat untuk melakukan pengawasan lebih ketat atas aktivitas perusahaan.



#### 4. Kepemilikan Keluarga

Arifin (2003) dalam Hidayanti (2013) menyatakan Indonesia merupakan salah satu Negara berkembang yang masih memiliki dominan kepemilikan saham oleh keluarga diperusahaan. Kepemilikan saham di negara berkembang sebagian besar dikontrol oleh kepemilikan keluarga, termasuk perusahaan di Indonesia.

Menurut Fama dan Jensen (1983) perusahaan dengan kepemilikan keluarga lebih efisien daripada perusahaan yang dimiliki publik karena biaya pengawasan yang dikeluarkan atau *monitoring cost*-nya lebih kecil. Sedangkan Maury (2006) berpendapat bahwa dengan adanya kepemilikan keluarga di suatu perusahaan maka perusahaan tersebut dapat meningkatkan profitabilitas di dalam perusahaan tersebut bila dibandingkan dengan perusahaan yang dikendalikan oleh pemilik non-keluarga.

Perusahaan keluarga memiliki karakteristik yang membedakan keputusan struktur modal mereka dari perusahaan perusahaan yang bukan keluarga. Perusahaan keluarga memiliki keinginan yang lebih kuat untuk mengontrol dan mnegurangi resiko kebangkrutan karena keinginan mereka untuk mentransfer bisnis ke anak cucunya, agar dapat memperkerjakan saudara-saudaranya, dan untuk meningkatkan nama keluarga. Kontrol keluarga juga sangat penting dilakukan untuk melindungi sumber daya perusahaan dari tindak pengambilalihan yang dilakukan pihak luar.

Prasetyo (2009) menemukan bahwa perusahaan publik di Indonesia, perusahaan yang dikendalikan keluarga, perusahaan negara, atau perusahaan yang dikendalikan institusional, memiliki masalah agensi yang lebih kecil daripada perusahaan yang dikendalikan publik atau perusahaan tanpa pemegang saham pengendali. Perusahaan yang dikendalikan keluarga memiliki masalah agensi yang lebih sedikit karena terdapat

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

© Hakipta milik BI KKG (Institusional) dan Informatika Kwik Kian Gie

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



konflik yang lebih sedikit antara prinsipal dan agen, tetapi terdapat masalah agensi lain yaitu antara pemegang saham mayoritas dengan pemegang saham minoritas.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) Kepemilikan keluarga merupakan kepemilikan terkonsentrasi karena persentase jumlah saham yang dimiliki pihak keluarga lebih besar. Perusahaan dengan kepemilikan keluarga berfokus pada (1) efek terhadap kinerja perusahaan, dan (2) efek pengungkapan perusahaan. Jika kepemilikan keluarga mampu mengurangi permasalahan tata kelola maka hal ini akan mengurangi masalah keagenan antara agen dengan pemilik dan ini mampu meningkatkan kinerja perusahaan.

Arifin (2003) dalam Teguh Dkk (2012) mengatakan bahwa perusahaan yang dikendalikan oleh keluarga, negara, atau institusi keuangan pengurangan masalah agensinya akan lebih baik dibandingkan dengan tanpa pengendali utama.

## **2. Kepemilikan Manajerial**

Struktur kepemilikan manajerial dapat didefinisikan sebagai kepemilikan saham yang dimiliki oleh direksi, manajer, karyawan, dan perangkat internal perusahaan lainnya. Kepemilikan manajerial dapat meminimalisir perilaku oportunistik yang dilakukan oleh manajemen.

Menurut Jensen dan Meckling (1976) dalam Isshaq, dkk. (2009) peningkatan dalam kepemilikan manajerial dapat menyeimbangkan ketertarikan dari manajer dan pemilik saham, yang mana dapat meningkatkan nilai perusahaan. Jensen (1986) dalam Isshaq, dkk. (2009) berpendapat bahwa level kepemilikan manajerial yang tinggi dapat mengurangi masalah agensi pada arus kas. Semakin besar proporsi kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan maka manajemen akan berupaya lebih giat untuk



memenuhi kepentingan pemegang saham yang juga adalah dirinya sendiri (Jensen dan Meckling, 1976).

Sehingga diasumsikan bahwa masalah keagenan akan berkurang jika manajer adalah sekaligus pemilik dan pada akhirnya akan dapat meningkatkan kinerja perusahaan secara keseluruhan jika manajemen memnuhi kepentingan pemegang saham yang juga adalah dirinya sendiri.

Putri (2011) menyatakan kepemilikan manajerial adalah kondisi yang menunjukkan bahwa manajer memiliki saham dalam perusahaan atau manajer tersebut sekaligus. Sebagai pemegang saham perusahaan. Pihak tersebut adalah mereka yang duduk di dewan komisaris dan dewan direksi perusahaan. Keberadaan manajemen perusahaan mempunyai latar belakang yang berbeda-beda, yaitu : Pertama, mereka mewakili pemegang saham institusi. Kedua, mereka adalah tenaga-tenaga profesional yang diangkat oleh pemegang saham dalam Rapat Umum Pemegang Saham. Ketiga, rawan terjadinya masalah keagenan antara pemegang saham dengan manajemen. Teori keagenan menyatakan bahwa salah satu mekanisme untuk memperkecil masalah keagenan tersebut adalah dengan cara menunjuk wakil dari pemegang saham untuk menjabat dalam jajaran manajemen perusahaan karena turut memiliki saham (Karima, 2013)

Menurut Permanasari (2010) kepemilikan manajerial adalah proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Semakin besar proporsi kepemilikan manajerial dalam suatu perusahaan maka manajemen akan berupaya lebih giat untuk memenuhi kepentingan pemegang saham yang juga adalah dirinya sendiri. Sehingga masalah



keagenan akan berkurang jika manajer adalah sekaligus pemilik dan pada akhirnya akan dapat meningkatkan kinerja perusahaan secara keseluruhan jika manajemen memenuhi kepentingan pemegang saham yang juga adalah dirinya sendiri (Jensen dan Meckling, 1976).

Zureigat (2011) berpendapat bahwa perubahan dalam persentase kepemilikan manajerial berhubungan dengan kebutuhan terhadap audit untuk mengurangi konflik keagenan.

Struktur kepemilikan manajerial adalah tingkat kepemilikan saham oleh pihak manajemen yang secara aktif terlibat di dalam pengambilan keputusan. Pengukurannya dilihat dari besarnya proporsi saham yang dimiliki manajemen pada akhir tahun yang disajikan dalam bentuk persentase (Yadnyana dan Wati, 2011).

Antari (2013) menjelaskan Semakin bertambahnya saham yang dimiliki manajer melalui kepemilikan manajerial akan memotivasi kinerja manajemen karena mereka merasa memiliki andil dalam perusahaan baik itu dalam pengambilan keputusan dan bertanggung jawab terhadap keputusan yang diambil karena ikut sebagai pemegang saham perusahaan sehingga kinerja manajemen semakin baik dan berpengaruh pada peningkatan nilai perusahaan.

## 6. *Ultimate Ownership*

Pemegang saham pengendali tidak mudah diidentifikasi secara komprehensif. Untuk itu dibutuhkan konsep baru, yaitu kepemilikan ultimat (*Ultimate Ownership*) agar rangkaian kepemilikan, konsentrasi kepemilikan, dan pemegang saham pengendali yang diidentifikasi lebih menggambarkan kondisinya (Baldric Siregar 2011). La Porta *et al.* (1999) adalah peneliti pertama yang menginvestigasi struktur

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.



kepemilikan dengan konsep ultimat. Menurutnya, *Ultimate ownership* adalah pemilik yang memiliki kekuatan terbesar dalam voting perusahaan. Artinya, jika perusahaan memiliki kepemilikan lebih besar dari 50% atau 50%+1, maka setiap keputusan perusahaan mutlak ditentukan oleh pemilik tersebut.

### 3 Teori Struktur Modal

#### 1. Definisi Struktur Modal

Struktur modal adalah tentang bagaimana organisasi membiayai investasi melalui kombinasi utang dan modal ekuitas. Utang dan modal ekuitas pada dasarnya berbeda. Modal utang mengacu pada jumlah modal yang dipinjam dalam organisasi, seperti obligasi dan pinjaman. Modal ekuitas mengacu pada dana dari organisasi yang dipegang oleh pemilik organisasi atau para pemegang saham. Struktur modal adalah tentang bagaimana mencapai perpaduan terbaik antara utang dan ekuitas untuk memaksimalkan nilai organisasi. Hal ini juga dapat dinyatakan sebagai jumlah modal utang dari total modal, yang disebut *leverage* keuangan (Hillier, Jaffe, Jordan, Ross dan Westerfield, 2010). De Jong (2002) berpendapat bahwa *leverage* sama dengan rasio utang jangka panjang.

#### 2. Teori klasik dari Modigliani and Miller (1958)

Modigliani dan Miller (1958) membuat asumsi tentang struktur modal. Mereka menyatakan bahwa nilai suatu organisasi tidak ditentukan oleh bagaimana cara organisasi dibiayai. Oleh karena itu, nilai organisasi independen terhadap struktur modal organisasi itu. Menurut Modigliani dan Miller (1958), nilai dari suatu organisasi tergantung pada aset riil. Mereka berpendapat bahwa pasar modal itu sempurna dan bahwa utang dan ekuitas adalah pengganti yang sempurna untuk satu sama lain. Menurut

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.



mereka, tidak ada biaya kebangkrutan, tidak ada biaya agen, tidak ada biaya transaksi, tidak ada pajak dan tidak ada informasi asimetris. Di pasar modal yang sempurna ini, keputusan keuangan tidak relevan dan tidak ada *leverage* keuangan. Ini berarti bahwa bagaimana cara organisasi dibiayai tidak relevan.

Namun, pasar modal ada memiliki beberapa ketidaksempurnaan, yang membuat teori klasik dari Modigliani dan Miller (1958) tidak realistis. Bisnis menghadapi risiko kebangkrutan, bahkan bisnis besar, seperti yang ditunjukkan krisis keuangan baru-baru ini. Sejak bisnis menghadapi risiko kebangkrutan, ada biaya kebangkrutan. Pajak harus dibayar oleh organisasi, yang dimana mempengaruhi keputusan organisasi dalam memilih pembiayaan. biaya kebangkrutan dan pajak adalah relevan untuk keputusan pembiayaan dan dibahas dalam teori *trade-off*. Singkatnya, teori *trade-off* membahas bahwa organisasi berusaha untuk menemukan keseimbangan optimal antara manfaat dan biaya utang dan ekuitas. Sebagian besar waktu, manajer ada memiliki informasi lebih banyak dan lebih baik tentang organisasi dari investor luar. Teori *pecking order* berdasarkan dari asimetri informasi ini. teori ini menyatakan bahwa organisasi lebih suka menggunakan dana internal daripada pendanaan eksternal dan organisasi memilih menggunakan utang daripada ekuitas. Jadi, asimetri informasi adalah relevan bagi organisasi dalam memilih untuk membiayai dengan utang atau ekuitas. Konflik antara agen, yang adalah manajer, dan principal, juga disebut pemegang saham, naik karena manajer tidak selalu menangani keuntungan pemegang saham. Konflik-konflik ini dibahas dalam teori *agency cost* dan membuat biaya agensi penting untuk pilihan keputusan pembiayaan.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak cipta milik IBI IKKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Pasar modal yang sempurna tidak ada di dunia nyata, yang membuat pilihan untuk membiayai dengan utang atau ekuitas menjadi penting untuk organisasi. Struktur modal berpengaruh, karena ketidaksempurnaan ini, nilai organisasi (Kraus dan Litzenberger, 1973). Ini berarti nilai suatu organisasi bervariasi dengan perubahan struktur modal mereka. Ketidaksempurnaan di pasar modal mempengaruhi keputusan pembiayaan. teori *trade-off*, teori *pecking order* dan teori *agency cost* menunjukkan bahwa teori klasik dari Modigliani dan Miller (1958) adalah tidak realistis. Ini menunjukkan bahwa utang dan ekuitas bukan pengganti yang sempurna untuk satu sama lain, sebagaimana Modigliani dan Miller (1958) menyatakan bahwa keputusan struktur modal itu penting untuk organisasi (Hillier, Jaffe, Jordan, Ross dan Westerfield, 2010).

Penelitian Maghyereh (2005) mereview perspektif historis dari struktur modal dan kritikan akademik yang mengikuti presentasi dari Modigliani dan Miller bahwa nilai perusahaan adalah konstan pada tingkat *leverage* yang berbeda yang berarti bahwa nilai perusahaan tidak dipengaruhi oleh pilihan keuangan, Maghyereh namun tidak setuju dengan hipotesis M & M yang tidak relevan dengan situasi kehidupan nyata dan bahwa asumsinya tidak realistis dan salah, ia kemudian menyimpulkan bahwa kesimpulan M & M tidak konsisten dengan realitas saat ini karena tidak dapat terjadi adanya keberadaan pasar sempurna, ia kemudian menyimpulkan bahwa nilai perusahaan secara signifikan dipengaruhi oleh tingkat *leverage* dan struktur modal, kesimpulan ini didasarkan sebagian pada pengamatan bahwa bank tidak bersedia untuk memberikan pinjaman kepada perusahaan dengan proporsi yang tinggi dari utang dalam struktur modal mereka karena untuk risiko tinggi yang terkait dengan perusahaan.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.



Rocca (2007) mengamati bahwa karakter perusahaan merupakan faktor yang harus dipertimbangkan secara serius sebagai penentu struktur modal, pentingnya karakteristik perusahaan itu juga didukung oleh Sheikh dan Wang (2008), Makherjee dan Mahakud (2010) dan Oded et al (2011). Rocca menegaskan bahwa ada hubungan penting antara struktur modal perusahaan dan nilai perusahaan, ia kemudian menyatakan bahwa tata kelola perusahaan merupakan penentu utama dari struktur modal, bahwa tata kelola perusahaan memainkan peran mediasi antara tingkat leverage dan nilai perusahaan, ia menekankan bahwa tata kelola perusahaan yang efisien dapat dimotivasi oleh struktur modal, bahwa pilihan pembiayaan dipengaruhi oleh tata kelola perusahaan, ia menyimpulkan bahwa perusahaan membuat keputusan tata kelola perusahaan yang ditujukan untuk menggunakan pembiayaan untuk mengurangi masalah asimetri informasi .

Eriotis et al (2007) mengamati bahwa kesejahteraan keuangan perusahaan tergantung pada keputusan pembiayaan dan keputusan struktur modal yang tidak pantas dapat menyebabkan kesulitan keuangan yang bahkan bisa menyebabkan kebangkrutan dengan biaya yang terkait.

Perkembangan utama adalah ketika Al-Najjar dan Taylor (2008) meneliti hubungan antara struktur modal dan tata kelola perusahaan untuk negara berkembang dari sub Sahara Afrika, untuk menguji efisiensi hasil penelitian yang dilakukan di negara maju dalam perekonomian Afrika, mereka namun mengamati bahwa perusahaan Yordania menunjukkan hubungan yang sama seperti dengan apa yang diperoleh di negara-negara maju barat, mereka menemukan bahwa struktur modal ditentukan oleh profitabilitas, tingkat pertumbuhan, ukuran perusahaan, *tangibility* dan likuiditas.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.



Margaritis dan Psillaki (2010) mengamati bahwa tingkat *leverage* suatu perusahaan meningkat dengan pemilik luar dan bahwa kelompok investor ini mempromosikan penggunaan keuangan utang, dengan kata lain penggunaan *leverage* daripada ekuitas, hasil ini didukung oleh hasil dari Poyry dan Maury (2012), Pindado dan Ganguli (2012)

Zeitum (2014) dalam studi pengaruh konsentrasi kepemilikan terhadap kinerja perusahaan dalam 5 negara GCC (Qatar, Kuwait, Arab Saudi, Bahrain dan Oman) mengamati bahwa struktur kepemilikan memiliki dampak pada kinerja perusahaan, struktur kepemilikan mempengaruhi kinerja positif dan signifikan, struktur modal perusahaan tidak berpengaruh pada kinerja sedangkan usia dan ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja.

Menurut Kusumajaya (2011), struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Oleh karena itu, struktur modal diukur dengan *debt to equity ratio* (DER). DER merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat penggunaan hutang terhadap total shareholder's equity yang dimiliki perusahaan.

Secara matematis (DER) dapat dirumuskan sebagai berikut (Kasmir, 2009)

$$\text{Debt to equity ratio (DER)} = \frac{\text{Total Hutang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang (jangka pendek dan jangka panjang) semakin besar dibandingkan dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur) (Angg, 1997).

Menurut Brigham et al. (2001) perusahaan dengan *debt to equity* yang rendah akan memiliki risiko kerugian yang kecil ketika keadaan ekonomi mengalami



kemerosotan, namun ketika kondisi ekonomi membaik, kesempatan dalam memperoleh laba juga rendah.

### **Trade-off theory**

Teori *trade-off* adalah tentang bagaimana menemukan keseimbangan optimal antara manfaat dan biaya utang dan ekuitas (de Bie dan de Haan, 2007). Berdasarkan pengaruh pajak dan biaya kesulitan keuangan, organisasi memiliki target rasio utang terhadap ekuitas (Brounen, de Jong dan Koedijk, 2006). Rasio utang terhadap ekuitas mengarah ke struktur modal yang optimal bagi organisasi. Organisasi berusaha untuk mencapai target rasio ini (Myers, 1984).

Memiliki utang dalam organisasi memiliki beberapa manfaat, tetapi juga membawa beberapa biaya. Manfaat dari memiliki utang dalam organisasi adalah bahwa utang memiliki keuntungan pajak. Hal ini menyebabkan peningkatan nilai perusahaan. Utang juga membawa biaya, seperti biaya kesulitan keuangan. Contoh biaya kesulitan keuangan adalah biaya risiko kebangkrutan (Kraus dan Litzenberger, 1973). Biaya ini menyebabkan penurunan dari nilai perusahaan. Biaya utang meningkat dengan tingkat leverage dari suatu organisasi (Degryse, de Goeij dan Kappert, 2012).

Kebanyakan studi empiris menemukan bukti yang mendukung teori *trade-off* (Frank dan Goyal, 2008). Deesomsak, Paudyal dan Pescetto (2004) menemukan bukti empiris bahwa teori *trade-off* mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan di Asia Pasifik. De Haan dan Hinloopen (2003) menguji proxy yang berbeda dari teori *trade-off* dan menemukan bukti empiris bahwa teori *trade-off* adalah penentu penting dalam pilihan struktur modal dari sampel target mereka. Namun, mereka tidak



menemukan bukti untuk semua proxy yang mereka diuji. Delcoure (2007) menemukan bukti untuk organisasi di Eropa Barat bahwa teori *trade-off* adalah penting dalam pilihan pembiayaan. Dalam studi struktur modal mereka dari 42 negara, de Jong, Kabir dan Nguyen (2008) menemukan bukti empiris bahwa teori *trade-off* mempengaruhi keputusan pembiayaan. Brounen, de Jong dan Koedijk (2006) menunjukkan juga bukti keberadaan teori *trade-off* dalam organisasi. Mereka menyelidiki perusahaan-perusahaan di empat negara, termasuk Belanda. Secara keseluruhan, mereka menemukan semua empat negara sedang dengan dukungan dari teori *trade-off*.

Teori *trade-off* menyarankan bahwa sebuah organisasi harus menyeimbangkan pilihan mereka untuk pembiayaan dengan utang atau ekuitas pada biaya dan manfaat dari utang. Target rasio utang terhadap ekuitas didasarkan pada menemukan keseimbangan terbaik antara manfaat pajak dan biaya kesulitan keuangan. Dalam kebanyakan studi empiris, dua proxy diambil dalam pertimbangan untuk mengukur teori *trade-off*. proxy ini harus berurusan dengan manfaat pajak dan biaya kebangkrutan, perlindungan pajak non-utang dan biaya kesulitan keuangan (Brounen, de Jong dan Koedijk, 2006; Degryse, de Goeij dan Kappert, 2012; de Haan dan Hinloopen, 2003; de Jong, 2002).

#### 4. *Agency cost theory*

Jensen dan Meckling (1976) dan Jensen (1986) mengusulkan bahwa keputusan struktur modal suatu organisasi tidak hanya berdasarkan teori *trade-off* dan teori *pecking order*, tetapi juga pada masalah keagenan. Masalah-masalah ini ada di antara agen, yang dimana adalah manajer, dan pemilik, yang merupakan pemegang saham. Kepentingan manajer dan pemegang saham tidak selalu sama. Dalam Manajer memiliki informasi



lebih banyak dan lebih baik daripada rata-rata investor luar, yang mengarah ke asimetri informasi.

Ada konflik yang berkepanjangan antara peneliti yang mendukung teori agency cost dan peneliti yang tidak mendukungnya. Beberapa peneliti berpendapat bahwa biaya agensi dapat dianggap sebagai bagian dari teori *trade-off*, berdasarkan pada asimetri informasi antara pemegang saham dan manajer (Armada, Nunes dan Serrasqueiro, 2011; Degryse, de Goeij dan Kappert, 2012; Mahajan dan Tartaroglu 2008). Namun, la Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer dan Vishny (1998) menyelidiki lingkungan kelembagaan di berbagai negara. Mereka menemukan bahwa karena terdapat perbedaan dalam lingkungan kelembagaan di berbagai negara, biaya agensi berbeda per negara. Dalam penelitian tentang perusahaan di Belanda, beberapa peneliti berpendapat dan menunjukkan bukti empiris bahwa teori *agency cost* adalah teori yang relevan dalam menentukan struktur modal (Degryse, de Goeij dan Kappert, 2012; de Jong, 2002

Titman dan Wessels (1988) dan Brounen, de Jong dan Koedijk (2006) dalam studi mereka menggunakan peluang pertumbuhan untuk menyelidiki biaya agensi. Jensen (1986) menggunakan arus kas bebas dan kesempatan pertumbuhan untuk meneliti biaya agensi. De Jong (2002) menunjukkan dalam studinya bahwa tata kelola perusahaan juga mempengaruhi sedikit teori *agency cost*.

**a. Free cash flow**

Jensen (1986) mengemukakan dalam studinya bahwa biaya agensi meningkat dengan arus kas bebas. Menurut Jensen (1986), arus kas bebas adalah " arus kas lebih dari dana yang diperlukan untuk mendanai semua proyek yang memiliki NPV positif ketika didiskontokan pada biaya modal yang relevan ". Pemegang saham lebih memilih bahwa



aliran kas bebas diinvestasikan dalam proyek-proyek dengan NPV positif atau dibayarkan sebagai dividen. Namun, manajer memiliki insentif untuk berinvestasi dalam proyek-proyek yang akan meningkatkan kekayaan mereka sendiri. Dengan cara ini, manajer kadang-kadang berinvestasi dalam proyek-proyek dengan hasil yang diharapkan lebih rendah dari biaya modal. Investasi dalam proyek-proyek dengan hasil yang diharapkan lebih rendah dari biaya modal diakui oleh pemegang saham sebagai investasi yang berlebihan (de Jong, 2002). Jensen (1986) mengemukakan bahwa penggunaan utang dapat mengurangi masalah ini dan karena itu mengurangi biaya agensi. Hal ini karena pembayaran utang kepada pemegang utang adalah wajib. Dengan cara ini, manajer dapat menggunakan arus kas bebas dari organisasi untuk membayar bunga dan cicilan lain dari utang.

Di sisi lain, utang dapat meningkatkan biaya keagenan antara pemegang hutang dan pemegang saham. pemegang utang akan memerlukan tingkat pengembalian yang lebih tinggi ketika utang berisiko. Pemegang saham akan memilih proyek-proyek berisiko untuk berinvestasi, yang mentransfer nilai dari pemegang utang ke pemegang saham.

Jensen (1986) meneliti aliran kas bebas dan menemukan bahwa aliran kas bebas dari suatu organisasi memiliki efek positif pada *leverage* sebuah organisasi. De Jong (2002) menguji dalam studi teori *agency cost* dari perusahaan Belanda yang terdaftar dan menggunakan arus kas bebas sebagai salah satu proxy. Dia menemukan hubungan positif antara arus kas bebas dan leverage keuangan. Utang mengurangi masalah keagenan dan juga biaya agensi, karena mengurangi kemungkinan manajer untuk investasi yang berlebihan dari arus kas bebas organisasi. Dalam rangka untuk mencari struktur modal

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak Cipta milik IBI IKKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



yang optimal dari suatu perusahaan, biaya agensi harus dikurangi seminimal mungkin.

Ⓚ Karena masalah aliran kas bebas dapat ditangani dengan utang, organisasi dengan masalah ini memperoleh lebih banyak utang dalam organisasi mereka. Oleh karena itu, jumlah utang yang lebih tinggi. Namun, masalah antara pemegang saham dan manajer ada di masalah investasi yang berlebihan dan tidak dalam masalah kurangnya investasi. Dimana masalah investasi yang berlebihan harus berurusan dengan masalah kebijaksanaan manajerial (Degryse dan de Jong, 2006), dengan kata lain manajer dapat menginvestasikan arus kas bebas dalam proyek-proyek yang akan tidak meningkatkan nilai organisasi, masalah kurangnya investasi harus berurusan dengan asimetri informasi. Ada peluang pertumbuhan dalam kasus kurangnya investasi, sehingga pemegang saham kurang takut bahwa arus kas bebas akan diinvestasikan dalam proyek-proyek dengan NPV negatif. Jadi, masalah arus kas bebas tidak relevan dalam teori kurangnya investasi, sehingga hubungan antara arus kas bebas dan leverage dalam kasus kurangnya investasi tidak ada.

**b. Growth opportunity**

Manajer tidak selalu berinvestasi yang mendukung para pemegang saham, yang menyebabkan beberapa konflik antara manajer dan pemegang saham. Jika ada kemungkinan rendah untuk organisasi untuk tumbuh, tetapi manajer memiliki insentif untuk berinvestasi, ini mengarah ke sub optimal investasi atau berinvestasi dalam proyek-proyek yang berisiko (Deesomsak, Paudyal dan Pescetto, 2004). Jika ada peluang pertumbuhan yang tinggi, tetapi perusahaan memiliki leverage tinggi, manajer tidak berinsentif untuk investasi. Ini adalah masalah investasi yang berlebihan dan kurangnya investasi masing-masing. Jika suatu organisasi memiliki peluang pertumbuhan yang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



rendah, tetapi mereka berinvestasi dalam proyek-proyek dengan NPV negatif, maka organisasi investasi yang berlebihan. Jika manajer dapat berinvestasi dalam proyek NPV positif dan peluang pertumbuhan yang tinggi, tetapi menolak proyek-proyek ini, adanya kurang investasi. Menurut Degryse dan de Jong (2006), masalah investasi yang berlebihan lebih umum daripada masalah kurangnya investasi di perusahaan-perusahaan Belanda. Mereka menunjukkan bahwa peraturan Belanda mempengaruhi pernyataan mereka. Peraturan Belanda memiliki dua karakteristik penting. Karakteristik pertama adalah bahwa pengaruh pemegang saham terbatas, bahkan jika sebagian besar ukuran pemegang saham besar. Karakteristik kedua adalah tentang peran bank. Bank berperan penting di Belanda dan mereka memiliki pengaruh pada perusahaan melalui saluran yang berbeda. Melihat fakta bahwa peraturan Belanda memiliki karakteristik bahwa pengaruh pemegang saham terbatas, para manajer perusahaan di Belanda ada memiliki lebih banyak kebijaksanaan atas investasi, daripada manajer dari perusahaan di AS. Hal ini menyebabkan masalah kebijaksanaan manajerial, yang merupakan penyebab investasi yang berlebihan tersebut.

### 1. *Overinvestment*

manajer dapat mengembalikan arus kas bebas dari organisasi kepada para pemegang saham. Namun, manajer memiliki insentif untuk tidak mengembalikan arus kas bebas kepada pemegang saham dan membayar mereka sebagai dividen, tetapi menggunakan laba tersebut untuk pengembangan lebih lanjut dari organisasi. Manajer memiliki insentif untuk berinvestasi, bahkan jika proyek memiliki NPV negatif. Hal ini menyebabkan konflik antara pemegang saham dan manajer. Proyek semacam ini tidak meningkatkan nilai organisasi. Jika kesempatan pertumbuhan organisasi rendah dan

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak Cipta Milik IBI BKKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



manajer berinvestasi di proyek-proyek dengan NPV negatif, maka manajer investasi yang berlebihan. Ini berarti bahwa manajer menginvestasikan uang dalam proyek yang tidak meningkatkan nilai organisasi. Jensen (1986) menyatakan dalam studinya bahwa manajer dengan arus kas bebas, tetapi tanpa peluang pertumbuhan, adalah orang-orang yang akan investasi yang berlebihan. Hal ini menyebabkan lebih banyak masalah antara manajer dan pemegang saham dan dengan demikian biaya agensi yang lebih banyak.

Menerbitkan utang dapat melindungi manajer dari investasi yang berlebihan (Jensen, 1989). Jika suatu perusahaan menerbitkan utang, jumlah arus kas bebas akan berkurang. Hal ini membuat wajib untuk membayar pemegang utang. Pemegang utang akan meminta bunga dan pembayaran lainnya. Jadi, dari jumlah arus kas bebas, manajer perusahaan pertama perlu membayar pemegang obligasi. Jika manajer tidak membayar pemegang obligasi, pemegang obligasi dapat meminta kebangkrutan perusahaan, yang dimana merupakan sesuatu yang manajer ingin menghindari. Oleh karena itu, manajer bersedia membayar pemegang obligasi. Manfaat dari utang dalam situasi ini adalah bahwa jumlah arus kas bebas berkurang, manajer tidak bisa berinvestasi banyak dalam proyek-proyek yang tidak meningkatkan nilai perusahaan. investasi yang berlebihan juga dapat dikurangi dengan peluang pertumbuhan, yang dimana juga dapat mengurangi utang yang diperlukan organisasi. Oleh karena itu *leverage* suatu perusahaan berkurang (de Long dan van Dijk, 2007). Ini semua mengarah ke hubungan negatif antara peluang pertumbuhan dan leverage perusahaan jika suatu organisasi investasi yang berlebihan atau merupakan potensi lebih investor, yaitu menerbitkan utang dapat melindungi manajer dari investasi yang berlebihan.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBKKG.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.



De Jong (2002) menemukan dalam studinya bahwa hubungan antara peluang pertumbuhan dan leverage pada perusahaan besar terdaftar di Belanda negatif. Hal ini didukung oleh Titman dan Wessels (1988) dan Graham dan Harvey (2001) yang juga menemukan hubungan negatif antara peluang pertumbuhan dan *leverage* untuk perusahaan yang terdaftar lebih besar. Titman dan Wessels (1988) memberikan penjelasan bahwa hubungan negatif ketika sebuah perusahaan berkembang, ia memiliki lebih banyak fleksibilitas dalam pilihan investasi masa depan dan biaya pinjaman akan lebih tinggi (Delcoure, 2007). Hal ini menyebabkan lebih banyak masalah dalam hubungan antara agen dan prinsipal. Oleh karena itu, menyebabkan biaya agensi yang lebih. Untuk menghindari biaya agensi lebih, perusahaan yang memiliki kemungkinan untuk tumbuh, menggunakan sumber daya internal mereka dan meningkatkan ekuitas untuk membiayai investasi berisiko dan menghindari menggunakan utang. Selain itu, hubungan ini juga negatif karena peluang pertumbuhan dapat dihubungkan dengan aset tak berwujud. Dalam hal ini, organisasi tidak ingin menggunakan utang, karena mereka tidak tahu kapan pertumbuhan dari aset tidak berwujud akan menghasilkan pendapatan (Deesomsak, Paudyal dan Pescetto, 2004).

## 2. *Underinvestment*

Kurangnya investasi berbeda dalam dua cara dari investasi berlebihan:

- (1) masalah keagenan dari kurangnya investasi naik antara pemegang saham dan pemegang obligasi dan
- (2) persyaratan untuk masalah kurangnya investasi adalah bahwa suatu organisasi memiliki peluang pertumbuhan (Myers, 1977).



Dalam situasi kurangnya investasi, ada ketergantungan dengan utang (Brounen, de Jong dan Koedijk, 2006) dan disebabkan oleh asimetri informasi (Degryse dan de Jong, 2006). Kurangnya investasi terjadi jika seorang manajer bisa berinvestasi dalam proyek yang memiliki NPV positif dan risiko rendah, tetapi menolak proyek ini. Sebagian besar, perusahaan dengan *leverage* tinggi akan kurang berinvestasi. Manajer menolak proyek ini karena biaya eksternal modal naik (Myers, 1977) dan pemegang saham tidak akan memberikan ekuitas yang diperlukan (de Jong dan van Dijk, 2007). Jika manajer ingin berinvestasi dalam proyek-proyek dengan NPV positif dengan utang, ini memberikan sinyal ke pasar bahwa organisasi mengharapkan profitabilitas masa depan yang rendah dan arus kas masa depan rendah. Myers dan Majluf (1984) menyatakan bahwa karena asimetri informasi, pasar tidak mengakui peluang pertumbuhan perusahaan. Hal ini menyebabkan peningkatan biaya utang.

pemegang meningkatkan risiko premiumnya. Dengan cara ini, manfaat bagi pemegang obligasi akan lebih tinggi daripada para pemegang saham. Hal ini menyebabkan konflik antara pemegang obligasi dan pemegang saham. Utang dapat memperburuk konflik ini, karena ketergantungan dari utang. Biaya utang lebih tinggi dan pemegang saham tidak akan memberikan ekuitas yang dibutuhkan, oleh karena itu manajer menolak proyek yang berharga bagi organisasi. Namun, utang jangka pendek dapat melindungi pemegang saham untuk kurangnya investasi dari manajer.

Myers dan Majluf (1984) berpendapat bahwa peluang investasi meningkat dengan kurangnya investasi tersebut. Masalah kurangnya investasi adalah hasil dari asimetri informasi, yaitu asimetri informasi menghalangi perusahaan dengan peluang pertumbuhan untuk berinvestasi dan menyebabkan kurangnya investasi. Degryse dan de

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Jong (2006) berpendapat bahwa interaksi antara arus kas bebas dan kesempatan pertumbuhan berbeda jika perusahaan investasi berlebihan dan kurang Investasi. Oleh karena itu, penting untuk melihat subsampel ini. Hanya dengan memisahkan dan menguji kedua sampel, memungkinkan untuk mengidentifikasi masalah kebijaksanaan manajerial (*overinvestment*) dan masalah informasi asimetris (kurangnya investasi).

Myers (1977) menyatakan bahwa hubungan antara peluang pertumbuhan dan *leverage* bagi perusahaan yang di kurang berinvestasi adalah negatif. Titman dan Wessels (1988) dalam penelitian mereka menemukan hubungan antara peluang pertumbuhan dan *leverage* dan tidak memisahkan mereka dalam investasi berlebihan dan kurangnya investasi. ekspektasi mereka adalah untuk menemukan hubungan negatif antara peluang pertumbuhan dan *leverage*, tetapi mereka tidak menemukan bukti empiris yang mendukung hubungan ini. Selain Myers (1977) dan Titman dan Wessels (1988), de Jong dan van Dijk (2007) menyelidiki masalah keagenan dari perusahaan non-keuangan Belanda dan menguji perilaku kurangnya investasi. Mereka mengharapkan untuk menemukan hubungan negatif antara peluang pertumbuhan dan *leverage* dalam kasus kurangnya investasi. Namun, mereka tidak menemukan bukti yang meyakinkan untuk hubungan ini. Juga, Brounen, de Jong dan Koedijk (2006) tidak menemukan bukti untuk hubungan negatif ini.

Manajer bersedia untuk berinvestasi, tetapi harus menolak proyek. organisasi tidak mengambil kesempatan pertumbuhan, utang meningkatkan konflik agensi dan oleh karena itu muncul biaya agensi antara pemegang saham dan pemegang obligasi (de Jong dan van Dijk, 2007). Karena biaya agensi harus dikurangi untuk menemukan struktur modal yang optimal, organisasi menghindari utang dalam situasi ini sebanyak mungkin.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Konflik antara pemegang saham dan pemegang obligasi memiliki efek negatif pada nilai perusahaan (de Jong dan van Dijk, 2007).

#### 4. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan dalam mengelola sumber daya. Bagi perusahaan yang menerbitkan saham di pasar modal, harga saham yang ditransaksikan di bursa efek merupakan indikator nilai perusahaan. Fama (1978) menyatakan nilai perusahaan akan tercermin dari harga pasar sahamnya.

Jensen dan Meckling (1976) berargumen bahwa konflik keagenan terjadi karena adanya pemisahan kepemilikan dan pengendalian. Konflik keagenan menyebabkan penurunan nilai perusahaan. Penurunan nilai perusahaan akan memengaruhi kekayaan dari pemegang saham sehingga pemegang saham akan melakukan tindakan pengawasan terhadap perilaku manajemen.

Nilai perusahaan dapat direfleksikan melalui tiga cara, yaitu melalui nilai buku, nilai likuidasi ataupun nilai pasar saham (Husnan dan Pudjiastuti, 2006). Tujuan utama perusahaan menurut *theory of the firm* adalah untuk memaksimalkan kekayaan perusahaan atau nilai perusahaan (*value of the firm*) (Salvatore, 2005).

Husnan dan Pudjiastuti (2006) menyebut nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Sedangkan menurut Keown et al. (2004) nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar. PBV (*Price Book Value*) digunakan untuk melihat berapa besar tingkat *undervalued* maupun *overvalued* harga saham yang dihitung berdasarkan nilai buku setelah dibandingkan dengan harga pasar (Slamet, 2003).

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak cipta milik IBKKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBKKG.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.



PBV dirumuskan dalam bentuk sebagai berikut:

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

### Profitabilitas

Profitabilitas merupakan gambaran dari kinerja manajemen dalam mengelola perusahaan (Petronila dan Mukhlisin, 2003). Ang (1997) mengungkapkan bahwa rasio profitabilitas atau rasio rentabilitas menunjukkan keberhasilan dalam menghasilkan keuntungan. Kusumawati et al. (2005) mengatakan, profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba pada masa mendatang dan merupakan indikator dari keberhasilan operasi perusahaan. Horne dan Wachowicz (2009-2010) mengatakan bahwa, rasio profitabilitas terdiri atas dua jenis yaitu, rasio yang menunjukkan profitabilitas dalam kaitannya dengan penjualan (margin laba kotor dan margin laba bersih), dan profitabilitas dalam kaitannya dengan investasi yaitu *return on asset* (ROA) *return on equity* (ROE). Ang (1997) menyatakan bahwa *return on asset* diukur dari laba bersih setelah pajak (*earning after tax*) terhadap total aset. Hal ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam penggunaan aset perusahaan yang digunakan untuk kegiatan operasi perusahaan dalam rangka menghasilkan profitabilitas perusahaan. Semakin besar ROA menunjukkan kinerja perusahaan yang semakin baik, karena tingkat pengembalian investasi (*return*) semakin besar. Nilai ROA sebuah perusahaan diperoleh dengan rumus:

$$\text{Return on asset (ROA)} = \frac{\text{laba bersih setelah pajak (earning after tax)}}{\text{total aset}}$$

perhitungan ROE sebuah perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



$$\text{Return on equity (ROE)} = \frac{\text{laba bersih setelah pajak (earning after tax)}}{\text{total equity}}$$



## B. Penelitian Terdahulu

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

- a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBKKG.

**Tabel 2.1**

Tabel Penelitian Terdahulu

Peneliti	Judul	Hasil Penelitian
Arum dan Komala (2010)	ANALISIS PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN	Kepemilikan manajerial dan <i>return on asset</i> (ROA) berpengaruh signifikan terhadap kinerja perusahaan.
Puspito (2011)	PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN PADA KINERJA PERUSAHAAN DENGAN STRUKTUR MODAL SEBAGAI PEMODERASI	Struktur kepemilikan eksternal tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, sedangkan struktur modal memperlemah pengaruh antara kepemilikan eksternal terhadap kinerja perusahaan
Elva Nuraina (2012)	PENGARUH KEPEMILIKAN INSTITUSIONAL DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DAN NILAI PERUSAHAAN (Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI)	1).Kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. 2).Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. 3).Kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan. 4).Ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap kebijakan hutang perusahaan.



4	Yulius dan Yeterina (2013)	Pengaruh Struktur Kepemilikan Terhadap Profitabilitas Perusahaan Manufaktur di Indonesia	kepemilikan asing dan leverage berpengaruh positif terhadap profitabilitas perusahaan, Namun, variabel lainnya yaitu kepemilikan pemerintah, kepemilikan manajemen, kepemilikan institusi dan ukuran perusahaan tidak terbukti berpengaruh terhadap profitabilitas.
5	Suyatmini dan Triyono (2013)	MODEL INTERAKSI STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KEBIJAKAN HUTANG DAN DIVIDEN DALAM PERSPEKTIF TEORI KEAGENAN PADA PERUSAHAAN MANUFAKTUR GO PUBLIK DI INDONESIA	(1) investor institusional memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, dan ada substitusi atau hubungan kausal negatif antara investor institusional dan kebijakan hutang. (2) investor institusi memiliki pengaruh negatif terhadap kepemilikan orang dalam, (3) terdapat hubungan substitusi antara kebijakan hutang dan kebijakan dividen.
6	Rini dan Rousilita (2015)	PENGARUH STRUKTUR KEPEMILIKAN TERHADAP KINERJA PERUSAHAAN PADA SEKTOR KEUANGAN YANG TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA PADA TAHUN 2007-2010	Kepemilikan insider dan kepemilikan institusional tidak mempengaruhi <i>leverage</i> .
7	Thi Phuong Vy LE (2015)	<i>Ownership Structure, Capital Structure and Firm Performance: A Study of Vietnamese Listed Firms</i>	Kepemilikan asing memiliki pengaruh negatif terhadap <i>leverage</i> , kepemilikan negara memiliki pengaruh positif. namun pengaruh

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



<p>© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)</p>			<p>kepemilikan besar terhadap tingkat hutang tidak konklusif. Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa semua rasio hutang jangka panjang, hutang jangka pendek dan total hutang baik nilai buku maupun pasar secara signifikan dan negatif terkait dengan pengembalian aset, imbal hasil ekuitas dan Tobin Q.</p>
--	--	--	--

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

## C. Kerangka Pemikiran

### 1. Pengaruh Struktur Kepemilikan dengan Nilai Perusahaan

Helfin dan Shaw (2000), Dyas (2012), dan Nur'aeni (2010) menyatakan bahwa struktur kepemilikan terbagi 2 yaitu terkonsentrasi dan tersebar, dimana kepemilikan yang terkonsentrasi jika sebagian besar saham dimiliki oleh sedikit individu atau kelompok sehingga pemegang saham tersebut memiliki jumlah saham yang relatif dominan. Pemegang saham yang terkonsentrasi cenderung mendapat kontrol perusahaan yang besar karena pemegang saham yang terkonsentrasi bukanlah investor yang spekulasi dan lebih menargetkan untuk meningkatkan nilai perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga dengan tujuannya tersebut, kontrol yang dilakukan oleh pemilik akan lebih ketat agar agen tidak dapat melakukan tindakan-tindakan yang dapat merugikan perusahaan.

Berbagai studi empiris yang menguji hubungan kepemilikan dengan kinerja perusahaan diantaranya, penelitian Arum dan Komala (2010) menemukan bahwa kepemilikan manajerial dan *return on asset* (ROA) berpengaruh signifikan terhadap



kinerja perusahaan. Dalam struktur kepemilikan yang terkonsentrasi, terdapat kepemilikan mutlak (*ultimate ownership*) Menurut La Porta et al (1999), *ultimate ownership* adalah pemilik yang memiliki kekuatan terbesar dalam voting perusahaan. artinya jika suatu individu atau kelompok memiliki kepemilikan lebih dari 50% atau 50%+1, maka setiap keputusan perusahaan mutlak ditentukan oleh pemilik tersebut, sehingga dapat disimpulkan struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

## 2. Pengaruh Struktur Kepemilikan dengan Kebijakan Hutang

Penelitian tentang hubungan antara kepemilikan manajerial dengan kebijakan hutang menunjukkan hasil yang berbeda diantara beberapa peneliti.

Fakta empiris di Indonesia mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap nilai perusahaan telah banyak dilakukan dan masih menunjukkan perbedaan hasil seperti Taswan dan Soliha (2002), Soepriyanto (2004), Hasnawati (2005), Ningrum (2006), Sijoko dan Soebiantoro (2007) dan Christiawan dan Tarigan (2007). Taswan dan Soliha (2002) menguji pengaruh kebijakan utang terhadap nilai perusahaan serta beberapa faktor mempengaruhinya, hasilnya menunjukkan bahwa kebijakan utang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sedangkan *insider ownership*, profitabilitas dan *firm size* terbukti mempengaruhi nilai perusahaan.

Berbeda dengan penelitian Taswan dan Soliha (2002) dan Soepriyanto (2004) penelitian Hasnawati (2005) hasilnya menunjukkan bahwa kebijakan investasi, kebijakan pendanaan dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Suyatmini dan Triyono (2013) menunjukkan bahwa investor institusional memiliki pengaruh yang signifikan terhadap kebijakan hutang, dan ada substitusi atau hubungan kausal negatif antara investor institusional dan kebijakan hutang.



### 3. Pengaruh Struktur Kepemilikan dengan Nilai Perusahaan yang dipengaruhi oleh Kebijakan Hutang

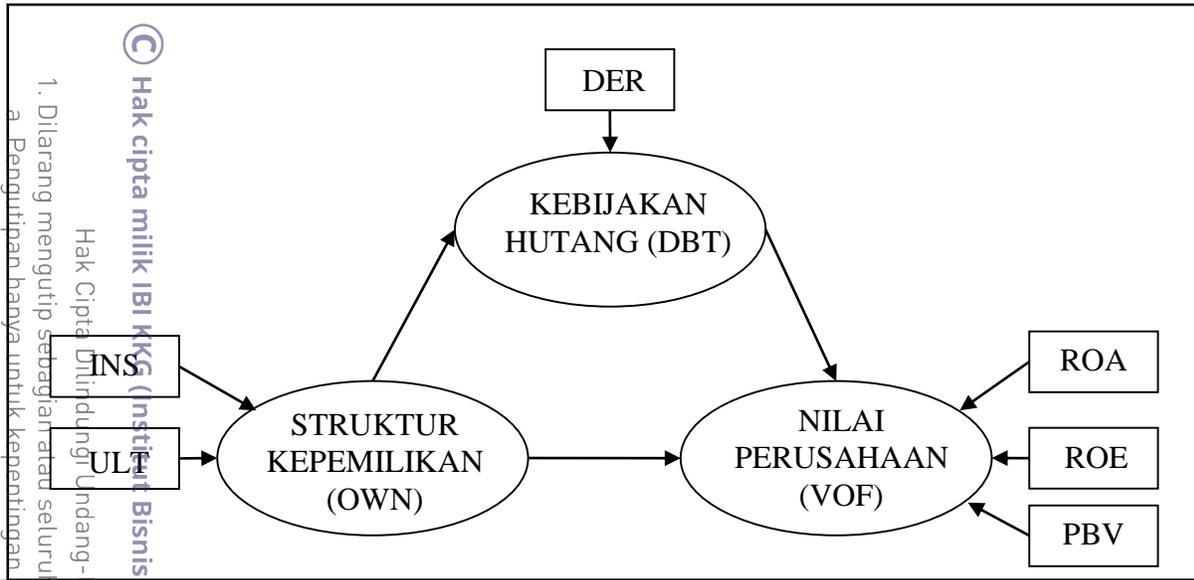
Berdasarkan teori-teori yang dibahas, dapat disimpulkan bahwa pemegang saham mayoritas cenderung mengharapkan menggunakan hutang sebagai pengalih resiko hingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Dimana dengan adanya peningkatan hutang yang merespon positif oleh pasar. Respon positif tersebut terjadi karena pihak luar mengartikan peningkatan hutang sebagai kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban atau adanya risiko yang rendah (Wahyudi dan Pawestri, 2006). Ketika peningkatan hutang terjadi, itu artinya aset yang tersedia sebagai jaminan untuk membayar hutang juga besar. Sehingga perusahaan yang besar (dilihat dari jumlah asetnya) dapat mendorong pihak luar untuk merespon pasar secara positif (Sujoko dan Soebiantoro, 2007).

Penelitian Puspito (2011) menggunakan struktur modal sebagai pemoderasi menunjukkan Struktur kepemilikan eksternal tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan, sedangkan struktur modal memperlemah pengaruh antara kepemilikan.

Berdasarkan penjelasan konsep dan kajian pustaka di atas maka dalam penelitian ini diajukan kerangka pemikiran yang diwujudkan dalam model penelitian berikut ini pada Gambar 2.1.



Sumber: Dikembangkan dalam penelitian ini.



Gambar 2.1 Model Kerangka Pemikiran

Keterangan:

- OWN : Struktur Kepemilikan
- ULT : *Ultimate Ownership*
- INS : Kepemilikan Institusional
- DBT : Kebijakan Hutang
- DER : *Debt to Equity Ratio*
- VOF : Nilai Perusahaan
- PBV : *Price Book Value*
- ROA : *Return on Asset*
- ROE : *Return on Equity*

### C. Hipotesis

Berdasarkan kerangka berpikir, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:  
 a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.  
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.  
 2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

© Hak cipta milik IBIKKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)



1. H1 : terdapat pengaruh positif antara struktur kepemilikan terhadap kebijakan hutang pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015
2. H2 : terdapat pengaruh positif antara kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015
3. H3 : terdapat pengaruh positif antara struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015
4. H4 : Kebijakan hutang memediasi pengaruh struktur kepemilikan dengan nilai perusahaan

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber:
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik dan tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IBIKKG.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.