

Bab II

KAJIAN PUSTAKA

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

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

A. Landasan Teoritis

1. Struktur Modal

a. Definisi Struktur Modal

Pada dasarnya tugas manajer keuangan perusahaan adalah berusaha membuat susunan struktur modal yang sebaik-baiknya. Pemilihan susunan kualitatif pada sisi assets akan menentukan struktur kekayaan perusahaan, sedangkan pemilihan susunan kualitatif dari sisi *liabilities* dan *equities* akan menentukan struktur keuangan dan struktur modal perusahaan.

Weston dan Copeland (1992) mendefinisikan struktur modal sebagai pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Nilai buku dari modal pemegang saham terdiri dari saham biasa, modal disetor atau surplus modal dan akumulasi laba ditahan. Bila perusahaan memiliki saham preferen, maka saham tersebut akan ditambahkan pada modal pemegang saham.

Menurut Lawrence, Gitman (2000), struktur modal adalah "*Capital Structure is the mix of long term debt and equity maintained by the firm*". Struktur modal perusahaan menggambarkan perbandingan antara hutang jangka panjang dan modal sendiri yang digunakan oleh perusahaan. Ada dua macam tipe modal menurut Lawrence, Gitman (2000) yaitu modal hutang (*debt capital*) dan modal sendiri (*equity capital*). Tetapi dalam

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.





kaitannya dengan struktur modal, jenis modal hutang yang diperhitungkan hanya hutang jangka panjang.

Keputusan pendanaan berkaitan dengan keputusan perusahaan dalam mencari dana untuk membiayai investasi dan menentukan komposisi sumber pendanaan. Sebuah perusahaan apabila menginginkan produktifitasnya tetap berjalan haruslah dapat mengelola keadaan keuangannya. Dalam membiayain keperluan investasi manajer keuangan harus mempertimbangkan kebijakan yang berhubungan dengan pendanaan atau sumber dana. Menurut Brigham & Houston keputusan struktur modal secara langsung berpengaruh terhadap besarnya risiko yang ditanggung pemegang saham serta besarnya tingkat pengembalian atau tingkat keuntungan yang diharapkan.

Teori Struktur Modal

Struktur Modal merupakan masalah penting dalam pengambilan keputusan mengenai pembelanjaan perusahaan dan pembiayaan perusahaan untuk kepentingan investasi. Untuk memperhitungkan struktur modal tersebut banyak teori-teori struktur modal yang dikemukakan. Beberapa teori yang menjelaskan Struktur Modal dalam suatu perusahaan antara lain :

(1) *Modigliani-Miller (MM) Theory*

Teori struktur modal (*capital structure theory*) modern dimulai dengan paper Modigliani dan Miller (1958), yang merupakan terobosan baru dalam manajemen keuangan modern. Dalam teori MM ini, dikatakan bahwa bagaimana struktur modal tidak relevan atau tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Perkembangan selanjutnya setelah melakukan diskusi yang sangat panjang, berbagai riset teoritis dan empiris telah banyak



dilakukan dan mengembangkan teori MM ini. Dengan memasukkan faktor pajak, *costs of financial distress*, *bankruptcy costs*, *agency costs*, dan *transaction costs* yang melahirkan teori keuangan baru yang saling berlawanan, yaitu *trade off theory* dan *pecking order theory*.

(2) Trade off Theory

Trade-off theory (Myers, 1977; 1984), memprediksi bahwa dalam mencari hubungan antara *capital structure* dengan nilai perusahaan terdapat satu tingkat *leverage* yang optimal. Teori ini menganggap sangat sulit menjumpai perusahaan-perusahaan yang menggunakan hutang 100% dalam struktur modalnya.

Penggunaan utang untuk membiayai kegiatan investasi akan meningkatkan nilai perusahaan sampai batas *leverage* tertentu (optimal), dan selanjutnya penggunaan utang akan menurunkan nilai perusahaan, karena penggunaan utang setelah *leverage* optimal akan menimbulkan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) yang lebih besar. Myers(2001) mengungkapkan, “Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana penghematan pajak dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*)”.

Menurut teori ini, perusahaan-perusahaan besar pada umumnya cenderung kecil kemungkinan untuk bangkrut, sehingga lebih mudah untuk menarik pinjaman dari bank dibandingkan dengan perusahaan kecil. Berdasarkan teori Trade off, kenaikan hutang akan bermanfaat jika dapat meningkatkan nilai perusahaan, artinya bahwa penambahan hutang belum mencapai titik optimal (suatu batas optimal dari jumlah hutang yang dapat menyebabkan nilai perusahaan tersebut maksimal).

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 menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



(3) *Pecking Order Theory*

Pecking order theory merupakan bentuk pengembangan dari teori *Static Trade-Off* (STO), yang dikemukakan oleh Myers dan Majluf (1984). *Pecking order theory* merupakan konsep yang pertama kali diuraikan oleh Gordon Donaldson pada tahun 1961. Pada konsep awalnya, dikemukakan bahwa perusahaan cenderung mengutamakan (mendahulukan) pendanaan dari sumber internal guna membayar deviden dan mendanai investasi, bila kebutuhan dana kurang maka dipergunakan dana dari sumber eksternal sebagai tambahannya.

Pada tahun 1984, Stewart C. Myers dalam *Journal of Finance volume 39* dengan judul *The Capital Structure Puzzle*, menyatakan bahwa ada semacam tata urutan (*pecking order*) bagi perusahaan dalam menggunakan modal. Dalam teorinya menjelaskan bahwa perusahaan lebih mengutamakan pendanaan ekuitas internal (menggunakan laba yang ditahan) daripada pendanaan ekuitas eksternal (menerbitkan saham baru). Hal itu disebabkan penggunaan laba yang ditahan lebih murah dan tidak perlu mengungkapkan sejumlah informasi perusahaan (yang harus diungkapkan dalam prospektus saat menerbitkan obligasi dan saham baru).

Dalam kenyataannya, terdapat perusahaan - perusahaan yang dalam menggunakan dana untuk kebutuhan investasinya tidak sesuai seperti urutan (*hierarki*) yang disebutkan dalam *pecking order theory*. Penelitian yang dilakukan oleh Singh dan Hamid (1992) menyatakan bahwa “Perusahaan-perusahaan yang ada negara

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 menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



berkembang lebih memilih untuk menerbitkan ekuitas daripada berhutang dalam membiayai perusahaannya.” Hal ini berlawanan dengan *pecking order theory* yang menyatakan bahwa perusahaan akan memilih untuk menerbitkan hutang terlebih dahulu daripada menerbitkan saham pada saat membutuhkan pendanaan eksternal.

(4) *Agency Theory*

Perkembangan selanjutnya dari teori struktur modal adalah ditemukannya *Agency Theory* yang menyatakan bahwa antara pemilik dan manajemen mempunyai kepentingan yang berbeda. Teori yang memperhitungkan biaya keagenan (*Agency Cost*) ini pertama kali dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976 yang dipublikasikan dalam *Journal of Financial Economics* volume 3 nomor 4 pada bulan Oktober 1976 dengan judul *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure*. Teori tersebut menegaskan bahwa struktur keuangan dipengaruhi oleh insentif dan perilaku dari pembuat keputusan (pihak manajemen).

Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa perusahaan yang memisahkan antara fungsi kepemilikan dan fungsi pengelolaan akan rentan terhadap konflik keagenan. Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen. Untuk dapat melakukan fungsinya dengan baik, manajemen harus diberikan insentif dan pengawasan yang memadai. Kegiatan pengawasan tentu saja membutuhkan biaya yang disebut dengan biaya agensi (*Agency Cost*). *Agency Cost* menurut Horne dan Wachowicz adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan

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

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.



pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham.

Jensen dan Meckling (1976) mengemukakan adanya dua potensi konflik, yaitu, konflik antara pemegang saham dengan pihak manajemen dan konflik antara pemegang saham dengan kreditor. Kedua macam biaya keagenan mempunyai sifat yang berlawanan. Pihak manajemen mengarah pada pemenuhan kepentingan dirinya sendiri, bila kepemilikannya atas perusahaan kecil. Untuk mengatasi hal itu, kepemilikan manajerial dapat ditingkatkan dengan cara mengubah sebagian ekuitas perusahaan yang dimiliki oleh pemegang saham menjadi hutang. Kebijakan hutang (*leverage*) dapat digunakan untuk melakukan pengawasan terhadap manajemen sekaligus memberikan jalur pengambilan keputusan yang lebih terstruktur.

Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan adanya hutang akan dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan arus kas bebas secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia pada gilirannya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Peningkatan nilai tersebut dikaitkan dengan harga saham dan penurunan hutang akan menurunkan harga saham.

(5) *Signaling theory*

Signaling Theory menjelaskan mengenai model penerimaan informasi baik secara simetri maupun asimetri terkait pengaruh dengan variasi *cross sectional* dalam pemilihan kebijakan keuangan

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.



Teori ini didasarkan pada asumsi bahwa manajer memiliki informasi yang lebih baik mengenai kesempatan investasi perusahaannya daripada investor dan tindakan manajer didasarkan pada kepentingan terbaik untuk para pemegang saham yang ada (Myers, 1984). Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa sinyal adalah suatu tindakan yang diambil oleh manajemen perusahaan yang memberikan petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan.

Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan modal baru dengan cara-cara lain seperti dengan menggunakan hutang. Teori ini didasarkan pada asumsi bahwa manajer dan pemegang saham tidak mempunyai akses informasi perusahaan yang sama. Ada informasi tertentu yang hanya diketahui oleh manajer, sedangkan pemegang saham tidak tahu informasi tersebut sehingga terdapat informasi yang tidak simetri (asymmetric information) antara manajer dan pemegang saham.

Ross (1977) mengembangkan model di mana struktur modal (penggunaan hutang) merupakan sinyal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Apabila manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan ingin agar harga saham meningkat, perusahaan ingin mengkomunikasikan hal tersebut ke investor. Manajer dapat menggunakan hutang lebih banyak, sebagai sinyal yang lebih dapat dipercaya. Hal ini karena perusahaan yang meningkatkan hutang bisa dipandang sebagai perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Dasar pertimbangannya adalah penambahan hutang

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.



menyebabkan keterbatasan arus kas dan meningkatnya biaya-biaya beban keuangan sehingga manajer hanya akan menerbitkan hutang baru yang lebih banyak apabila mereka yakin perusahaan kelak dapat memenuhi kewajibannya. Investor diharapkan akan menangkap sinyal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Dengan demikian hutang merupakan tanda atau sinyal positif.

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

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

2. Investasi

Investasi adalah penanaman modal untuk satu atau lebih aktiva yang dimiliki dan biasanya berjangka waktu lama dengan harapan mendapatkan keuntungan di masa-masa yang akan datang. Investasi merupakan pengeluaran uang pada saat ini, dimana hasil yang diharapkan dari pengeluaran uang itu baru akan diterima di tahun akan datang. Kesempatan investasi di dalam perusahaan adalah menyangkut pemilihan investasi yang diinginkan dari sekelompok atau set kesempatan investasi yang ada, memilih salah satu atau lebih alternatif investasi yang dinilai paling menguntungkan. Keputusan investasi mencakup pengalokasian dana, baik dana yang berasal dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi.

Gitman (2000) menyatakan bahwa keputusan investasi sangat penting karena akan mempengaruhi keberhasilan pencapaian tujuan perusahaan dan merupakan inti dari seluruh analisis keuangan. Sedangkan Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa keputusan investasi dapat berperan sebagai mekanisme untuk transmisi antara kepemilikan dan nilai perusahaan. Tujuan keputusan investasi perusahaan adalah untuk

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.



memaksimalkan Net Present Value (NPV) karena NPV yang positif akan meningkatkan kekayaan riil. Hasil penelitian Fama (1978) juga menyebutkan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi.

Keputusan investasi tidak dapat diamati secara langsung sehingga diperlukan proksi dalam pengukurannya, yakni *Investment Opportunity Set* (IOS). Myers (1977) memperkenalkan set peluang investasi (*investment opportunity set*) dalam kaitannya untuk mencapai tujuan perusahaan. Menurut Myers (1977), *Investment Opportunity Set* merupakan kombinasi antara aset yang dimiliki perusahaan (*asset in place*) yang sifatnya *tangible* dengan pilihan investasi dimasa depan (*future investment option*) atau *growth option* yang sifatnya *intangible*.

Future investment option mencerminkan kesempatan investasi saat ini yang akan menghasilkan keuntungan dimasa depan. Menurut Gaver dan Gaver (1993), *Investment Opportunity Set (IOS)* tidak hanya ditunjukkan dengan adanya kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan dalam mengeksplorasi kesempatan dan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain dalam satu kelompok industri.

Keputusan investasi yang dilakukan perusahaan dilihat dari indikator-indikator yang dianggap penting dalam pengambilan keputusan perusahaan adalah indikator yang mencerminkan kesempatan investasi di masa yang akan datang (*investment opportunity*). Ada beberapa proksi yang digunakan dalam bidang akuntansi dan keuangan untuk memahami pemikiran IOS (Myers, 1977 dalam Kallapur dan Trombley, 1999). Proksi – proksi tersebut dapat digolongkan menjadi tiga jenis, yaitu :

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

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

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 mengumumkannya dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



a. *Price – based proxies*

Proksi ini didasarkan pada perbedaan antara asset dan nilai perusahaan. Proksi ini percaya pada gagasan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya (*asset in place*). Oleh karena itu, proksi ini sangat tergantung pada harga saham (Hartono, 1999)

b. *Investment – based proxies*

Proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan (Kallapur dan Trombley, 1999). Perusahaan dengan IOS yang tinggi juga akan mempunyai tingkat investasi yang sama tinggi, yang dikonversi menjadi asset yang dimiliki.

c. *Variance measure*

Proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas imbal hasil yang mendasari peningkatan aktiva.

Proksi IOS yang akan dipilih dalam penelitian ini adalah proksi IOS yang terdapat dalam berbagai pengujian mampu dibuktikan secara konsisten memiliki korelasi yang tinggi terhadap realisasi pertumbuhan yaitu proksi IOS yang digunakan dalam penelitian Gaver dan Gaver (1993), Smith dan Watts (1992), Hartono (1999), serta Sami *et al.*(1999), yaitu *market to book value asset (MKTBKASS)* dan *ratio of capital expenditure to asset book value (CAPBVA)*. Alasan pemilihan proksi IOS ini karena proksi tersebut secara konsisten

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

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

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.



dalam berbagai penelitian terbukti memiliki korelasi yang signifikan dengan realisasi pertumbuhan.



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

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

Pengukuran Investasi

(1) *Market to book value asset* (MBA)

Rasio *Market to book value asset* merupakan proksi IOS berdasarkan harga. Proksi ini digunakan untuk mengukur prospek pertumbuhan perusahaan berdasarkan banyaknya asset yang digunakan dalam menjalankan usahanya. Rasio MKTBKASS (MBA) diharapkan dapat mencerminkan peluang investasi yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi MKTBKASS semakin besar asset yang digunakan perusahaan dalam usahanya, maka semakin besar kemungkinan perusahaan tersebut untuk bertumbuh dan harga sahamnya akan meningkat.

Gaver and Gaver (1993) juga menemukan bahwa semakin tinggi rasio nilai pasar aktiva terhadap nilai buku, maka akan semakin tinggi pula nilai IOS. Hal yang sama juga ditemukan oleh Sami *et al.* (1999) dan Hartono (1999). Kallapur dan Trombley (1999) menyatakan pula bahwa rasio nilai buku aktiva terhadap nilai pasar mengarah pada investasi realisasian.

Beberapa penelitian terdahulu yang menggunakan rasio MKTBKASS antara lain Smith dan [1]Watts, 1992, Sami, et al 1999, Kallapur dan Trombley, 1999, Hartono, 1999; Adam dan Goyal, 2000; Subekti dan Kusuma, 2001; Pemilihan proksi ini dikarenakan dalam penelitian sebelumnya proksi ini secara konsisten memiliki korelasi yang signifikan dengan realisasi pertumbuhan 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.



(2) *Earning to Share/price ratio* (ETP)

Rasio *earning to price* atau rasio laba perlembar saham terhadap harga pasar saham merupakan ukuran IOS untuk menggambarkan seberapa besar *earning power* yang dimiliki perusahaan. Semakin besar tingkat kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan maka semakin menarik investasi pada perusahaan tersebut. Hal ini akan berdampak positif terhadap harga saham.

Beberapa penelitian terdahulu yang menggunakan rasio ini antara lain Sami, et al 1999; Kallapur dan Trombley, 1999; Hartono, 1999; Adam dan Goyal, 2000; Subekti dan Kusuma, 2001.

(3) *Ratio of capital expenditure to asset book value* (CBA)

Rasio *capital expenditure to asset book value* (CBA) menggunakan investasi riil sebagai ukuran nilai buku aktiva tetap dan tambahan aktiva tetap. Dengan tambahan modal saham ini perusahaan dapat memanfaatkannya untuk tambahan investasi aktiva produktifnya, sehingga berpotensi sebagai perusahaan bertumbuh. Para investor dapat melihat seberapa besar aliran modal tambahan suatu perusahaan dengan membagi *capital expenditure* dengan total asset. Semakin besar aliran tambahan modal saham, semakin besar kemampuan perusahaan untuk memanfaatkannya sebagai tambahan investasi, sehingga perusahaan tersebut mempunyai kesempatan untuk dapat bertumbuh. Dengan demikian akan mengakibatkan kenaikan harga saham pada perusahaan dan pada akhirnya akan meningkatkan return yang diterima para pemegang saham.

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

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

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



Penelitian yang dilakukan oleh Kallapur dan Trombley (1999) menyatakan bahwa adanya korelasi yang signifikan antara CAPBVA dengan variabel pertumbuhan perusahaan. Rasio CAPBVA yang dikorelasikan dengan pertumbuhan aset perusahaan tumbuh yang dilakukan oleh Rokhayati (2005) menghasilkan adanya korelasi yang signifikan antara kedua variabel. Jones dan Sharma, [L¹]_{SEP}2001 juga melakukan penelitian mengukuhkan proksi CAPBVA ini.

Pemilihan proksi IOS CAPBVA ditujukan untuk menghubungkan adanya aliran tambahan modal saham perusahaan untuk tambahan aktiva produktif sehingga berpotensi sebagai perusahaan bertumbuh. Menurut temuan dari penelitian Hasnawati (2005) proksi IOS berbasis investasi menunjukkan tingkat aktivitas yang tinggi.

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

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

3. *Leverage*

Salah satu faktor penting dalam unsur pendanaan adalah hutang. Hutang adalah pengorbanan manfaat ekonomi masa mendatang yang mungkin timbul karena kewajiban sekarang suatu entitas untuk menyerahkan aktiva atau memberikan jasa kepada entitas lain dimasa mendatang sebagai akibat transaksi masa lalu.”

Weston dan Copeland (1992) mengatakan bahwa *leverage* digambarkan untuk melihat sejauh mana asset perusahaan dibiayai oleh hutang dibandingkan dengan modal sendiri. *Leverage* merupakan pengukur besarnya aktiva yang biayai dengan hutang-hutang yang digunakan untuk membiaya aktiva berasal dari kreditur, bukan dari pemegang saham ataupun dari investor.

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.



Arti *leverage* secara harfiah (literal) adalah pengungkit. Pengungkit biasanya digunakan untuk membantu mengangkat beban yang berat. Dalam keuangan, *leverage* juga memiliki makna yang serupa. *Leverage* bisa digunakan untuk meningkatkan tingkat keuntungan yang diharapkan.

Financial leverage merupakan penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap dengan harapan bahwa akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar daripada beban tetapnya sehingga akan meningkatkan keuntungan yang tersedia bagi pemegang saham". *Financial leverage* yang besar menunjukkan tingginya risiko kegagalan perusahaan untuk mengembalikan hutang - hutangnya sehingga investor memandang hal tersebut sebagai sebuah risiko dan menyebabkan turunnya harga saham.

Financial leverage adalah salah satu kebijakan perusahaan yang diharapkan mampu untuk meningkatkan keuntungan financial bagi pemegang saham sehingga dapat memaksimalkan nilai perusahaan. *Leverage* akan mempengaruhi laba per lembar saham, tingkat risiko dan harga saham.

Pembiayaan perusahaan melalui hutang (*financial leverage*) bertujuan untuk meningkatkan return bagi pemegang saham, tetapi financial leverage juga berpotensi terhadap besarnya risiko yang dihadapi investor jika beban tetap yang harus dibayar oleh perusahaan atas hutang-hutangnya lebih besar dari laba yang diperolehnya. Konsekuensinya adalah perusahaan akan mengalami *financial distress* yang dapat mengakibatkan kebangkrutan.

Menurut Babu dan Jain (1998) terdapat empat alasan mengapa perusahaan lebih menyukai menggunakan hutang daripada saham baru, yaitu:

- a. Adanya manfaat pajak atas pembayaran bunga;

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak cipta milik IBI RKG (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 mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie



- b. Biaya transaksi pengeluaran hutang lebih murah daripada biaya transaksi emisi saham baru;
- c. Lebih mudah mendapatkan pendanaan hutang daripada pendanaan saham;
- d. Kontrol manajemen lebih besar adanya hutang baru daripada saham baru

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

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Leverage dapat digunakan sebagai penaksir dari resiko yang terdapat pada suatu perusahaan. Sebuah perusahaan dengan asset yang tinggi namun resiko *leveragenya* juga tinggi akan membuat investor berpikir dua kali untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut, karena takut kalau asset tinggi tersebut di dapat dari hutang yang akan meningkatkan risiko investasi apabila perusahaan tidak dapat melunasi kewajibannya tepat waktu. Myers(2001) mengungkapkan, “Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana penghematan pajak dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*)”.

Untuk memperoleh persepsi positif dari investor yang akhirnya dapat menaikkan harga saham perusahaan, pihak manajemen menggunakan tingkat hutang pada tingkatan yang dapat memaksimumkan nilai perusahaan. Salah satu teori yang menjelaskan penggunaan hutang sebagai sumber pendanaan perusahaan yaitu *trade-off theory* yang dikemukakan oleh Stiglitz (1969). *Trade-off theory* menyatakan bahwa suatu perusahaan memiliki tingkat hutang yang optimal dan berusaha untuk menyesuaikan tingkat hutang aktualnya ke arah titik optimal. Penggunaan tingkat hutang yang semakin besar dalam struktur modal perusahaan menyebabkan biaya bunga semakin besar, sehingga keuntungan per lembar saham yang menjadi hak pemegang saham juga semakin besar karena adanya keuntungan penghematan pajak penghasilan badan (Rao, 1995 : 475). Teori ini menjelaskan hubungan antara pajak yang harus dibayarkan, risiko kebangkrutan, dan struktur

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.



modal dengan penggunaan hutang yang disebabkan oleh keputusan pendanaan perusahaan (Brealey dan Myers, 1991).

Dalam *Agency theory*, kebijakan hutang (*leverage*) juga dapat digunakan sebagai mekanisme untuk melakukan pengawasan terhadap manajemen sekaligus memberikan jalur pengambilan keputusan yang lebih terstruktur. Jensen (1986) menyatakan hutang perusahaan merupakan salah satu mekanisme untuk menyatukan kepentingan manajer dengan pemegang saham, hutang memberikan sinyal tentang status kondisi keuangan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya.

Pengukuran Leverage

(1) Debt to Total Asset (DTA)

Perusahaan yang sedang berkembang memerlukan modal yang berasal dari hutang maupun ekuitas. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Pujiastuti (2008) *leverage* diukur dari rasio hutang dengan total asset. Rasio ini dianggap sebagai proksi beban usaha atas hutang jangka panjangnya dari seluruh asset yang dimiliki.

Penelitian yang dilakukan oleh Bhaduri, Saumitra (2002), menggunakan variabel kebijakan hutang yang salah satunya dihitung dengan membagi total hutang dengan total aktiva yang menunjukkan seberapa besar aktiva yang dibiayai dengan hutang perusahaan. Weston dan Copeland (1992) merumuskan *leverage ratio (debt to total asset/DTA)*.

(2) Debt to Equity Ratio (DER)

Rasio *leverage* berikutnya adalah rasio utang terhadap modal atau debt to equity ratio (DER). Rasio membandingkan total utang dengan modal



sendiri perusahaan itu. Cara menghitungnya adalah membagi total utang dengan total modal dan hasilnya juga dalam persen.

Total debt merupakan total liabilities (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang); sedangkan total shareholders equity merupakan total modal sendiri (total modal saham yang disetor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan. Rasio ini menunjukkan komposisi dari total hutang terhadap total ekuitas. Semakin tinggi DER menunjukkan komposisi total hutang semakin besar dibanding dengan total modal sendiri, sehingga berdampak semakin besar beban perusahaan terhadap pihak luar (kreditur). (Ang, 1997).

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

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

4. Agency Cost

Masalah agensi timbul karena adanya perbedaan kepentingan dan asimetri informasi antara manager keuangan dan pemegang saham (*shareholder*). Konflik-konflik keagenan dapat dikurangi dengan suatu mekanisme pengawasan, pengontrolan dan mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait. Namun mekanisme tersebut menimbulkan biaya-biaya yang disebut sebagai biaya keagenan (*agency cost*).

Menurut Jensen dan Meckling (1976), *Agency Cost* adalah biaya-biaya yang ditanggung oleh pemegang saham untuk mencegah atau meminimalkan masalah-masalah keagenan dan untuk memaksimalkan pemegang saham. Menurut Horne dan Wachowicz (2005), *Agency Cost* adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk menyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham.

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.



Menurut Brigham (1997), *Agency cost* adalah seluruh biaya yang dikeluarkan untuk memonitoring manajer. Sedangkan menurut Gitman (2002), *Agency cost* adalah biaya-biaya yang ditanggung para pemegang saham untuk mencegah atau meminimalkan masalah-masalah keagenan dan untuk memaksimalkan kekayaan pemegang saham.

Agency Cost dapat dilihat sebagai kerugian nilai kepada para pemegang saham, yang timbul dari divergensi kepentingan antara pemegang saham dan perusahaan manajer. Jensen dan Meckling (1976) mendefinisikan biaya agensi sebagai jumlah dari *Monitoring Costs*, *Bonding Costs*, *Residual Loss*.

a. *Monitoring Costs*

Biaya yang dikeluarkan oleh principal supaya dapat mengukur, memantau dan mengendalikan kinerja agent, namun sebenarnya secara tidak langsung, monitoring cost ditanggung oleh agent. Contoh *monitoring cost* yaitu, untuk mengurangi monitoring cost, manajer membuat laporan keuangan secara berkala (misalnya quarterly) agar pihak principal bisa memantau secara berkalaapa yang dilakukan oleh agent. Contoh monitoring cost antara lain, auditing cost, menulis kompensasi kontrak eksekutif, biaya pemecatan manager

Fama dan Jensen (1983) berpendapat bahwa pada akhirnya biaya tersebut akan ditanggung oleh agen sebagai kompensasi mereka yang disesuaikan untuk menutupi biaya-biaya tersebut. Monitor tersebut harus memiliki keahlian yang diperlukan dan mendorong untuk sepenuhnya memantau manajemen, selain itu monitor tersebut harus memberikan ancaman yang dapat dipercaya untuk mengendalikan manajemen perusahaan.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

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

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



Burkart, Gromb dan Panunzi (1997) memberikan pandangan kontradiktif dari monitoring, dengan alasan bahwa terlalu banyak monitoring akan menghambat inisiatif manajerial.

b. *Bonding Costs*

Biaya yang dikeluarkan oleh agent dalam rangka mengurangi monitoring cost. Denis (2001) berpendapat bahwa bonding contract yang optimal harus bertujuan untuk menarik perhatian manajer untuk membuat semua keputusan yang ada di kepentingan terbaik pemegang saham. Namun, karena manajer tidak dapat dibuat untuk melakukan segala sesuatu yang pemegang saham inginkan, bonding menyediakan sarana untuk membuat manajer melakukan beberapa hal yang pemegang saham ingin dengan menulis kontrak.

Bonding cost ini juga merupakan Biaya yang dikeluarkan oleh principal untuk mengendalikan terhadap agent, sehingga kemungkinan timbulnya perilaku yang tidak dikendaki semakin kecil. Pengeluaran-pengeluaran untuk menstruktur organisasi dimana akan membatasi perilaku-perilaku manajer yang tidak diinginkan.

c. *Residual Loss*

Biaya yang ditanggung oleh perusahaan yang timbul akibat adanya perbedaan antara keputusan yang diambil oleh agen dengan keputusan yang seharusnya memberikan manfaat maksimal pada prinsipal. Residual loss muncul karena biaya untuk memaksakan kontrak principal-agent jauh akan lebih besar daripada manfaat yang diperoleh dari hal tersebut.

Residual loss juga diartikan sebagai pengorbanan karena hilangnya/berkurangnya kesempatan untuk memperoleh laba karena



dibatasi kewenangan atau adanya perbedaan keputusan antara principal dan agent ini juga dapat diartikan sebagai opportunity cost yang timbul akibat kondisi dimana manajer tidak dapat segera mengambil keputusan tanpa persetujuan pemegang saham

Munculnya masalah keagenan dijelaskan dalam beberapa faktor, sebagai berikut:

1) *Moral-Hazard Agency Conflicts*

Hal ini umumnya terjadi pada perusahaan besar (kompleksitas yang tinggi), dimana manajer cenderung untuk memanfaatkan insentif yang sesuai dengan kepentingannya atau berdasarkan keahliannya untuk bayaran yang diterima dari perusahaan dan kemungkinan hal tersebut tidak termasuk dalam kontrak.

Shleifer dan Vishny (1989) berpendapat daripada tidak berinvestasi, manajer dapat memilih investasi yang paling sesuai dengan kemampuan mereka pribadi. Manajer yang memiliki saham ekuitas yang lebih kecil di perusahaan, dorongan mereka untuk bekerja dapat berkurang.

2) *Earnings Retention Agency Conflict*

Masalah ini berkisar pada kecenderungan untuk melakukan investasi yang berlebihan oleh pihak manajemen melalui peningkatan dana pertumbuhan dengan tujuan untuk memperbesar kekuasaan, prestise, atau memperbesar kemampuan untuk mendominasi dewan komisaris, maupun penghargaan bagi dirinya, namun dapat menghancurkan kesejahteraan prinsipal.



Jensen (1986) mengatakan bahwa manajer lebih memilih untuk retain earning (mempertahankan laba) sedangkan pemegang saham lebih memilih tingkat yang lebih tinggi dari pembagian uang tunai, keuntungan retain earning adalah ini mengurangi jumlah risiko tertentu dalam perusahaan.

3) *Time Horizon Agency Conflicts*

Konflik ini muncul sebagai akibat dari kondisi arus kas, dimana prinsipal lebih menekankan pada arus kas untuk masa depan yang kondisinya belum pasti, sedangkan manajemen cenderung menekankan kepada hal-hal yang berkaitan dengan pekerjaan mereka.

Manajemen menggunakan praktik akuntansi subjektif untuk memanipulasi laba sebelum meninggalkan kantor dalam upaya untuk memaksimalkan bonus.

4) *Managerial Risk Aversion Agency Conflicts*

Masalah ini muncul ketika ada batasan diversifikasi portofolio yang berhubungan dengan pendapatan manajerial atas kinerja yang dicapainya, sehingga manajer akan berusaha meminimalkan risiko saham perusahaan dari keputusan investasi yang meningkatkan risikonya. Misalnya manajemen lebih senang dengan pendanaan ekuitas dan berusaha menghindari peminjaman utang karena mengalami kebangkrutan atau kegagalan.

Demsetz dan Lehn (1985) mendokumentasikan hubungan terbalik antara risiko saham perush dan tingkat konsentrasi kepemilikan. Eksekutif

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.



di perusahaan berisiko tinggi lebih memilih untuk menempatkan sebagian kecil dari kekayaan pribadi mereka di perusahaan. Risk averse manajer juga akan mempengaruhi kebijakan keuangan perusahaan.

Utang yang lebih tinggi diharapkan dapat mengurangi *agency conflict*, (Jensen,1986), dan juga membawa perlindungan untuk *valuable tax* , (Haugen dan Sendbet, 1986), namun Brennan (1995b) menyatakan bahwa *risk averse* manajer akan lebih memilih *equity financing* karena utang meningkatkan risiko kebangkrutan dan kegagalan.

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

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Pengukuran Agency Cost

(1) *Selling and general administrative (SGA)*

SGA merupakan proksi dari operating expense. Variabel ini mengukur biaya keagenan berdasarkan selling and general administrative, yaitu rasio beban operasi terhadap total penjualan. Beban operasi merefleksikan diskresi manajerial dalam membelanjakan sumberdaya perusahaan.

(2) *Collateralizable assets (CLA)*

Collateralizable assets adalah besarnya aktiva yang dijamin oleh kreditur untuk menjamin pinjamannya. Variabel ini diberi simbol dengan CLA. Collateral asset ini merupakan rasio aset tetap terhadap aset total dianggap sebagai proksi aset-aset kolateral (jaminan) untuk biaya agensi yang terjadi karena konflik antara pemegang saham dan pemegang obligasi (Triani Pujiastuti, 2008). Ini menunjukkan besarnya aktiva yang akan diikatkan sebagai jaminan atas kredit yang diberikan oleh pemegang obligasi (Bambang Riyanto 1995 : 217).

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.



Perusahaan-perusahaan yang mempunyai aset koleteral lebih, menghadapi masalah (konflik) yang lebih sedikit antara pemegang saham dengan pemegang obligasi (Mollah, 2000). Jadi Mollah (2000) mengatakan, dengan pendekatan rasio aset pabrik neto terhadap total aset sebagai proksi untuk aset-aset kolateral untuk mengatasi masalah agensi pemegang saham dan pemegang obligasi. CLA yang tinggi menunjukkan penurunan *agency cost*.

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

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

(3) Total Asset Turnover (TAT)

Variabel ini mengukur biaya keagenan berdasarkan tingkat perputaran aktiva (*asset turnover*) dan sebagai proksi dari asset utilization. Tingkat perputaran aktiva merupakan rasio antara total penjualan dengan total aktiva. Rasio ini digunakan untuk mengukur efisiensi penggunaan aktiva oleh manajemen. Menurut Ang et al.(2000), semakin tinggi rasio ini maka semakin produktif aktiva tersebut digunakan untuk menciptakan nilai bagi pemegang saham. Jadi, dengan nilai TAT yang semakin tinggi menunjukkan *agency cost* yang menurun dan berhasil direduksi.

5. Nilai Perusahaan (Value of Firm)

Nilai perusahaan menurut Maurice, Thomas (2002) adalah sebagai berikut:

“Value of the firm is the price for which the firm can be sold, which equals the present value of future profits.”

Nilai perusahaan adalah “Kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran di pasar modal yang merefleksikan penilaian masyarakat terhadap kinerja perusahaan”, (Harmono, 2009 : 233). Bagi perusahaan yang sudah go public, nilai perusahaan akan tercermin dari nilai pasar sahamnya. Martono dan Agus (2008) dalam Rosalina (2010) juga

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.



mengemukakan, bahwa semakin tinggi harga saham perusahaan maka semakin tinggi pula nilai perusahaannya. Memaksimumkan nilai pasar perusahaan sama dengan memaksimumkan harga pasar saham.

Persaingan dalam industri manufaktur membuat setiap perusahaan semakin meningkatkan kinerja agar tujuannya dapat tetap tercapai. Tujuan utama perusahaan yang telah *go public* adalah meningkatkan kemakmuran pemilik atau para pemegang saham melalui peningkatan nilai perusahaan (Salvatore, 2005).

Nilai perusahaan sering dikaitkan dengan harga saham, dimana semakin tinggi harga saham maka nilai perusahaan dan kemakmuran para pemegang saham pun juga meningkat. Harga saham sebagai representasi dari nilai perusahaan ditentukan oleh tiga faktor utama, yaitu faktor internal perusahaan, eksternal perusahaan, dan teknikal. Faktor internal dan eksternal perusahaan merupakan faktor fundamental yang sering digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan oleh para investor di pasar modal. Sedangkan faktor teknikal lebih bersifat teknis dan psikologis, seperti volume perdagangan saham, nilai transaksi perdagangan saham, dan kecenderungan naik turunnya harga saham.

Nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap tingkat keberhasilan perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham (Sujoko dan Soebiantoro, 2007). Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan.

Memaksimalkan nilai perusahaan sangat penting bagi suatu perusahaan, karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan berarti juga memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang merupakan tujuan perusahaan. Menurut

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

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

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



Indriyo (2002), aspek-aspek sebagai pedoman perusahaan untuk memaksimalkan

nilai perusahaan adalah sebagai berikut:

a. Menghindari risiko yang tinggi

Proyek-proyek yang memiliki kemungkinan laba yang tinggi tetapi mengandung risiko yang tinggi perlu dihindarkan. Hal ini dapat menghindari resiko kegagalan perusahaan.

b. Membayarkan dividen

Dividen harus sesuai dengan kebutuhan perusahaan maupun kebutuhan para pemegang saham. Dengan membayarkan dividen secara wajar, maka perusahaan dapat membantu menarik para investor untuk mencari dividen dan hal ini dapat membantu memelihara nilai perusahaan.

c. Mengusahakan pertumbuhan

Perusahaan yang berusaha memaksimalkan nilai perusahaan harus terus mengusahakan pertumbuhan penjualan dan penghasilannya.

d. Mempertahankan tingginya harga pasar saham

Pemilihan investasi yang tepat oleh perusahaan akan mencerminkan petunjuk sebagai tempat penanaman modal yang bijaksana bagi masyarakat. Hal ini akan membantu mempertinggi nilai dari perusahaan.

Pengukuran Value of Firm (Nilai Perusahaan)

Nilai perusahaan dapat diukur dengan suatu rasio yang disebut rasio penilaian. Sutrisno (2009 : 224), mendefinisikan Rasio Penilaian adalah “Suatu rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menciptakan nilai pada masyarakat (investor) atau pada para pemegang saham”.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

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

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



Rasio penilaian memberikan informasi seberapa besar masyarakat menghargai perusahaan, sehingga masyarakat tertarik untuk membeli saham dengan harga yang lebih tinggi dibanding nilai bukunya. Weston & Copeland (1997) menyatakan bahwa ukuran yang paling tepat digunakan dalam mengukur nilai perusahaan adalah rasio penilaian (valuation), karena rasio tersebut mencerminkan rasio (risiko) dengan rasio hasil pengembalian.

Weston & Copeland (1999) dan Sutrisno (2009 : 224) menyatakan rasio penilaian yang digunakan untuk menentukan nilai intrinsik suatu saham, yaitu *Market to Book Ratio* atau disebut juga *Price to Book Value Ratio (PBV)*. Dalam penelitian ini indikator yang digunakan untuk mengukur nilai perusahaan (value of firm) :

(1) *Price Book Value (PBV)*

Nilai perusahaan dapat dilihat dari *price book value (PBV)* yang merupakan perbandingan antara harga saham dengan nilai buku per lembar saham (*book value*) (Ang, 1997). Berdasarkan perbandingan tersebut, harga saham perusahaan dapat diketahui berada di atas atau di bawah nilai bukunya. Oleh karena itu, keberadaan PBV sangat penting bagi para investor untuk menentukan strateginya.

Price book value yang tinggi akan membuat pasar percaya atas prospek perusahaan ke depan.. Rasio ini menunjukkan bagaimana suatu perusahaan mampu menciptakan nilai perusahaan relatif terhadap jumlah modal yang diinvestasikan. Hubungan antara harga pasar saham dengan nilai buku per lembar saham dapat juga dipakai sebagai pendekatan alternatif untuk menentukan nilai suatu saham. Secara teoritis, nilai pasar

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

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

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.



suatu perusahaan haruslah mencerminkan nilai bukunya (Tandelilin, 2001:194) (Syarifah, 2007).

Pada penelitian ini, nilai perusahaan diprosikan dengan *price book value (PBV)*. Hampir semua keputusan investasi di pasar modal didasarkan pada perkembangan PBV (Ahmed dan Nanda, 2004). Keberadaan PBV sangat penting bagi investor untuk menentukan strategi investasi di pasar modal karena melalui *price book value*, investor dapat memprediksi saham-saham yang *overvalued* atau *undervalued* (Ahmed dan Nanda, 2000). PBV yang tinggi akan membuat investor percaya atas prospek perusahaan ke depan. Besarnya PBV tidak terlepas dari beberapa kebijakan yang diambil perusahaan.

Perusahaan yang berjalan dengan baik, umumnya memiliki *rasio price book value* di atas satu, yang mencerminkan bahwa nilai pasar saham lebih besar dari nilai bukunya. *Price book value* yang tinggi mencerminkan tingkat kemakmuran para pemegang saham, dimana kemakmuran bagi pemegang saham merupakan tujuan utama dari perusahaan (Weston dan Brigham, 2000).

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

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie

B. Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu mengenai variable dalam penelitian ini antara lain :

1. Hasnawati (2005) menemukan keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 12,25%, sisanya dipengaruhi oleh faktor lain seperti keputusan pendanaan, kebijakan dividen, faktor eksternal perusahaan seperti:

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.



tingkat inflasi, kurs mata uang, pertumbuhan ekonomi, politik, dan *psychology* pasar.

C

- Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang
2. Wahyudi dan Pawestri (2006), Rachmawati dan Triatmoko (2007), dan Wijaya dan Bandi (2010) memperoleh hasil kesempatan investasi mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, tetapi tidak signifikan. Sedangkan hasil penelitian Pujiati dan Widamar (2010), Andriyani (2011), Slater dan Zwirlein (1996), Cleary (1999), Titman and Tsyplakov (2005) mendapatkan bukti bahwa kesempatan investasi mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Fama (1978), Modigliani & Miller (1958), Kaestner dan Lio (1008), Chen, et al. (2000) menyatakan keputusan Investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Pasternak & Rosenberg (2002) dalam penelitiannya juga menemukan investasi berpengaruh terhadap *Tobin's Q* positif dan signifikan.
 3. Andri Rachmawati dan Drs. Hanung Triatmoko (2007) dalam penelitiannya yang berjudul "Analisis Faktor- Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan" yang menguji pengaruh Investment Opportunity Set (IOS) OS diproksikan melalui *book value to market value of assets ratio*. nilai perusahaan diproksikan melalui *discretionary accruals* dan *price book value (PBV)*. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa IOS berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
 4. Vidya Ria Shintawati (2011) dalam penelitiannya "Pengaruh Board Diversity, Investment Opportunity Set (IOS), dan Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan" menguji pengaruh board diversity, Investment Opportunity Set (IOS), dan kinerja keuangan terhadap nilai perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa Investment Opportunity Set (IOS) berpengaruh terhadap nilai perusahaan.



5. Dewi Novia Anggraeni, Surakarta (2005) melakukan penelitian dengan judul “Pengaruh penggunaan faktor leverage terhadap nilai perusahaan (kajian empiris perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ 2003)” menggunakan analisis regresi sederhana dengan pengujian nilai t. Hasil penelitian ini menunjukkan, variabel independen (*leverage*) mempunyai pengaruh signifikan dan positif terhadap variabel dependen (nilai perusahaan) karena memiliki t_{hitung} lebih besar dari t_{tabel} ($4,291 > 2,045$). Dengan demikian hipotesis yang diajukan diterima. Dari hasil penelitian diketahui bahwa semakin tinggi *leverage* akan semakin besar nilai perusahaan. Penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) juga menemukan bahwa *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Price Book Value* (PBV). Herry dan Hamrin (2005) menunjukkan bahwa *leverage* menyebabkan peningkatan nilai perusahaan.
6. Santika dan Rahmawati (2002) dalam penelitiannya menyatakan bahwa kebijakan penggunaan hutang dalam struktur modal perusahaan berpengaruh signifikan dalam meningkatkan nilai perusahaan, tetapi tidak didukung oleh pengaruh signifikan pembayaran pajak terhadap struktur modal. Dengan demikian mereka menolak teori Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan karena adanya penghematan pajak.
7. Jiraporn dan Liu (2007) menunjukkan hasil bahwa nilai perusahaan tidak terpengaruh oleh kebijakan perusahaan dalam menggunakan *leverage*. Saurabh dan Arijit (2008) menemukan bahwa terdapat hubungan yang non-linier antara *leverage*, profitabilitas dan probabilitas peningkatan nilai perusahaan dimasa yang akan datang. Penggunaan *leverage* ternyata berdampak negatif terhadap kesempatan peningkatan nilai perusahaan di masa yang akan datang.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

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

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



8. Sunarsih (2004) yang meneliti variabel investment opportunity set (IOS), firm size, signaling effect, non-debt taxshield, dan asset maturity, *leverage* dan debt maturity menggunakan sampel 130 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ periode 1994-1998 menemukan hasil bahwa *firm size* dan IOS berpengaruh negatif terhadap *leverage* dan *debt maturity*, efek *signaling* berpengaruh positif tidak signifikan terhadap *leverage* dan *debt maturity*, *Non debt tax shield* dan *asset maturity* berpengaruh positif signifikan terhadap *leverage* dan *debt maturity*.
9. He Zhang and Steven Li (2008) dalam penelitiannya dengan judul *The Impact of Capital Structure on Agency Costs: Evidence from UK Public Companies* meneliti 323 *UK companies* yang diambil dari FTSE ALL SHARE index periode 2004 dan 2005. Dari hasil penelitian terdapat hubungan negatif antara *leverage* dan *agency cost*.
10. Widanaputra & Ratnadi (2008) juga menemukan bahwa *leverage* mempunyai pengaruh negatif terhadap kos keagenan (*agency cost*) tingkat kepercayaan 95%, *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan secara statistis terhadap kos keagenan (*agency cost*) pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.
11. Khaira Amalia Fachrudin (2011) dengan judul penelitian “Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan *Agency Cost* Terhadap Kinerja Perusahaan”. Penelitian yang mengambil populasi perusahaan-perusahaan dalam industri dasar dan kimia yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009. Hasil pengujian menunjukkan bahwa terdapat pengaruh signifikan positif struktur modal terhadap *agency cost* dan pengaruh signifikan negatif ukuran perusahaan terhadap *agency cost*; tidak terdapat pengaruh signifikan struktur modal, ukuran perusahaan, dan *agency cost* terhadap kinerja perusahaan; serta tidak terdapat

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

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.



pengaruh tidak langsung struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan melalui *agency cost* sebagai intervening variable.

- Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie)**
- Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang
12. Lin, et al. (2006) dan Wright et al. (2009), juga meneliti pengaruh *agency cost* terhadap kinerja perusahaan. Ditemukan bahwa *agency cost* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan, artinya bila *agency cost* dibiarkan membengkak, maka hal tersebut dapat mengurangi pencapaian keuntungan kompetitif yang berdampak negatif terhadap nilai perusahaan. Brigham dan Daves (2004) juga menyatakan bahwa penggunaan hutang yang tinggi dalam struktur modal dapat menimbulkan ancaman kebangkrutan sehingga mengurangi *agency cost*.
 13. Fama dan French (1998) melakukan penelitian tentang investasi yang memberi bukti empiris, bahwa investasi yang dihasilkan dari *leverage* memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan.
 14. Said Kelana melakukan penelitian pada tahun 2001 dengan judul “Interelasi antara Nilai Perusahaan, Investasi dan Utang. Penelitian menggunakan sampel sebanyak 15 perusahaan industri makanan dan minuman periode 1993-1997. Metode analisis yang digunakan adalah TSLS untuk mengetahui hubungan simultan antara nilai perusahaan, investasi dan hutang. Hasil penelitian menunjukkan investasi berpengaruh terhadap hutang, hutang menunjukkan pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan serta hutang berpengaruh terhadap investasi.
 15. Penelitian Ni Gst. A. Pt. Silka Pratiska (2012) dengan judul “Pengaruh IOS, *Leverage*, dan Dividen Yield Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Sekor Manufaktur di BEI”. Penelitian ini menemukan bahwa : (1) hanya variabel IOS



dan profitabilitas yang secara signifikan mempengaruhi nilai perusahaan, sedangkan variabel *leverage* dan *dividend yield* tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan. (2) *Leverage* signifikan berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan, sedangkan IOS dan *dividend yield* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap profitabilitas. (3) *Investment Opportunity Set* sebagai indikator untuk pengklasifikasian karakteristik perusahaan, tidak terbukti berpengaruh secara signifikan terhadap *leverage* dan *dividend yield*. (4) Profitabilitas merupakan variabel intervening pengaruh tidak langsung *Leverage* terhadap nilai perusahaan.

16 Yulia Efni, et al. (2011) dalam penelitiannya berjudul “Keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen: Pengaruhnya terhadap Nilai perusahaan” pada sector property dan real estate di Bursa Efek Indonesia menunjukkan hasil bahwa keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan bila mampu menurunkan resiko perusahaan. Keputusan investasi mempunyai pengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan dan memberikan kontribusi paling utama pada nilai perusahaan.

Tabel 2.1
Ringkasan Penelitian Terdahulu

Peneliti	Judul	Variable	Hasil Penelitian
N. Gst. A. Pt. Silka Pratiska (2012)	“Pengaruh IOS, Leverage, dan Dividen Yield terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Sektor Manufaktur di BEI”	Variable : IOS profitabilitas nilai perusahaan, leverage dan dividend yield tidak Sampel : 34 perusahaan manufaktur periode 2009 - 2011	hanya variabel IOS dan profitabilitas yang secara signifikan mempengaruhi nilai perusahaan. Hanya <i>Leverage</i> yang signifikan berpengaruh terhadap profitabilitas perusahaan. IOS tidak berpengaruh secara signifikan terhadap <i>leverage</i> dan <i>dividend yield</i> . Profitabilitas sebagai variabel intervening berpengaruh tidak langsung <i>Leverage</i> terhadap 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.



<p>Yulia Efni, et al. (2011)</p>	<p>“Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan dan Kebijakan Dividen: Pengaruhnya terhadap Nilai perusahaan” (Studi pada Sektor Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia)</p>	<p>Variabel : keputusan investasi, pendanaan, dividen, resiko perusahaan Sampel : 31 perusahaan Properti dan Real Estate</p>	<p>Hasil menunjukkan Keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan bila mampu menurunkan resiko perusahaan. Keputusan investasi mempunyai pengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan dan memberikan kontribusi paling utama pada nilai perusahaan</p>
<p>Vidya Ria Shintawati (2011)</p>	<p>“Pengaruh Board Diversity, Investment Opportunity Set (IOS), dan Kinerja Keuangan terhadap Nilai Perusahaan”</p>	<p>Variabel : Board diversity, IOS, kinerja keuangan, Nilai perusahaan. Populasi : Perusahaan di BEI periode 2008</p>	<p>Hasil penelitiannya membuktikan bahwa Investment Opportunity Set (IOS) berpengaruh terhadap nilai perusahaan.</p>
<p>Khaira Amalia Fachrudin (2011)</p>	<p>“Analisis Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Agency Cost Terhadap Kinerja Perusahaan”</p>	<p>Variable : Struktur modal, firm size agency cost, kinerja perusahaan, Populasi : perusahaan industri dasar dan kimia yang di BEI 2009.</p>	<p>Pengaruh signifikan positif struktur modal terhadap agency cost. Pengaruh signifikan negatif ukuran perusahaan terhadap agency cost; serta tidak terdapat pengaruh tidak langsung struktur modal dan ukuran perusahaan terhadap kinerja perusahaan melalui agency cost sebagai intervening variable.</p>
<p>He Zhang and Steven Li (2008)</p>	<p>“The Impact of Capital Structure on Agency Costs: Evidence from UK Public Companies”</p>	<p>Variable : agency cost dan leverage Sampel : 323 UK companies yang diambil dari FTSE ALL SHARE index 2004-2005.</p>	<p>Dari hasil penelitian terdapat hubungan negatif antara leverage dan agency cost.</p>
<p>Andri Rachmawati dan Drs. Hanang Triatmoko (2007)</p>	<p>“Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan”</p>	<p>Variabel: Investment Opportunity Set (IOS), nilai perusahaan (PBV).</p>	<p>Investment Opportunity Set (IOS) diproksikan melalui book value to market value of assets ratio. nilai perusahaan diproksikan melalui discretionary accruals dan price book value (PBV). Hasil penelitiannya membuktikan bahwa IOS berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.</p>

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



<p>Sri Hasnawati (2005)</p> <p>Hak cipta milik IBI KKG (2005)</p>	<p>“Dampak Set Peluang Investasi terhadap Nilai Perusahaan Publik di Bursa Efek Jakarta”</p>	<p>Variable : variabel keputusan investasi dan nilai perusahaan Populasi : 258 perusahaan yang terdaftar di BEJ</p>	<p>Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 12,25%, sisanya dipengaruhi oleh faktor lain seperti keputusan pendanaan, kebijakan dividen, faktor eksternal perusahaan seperti: tingkat inflasi, kurs mata uang, pertumbuhan ekonomi, politik, dan <i>psychology</i> pasar.</p>
<p>Dewi Novia Anggraeni, Surakarta (2005)</p> <p>Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang</p>	<p>“Pengaruh penggunaan faktor leverage terhadap nilai perusahaan (kajian empiris perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ 2003)”</p>	<p>Variable : leverage dan nilai perusahaan Sampel 31 perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ 2003</p>	<p>variabel independen (<i>leverage</i>) mempunyai pengaruh signifikan dan positif terhadap variabel dependen (nilai perusahaan) karena memiliki t_{hitung} lebih besar dari t_{tabel} ($4,291 > 2,045$). Semakin tinggi <i>leverage</i> akan semakin besar nilai perusahaan.</p>
<p>Sunarsih (2004)</p> <p>Ilmu Informatika Kwik Kian Gie</p>	<p>“Analisis Simultanitas Kebijakan Hutang dan Kebijakan Maturitas Hutang serta Faktor-Faktor yang Mempengaruhinya”</p>	<p>Variabel : IOS, <i>firm size</i>, <i>signaling effect</i>, <i>non-debt tax shield</i>, <i>asset maturity</i>, <i>leverage</i>, <i>debt maturity</i> Sampel : 130 perusahaan manufaktur 1994-1998</p>	<p>Firm size dan IOS berpengaruh negatif terhadap leverage dan debt maturity, efek signaling berpengaruh positif tidak signifikan terhadap leverage dan debt maturity, Non debt tax shield dan asset maturity berpengaruh positif signifikan terhadap leverage dan debt maturity</p>
<p>Said Kelana Asnawi (2001)</p> <p>Ilmu Informatika Kwik Kian Gie</p>	<p>“Interelasi antara Nilai Perusahaan, Investasi dan Utang”</p>	<p>Variabel : Hutang, nilai perusahaan dan investasi Sampel 15 perusahaan industri makanan dan minuman periode 1993-1997.</p>	<p>investasi berpengaruh terhadap hutang, hutang menunjukkan pengaruh negatif terhadap nilai perusahaan serta hutang berpengaruh terhadap investasi</p>

Sumber : Data olahan penulis

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

Investment Opportunity Set (IOS) merupakan keputusan investasi dalam bentuk kombinasi dari aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan opsi investasi di masa yang akan datang, dimana IOS tersebut akan mempengaruhi nilai suatu perusahaan (Pagalung, 2003). Besarnya IOS tergantung dari pengeluaran- pengeluaran yang ditentukan oleh manajemen di masa depan yang diharapkan menghasilkan pengembalian yang tinggi. Keputusan investasi dapat memberikan sinyal positif bagi para investor tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (*signaling theory*).

Keterbatasan dana internal yang dimiliki perusahaan menggunakan sumber dana eksternal yaitu hutang. Penggunaan tingkat hutang yang semakin besar dalam struktur modal perusahaan menurut *Trade off theory* menyebabkan biaya bunga semakin besar, sehingga keuntungan per lembar saham yang menjadi hak pemegang saham juga semakin besar karena adanya keuntungan penghematan pajak penghasilan badan (Rao, 1995 : 475). *Trade-off theory* (Myers, 1977; 1984), yang memprediksi bahwa dalam mencari hubungan antara *capital structure* dengan nilai perusahaan terdapat satu tingkat *leverage* yang optimal. Myers(2001) mengungkapkan, “Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana penghematan pajak dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*)”.

Perusahaan berupaya memaksimalkan pendanaan eksternalnya dengan hutang mengingat iklim bisnis di Indonesia, terutama pada perusahaan manufaktur sedang dalam kondisi yang baik. Iklim bisnis yang baik ini menimbulkan optimisme peningkatan nilai perusahaan, sehingga perusahaan- perusahaan manufaktur untuk mengembangkan perusahaannya, baik dengan ekspansi pasar ataupun produk, dengan pendanaan melalui hutang.

© Hak Cipta Ditindungi Undang-Undang
 Himpunan Ilmiah IBI BIKKG (Asosiasi) Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie
 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.



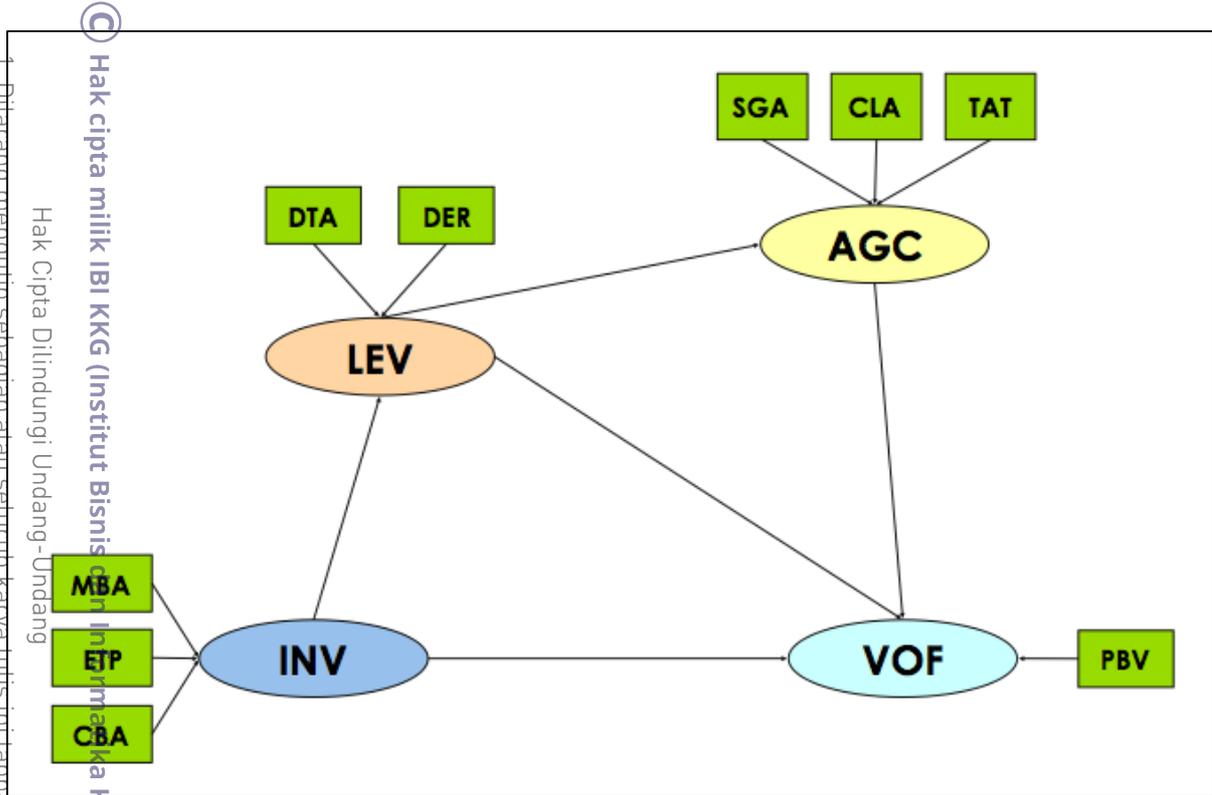
Namun dalam keputusan pendanaan ini tindakan manajemen sifatnya tidak dapat diobservasi sehingga pihak manajemen berpotensi untuk bertindak tidak sesuai dengan kepentingan principal. Menurut *Agency Theory*, konflik keagenan yang terjadi akibat pemisahan peran dan perbedaan kepentingan antara pihak agen dan prinsipal dapat menimbulkan biaya keagenan yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Dalam hal ini penggunaan hutang sebagai sumber pembiayaan investasi dapat juga digunakan untuk sebagai salah satu mekanisme mengurangi agency cost. Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan adanya hutang akan dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia pada gilirannya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan landasan teori dan hasil penelitian terdahulu yang telah diuraikan di atas, maka perlu dilakukan sebuah penelitian lebih lanjut mengenai pengaruh Investasi terhadap *Value of Firm* yang dimediasi oleh *Leverage* dan *Agency Cost*. Model dalam penelitian ini digambarkan dalam kerangka pemikiran pada halaman selanjutnya.

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.



Gambar 2.1
Kerangka Pikir Penelitian



Sumber : Model Penelitian yang dikembangkan

Keterangan :

- | | | | |
|-----|---|-----|--------------------------------------|
| INV | : Investasi | DTA | : Debt to Total Asset |
| LEV | : Leverage | DER | : Debt to Equity Ratio |
| AGC | : Agency Cost | SGA | : Selling and general administrative |
| VOF | : Value of Firm | CLA | : Collateralizable assets |
| MBA | : Market to book value asset | TAT | : Total Asset Turnover |
| ETP | : Earning to Share/price ratio | PBV | : Price Book Value |
| CAB | : Ratio capital expenditure to asset book value | | |

© Hak cipta milik IBI KKG (Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie) dan 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 mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



D. Hipotesis

Berdasarkan pada kerangka pemikiran di atas (Gambar 2.2) maka disampaikan hipotesis sebagai berikut :

1. H₁ : Investasi berpengaruh positif terhadap *Value of Firm*
2. H₂ : Investasi berpengaruh positif terhadap *Leverage*
3. H₃ : *Leverage* berpengaruh positif terhadap *Value of Firm*
4. H₄ : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap *Agency Cost*
5. H₅ : *Agency Cost* berpengaruh negatif terhadap *Value of Firm*.
6. H₆ : Investasi berpengaruh terhadap *Value of Firm* yang dimediasi oleh *Leverage*.
7. H₇ : *Leverage* berpengaruh terhadap *Value of Firm* yang dimediasi oleh *Agency Cost*
8. H₈ : Investasi berpengaruh terhadap *Value of Firm* dimediasi oleh *Leverage* dan *Agency Cost*.

Dasar logika penaikan hipotesis dapat di sampaikan sebagai berikut :

1. Hubungan Investasi dengan *Value of Firm*

Hubungan antara investasi dengan *value of firm* dijelaskan dengan teori *signalling* yang menjelaskan dimana pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan dimasa yang akan datang, sehingga hal ini dapat meningkatkan nilai perusahaan (*value of firm*). Investasi berkaitan dengan keputusan alokasi dana baik yang berasal dari dalam perusahaan maupun luar perusahaan. Investasi dapat diklasifikasikan ke dalam dua bentuk yaitu investasi jangka panjang dan jangka pendek (yang tertera pada sisi aktiva dalam neraca perusahaan). Perusahaan melakukan investasi dengan harapan akan mendapatkan

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

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

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



keuntungan di masa mendatang. Keuntungan yang diperoleh haruslah semaksimal mungkin demi kesinambungan perusahaan dan untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melalui maksimasi nilai perusahaan. Keputusan investasi dinilai dari seberapa jauh investasi yang ditanamkan memberikan hasil terhadap nilai perusahaan.

Setelah perusahaan mencoba untuk mendapatkan dana, maka dana tersebut akan dipergunakan sebaik-baiknya untuk mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang. Kegiatan investasi yang dilakukan perusahaan akan menentukan keuntungan yang akan diperoleh perusahaan dan kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Apabila perusahaan salah di dalam pemilihan investasi, maka kelangsungan hidup perusahaan akan terganggu dan hal ini tentunya akan mempengaruhi penilaian investor terhadap perusahaan.

Untuk itu, sewajarnya manajer (keuangan) hendaknya menjaga pertumbuhan investasi agar dapat mencapai tujuan perusahaan melalui kesejahteraan pemegang saham sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Keputusan investasi tidak dapat diamati secara langsung sehingga diperlukan proksi dalam pengukurannya, yakni Investment Opportunity Set (IOS). IOS akan memberikan informasi tentang prospek pendapatan yang diperoleh di masa yang akan datang.

Fama (1978) menyatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat ini menyatakan bahwa keputusan investasi ini penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya dihasilkan melalui kegiatan perusahaan. Adam dan Goyal (2003) menyatakan apabila tingkat investasi di sebuah perusahaan tinggi, maka akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan tersebut. Persepsi investor terhadap perusahaan tersebut akan baik. Persepsi investor ini akan berpengaruh terhadap permintaan

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

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

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.



saham perusahaan. Hal ini sesuai dengan penelitian Fama (1978), Modigliani & Miller (1958), keputusan Investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Penelitian Wahyudi dan Pawestri (2006) dan Rachmawati dan Triatmoko (2007) mendapatkan hasil kesempatan investasi mempunyai pengaruh positif terhadap nilai perusahaan, tetapi tidak signifikan. Sedangkan hasil penelitian Pujiati dan Widamar (2010), Andriyani (2011), Slater dan Zwirlein (1996), Cleary (1999), Titman and Tsyplakov (2005), Rachmawati dan Triatmoko (2007) mendapatkan bukti bahwa kesempatan investasi mempunyai pengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasnawati (2005) juga menemukan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan sebesar 12,25%, sedangkan sisanya dipengaruhi oleh faktor lain. Hal ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Wijaya dan Bandi (2010). Penelitian-penelitian ini menunjukkan hubungan antara investasi dan *value of firm*.

2. Hubungan Investasi dengan *Leverage*

Hubungan antara investasi dengan *leverage* dijelaskan dengan *trade-off theory*. Asumsi bahwa penggunaan hutang dapat digunakan sebagai *tax shield* pada dasarnya mengandung trade off dengan resiko kebangkrutan. Dalam hal ini setiap tambahan subsidi pajak diharapkan mampu mengimbangi resiko kebangkrutan yang dihadapi perusahaan. Pertimbangan penggunaan hutang untuk mengimbangi resiko kebangkrutan muncul mengingat resiko ini akan berdampak pada kesempatan perusahaan untuk melakukan investasi (investment opportunity). *Trade-off theory* menyatakan bahwa suatu perusahaan memiliki tingkat hutang yang optimal dan berusaha untuk menyesuaikan tingkat hutang aktualnya ke arah titik optimal. Penelitian yang dilakukan oleh Gaver & Gaver, (1993)

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak cipta milik IBI RKG (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 mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



mengindikasikan adanya hubungan antara kesempatan investasi dengan kebijakan pendanaan. Proporsi atau bauran penggunaan modal sendiri dan hutang dalam pemenuhan kebutuhan perusahaan tercermin dalam leverage perusahaan (Brigham dan Houston, 2004).

Asimetri informasi mempengaruhi keputusan manajer keuangan dalam mengatur sumber pendanaan investasi. Setiap timbul peluang investasi, manajer keuangan selalu berikir ke arah pengaturan sumber pembiayaan yang proporsional yang dapat meminimumkan biaya modal. Kebutuhan dana internal yang tidak mencukupi untuk membiaya kesempatan investasi akan mendorong perusahaan menggunakan sumber pendanaan yang berasal dari luar salah satunya adalah hutang. Struktur modal perusahaan publik di Indonesia masih didominasi dari hutang dibanding modal sendiri (Sudarma, 2004).

Penelitian Pratiska (2012) memperoleh hasil bahwa IOS berpengaruh positif terhadap *leverage*. Perusahaan yang bertumbuh ataupun tidak bertumbuh berupaya memaksimalkan sumber pendanaannya, baik secara internal ataupun eksternal.

Perusahaan berupaya memaksimalkan pendanaan eksternalnya dengan hutang mengingat iklim bisnis di Indonesia, terutama pada perusahaan manufaktur sedang dalam kondisi yang baik. Iklim bisnis yang baik ini menimbulkan optimisme peningkatan nilai perusahaan, sehingga perusahaan-perusahaan manufaktur untuk mengembangkan perusahaannya, baik dengan ekspansi pasar ataupun produk, dengan pendanaan melalui hutang. Sekar Mayangsari (1998) juga menemukan bahwa struktur aktiva sebagai proksi keputusan investasi berpengaruh positif dengan keputusan pendanaan, begitu pula dengan Masda Ma'ud (2008) menemukan struktur aktiva berpengaruh positif dengan keputusan pendanaan. Namun hal ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan Smith dan

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

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

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



Watts (1990), Gaver dan Gaver (1993) dan Kallapur dan Trombley (1999) yang menemukan bahwa perusahaan bertumbuh cenderung lebih mengutamakan pembiayaan internal daripada hutang.

3. *Leverage* dengan *Value of Firm*

Hubungan antara *leverage* dengan *value of firm* dijelaskan dengan *trade-off theory* (Myers, 1977; 1984). *Trade-off theory* mengatakan bahwa dalam mencari hubungan antara *capital structure* dengan nilai perusahaan terdapat satu tingkat *leverage* yang optimal. Myers(2001) mengungkapkan, “Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana penghematan pajak dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*)”.

Besarnya nilai perusahaan tidak terlepas dari beberapa kebijakan yang diambil perusahaan. Salah satu kebijakan yang sangat sensitif terhadap nilai perusahaan adalah kebijakan hutang (Euis dan Taswan, 2002). Menurut Brigham dan Gapenski (1996), nilai perusahaan dapat ditingkatkan melalui kebijakan hutang. Besarnya hutang yang digunakan oleh perusahaan adalah suatu kebijakan yang berhubungan dengan struktur modal.

Mogdiliani dan Miller (1963) menyatakan bahwa semakin tinggi proporsi hutang maka semakin tinggi nilai perusahaan. Hal ini berkaitan dengan adanya keuntungan dari pengurangan pajak karena adanya bunga yang dibayarkan akibat penggunaan hutang tersebut mengurangi penghasilan yang terkena pajak. Nilai perusahaan akan maksimum , apabila perusahaan semakin banyak menggunakan hutang yang disebut dengan *corner optimum* hutang decision (Mutamimah, 2003). Peningkatan penggunaan *debt financing* akan mempengaruhi pemindahan *equity capital*. Namun demikian peningkatan hutang juga akan menimbulkan

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

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

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.



peningkatan risiko kebangkrutan bila tidak diimbangi dengan penggunaan hutang yang hati-hati.

Penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) menemukan bahwa *Debt to Equity Ratio* (DER) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *Price Book Value* (PBV). Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Taswan (2003) menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian Irawan (1996) juga menyatakan bahwa kombinasi optimal hutang dan ekuitas dalam struktur modal dapat meningkatkan nilai perusahaan. Berbeda dengan penelitian Hardiningsih dan Sofyaningsih (2011) menemukan bahwa kebijakan hutang tidak memiliki pengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan.

4. Hubungan *Leverage* dengan *Agency Cost*

Dalam *agency theory* menyatakan bahwa antara pemilik dan manajemen mempunyai kepentingan yang berbeda. Teori yang memperhitungkan biaya keagenan (*Agency Cost*) ini pertama kali dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976. *Agency conflict* yang terjadi juga timbul karena pemegang saham (shareholder) tidak mungkin mengawasi seluruh aktivitas yang dilakkan oleh para manajer. Untuk mengurangi konflik keagenan (*agency conflict*) ini, para pemegang saham harus mengeluarkan biaya-biaya yang disebut dengan *agency cost*.

Jensen (1986) menyatakan hutang perusahaan merupakan salah satu mekanisme untuk menyatukan kepentingan manajer dengan pemegang saham, hutang memberikan sinyal tentang status kondisi keuangan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya. Pendistribusian kas perusahaan akan lebih efektif jika



dikombinasikan dengan kenaikan hutang (debt) perusahaan. Karena kenaikan hutang (debt) akan mendorong perusahaan untuk mendistribusikan cashflow.

Leverage akan mengurangi konflik antara pemegang saham dengan manajemen.

Menambah hutang dapat mengurangi *agency conflict* karena dua alasan, yaitu :

- 1) dengan meningkatnya hutang maka akan semakin kecil porsi saham yang harus dijual perusahaan. Semakin kecil nilai saham yang beredar maka semakin kecil *agency conflict* yang timbul antara manajer dan pemegang saham.
- 2) semakin besarnya hutang perusahaan maka semakin kecil dana ‘menganggur’ yang dapat dipakai manajer untuk pengeluaran-pengeluaran yang kurang perlu. Semakin besar hutang maka perusahaan harus mencadangkan lebih banyak kas untuk membayar bunga hutang tersebut dan mengangsur pokok hutang.

Penelitian mengenai pengaruh *leverage* terhadap *agency cost* telah banyak dilakukan. Widanaputra dan Ratnadi menyatakan bahwa *leverage* mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *agency cost* pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI dengan tingkat kepercayaan 95%. Penelitian ini membuktikan teori yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976) yang menyatakan bahwa dengan pengurangan *free cash flow* melalui peningkatan hutang (*leverage*) dapat mengurangi *agency conflict* antara pemegang saham dan manajemen.

Mekanisme untuk mengurangi *free cash flow* ini oleh Jensen (1986) dikelompokkan sebagai mekanisme *bonding*, yaitu mekanisme yang dipakai oleh manajer untuk membuktikan bahwa mereka tidak akan menghamburkan dana perusahaan dan mereka berani mengambil resiko kehilangan pekerjaan jika tidak dapat mengelola perusahaan yang telah dipercayakan kepada mereka dengan baik.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

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

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.



Disisi pemegang saham, kebijakan peningkatan utang dapat mengurangi pengawasan terhadap manajemen karena pihak ketiga yang meminjamkan dana (bondholder) akan melakukan pengawasan terhadap manajemen agar pinjamannya tidak disalah gunakan. Dengan demikian *leverage* berhubungan negatif *agency cost* dimana semakin tinggi tingkat *leverage* akan mereduksi *agency cost*.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

5. Hubungan *Agency Cost* dengan *Value of Firm*

Hutang yang dipergunakan secara efektif dapat meningkatkan nilai perusahaan. Herry dan Hamin (2005) menunjukkan bahwa *leverage* menyebabkan peningkatan nilai perusahaan. *Agency Cost* dapat muncul dalam konflik hubungan antara manajer dan kreditur (debtholder). Kreditur menerima uang dari perusahaan berupa bunga hutang yang tetap, sedangkan pemegang saham bergantung pada besarnya laba perusahaan. Upaya perusahaan untuk memperoleh pengembalian yang besar adalah penggunaan modal untuk ekspansi perusahaan ataupun investasi pada proyek-proyek yang beresiko.

Kepemilikan saham oleh manajemen merupakan insentif bagi para manajer untuk meningkatkan kinerja perusahaan dan manajer akan menggunakan hutang secara optimal sehingga akan meminimumkan biaya keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Crutchley dan Hansen (1989) menyatakan bahwa untuk mengurangi *agency cost* dapat dilakukan dengan meningkatkan penggunaan hutang dalam pendanaan, karena hutang mewajibkan perusahaan untuk membayarnya kembali, maka *free cash flow* yang tersedia untuk manajer untuk melakukan tindakan-tindakan yang tidak semestinya menjadi terbatas. Penggunaan hutang dalam rangka meminimumkan *Agency Cost* disamping memunculkan keuntungan, juga memunculkan peluang yang hilang serta meningkatkan 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 mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IBIKKG.



Lin (2006) juga meneliti pengaruh *agency cost* terhadap kinerja perusahaan.

Ditemukan bahwa *agency cost* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap kinerja perusahaan. Demikian juga Wright et al. (2009), menemukan bahwa *agency cost* berhubungan negatif dengan kinerja perusahaan, artinya bila *agency cost* dibiarkan membengkak, maka hal tersebut dapat mengurangi pencapaian keuntungan kompetitif yang berdampak negatif terhadap nilai perusahaan.

Hubungan Investasi, Leverage, dan Value of Firm

Trade-off theory menyatakan bahwa suatu perusahaan memiliki tingkat hutang yang optimal dan berusaha untuk menyesuaikan tingkat hutang aktualnya ke arah titik optimal. Untuk memperoleh persepsi positif dari investor yang akhirnya dapat menaikkan harga saham perusahaan, pihak manajemen menggunakan tingkat hutang pada tingkatan yang optimal untuk membiayai investasi dan pada akhirnya dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Penggunaan tingkat hutang yang semakin besar dalam struktur modal perusahaan menyebabkan biaya bunga semakin besar, sehingga keuntungan per lembar saham yang menjadi hak pemegang saham juga semakin besar karena adanya keuntungan penghematan pajak.

Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham, sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Kegiatan investasi yang dilakukan perusahaan akan menentukan keuntungan yang akan diperoleh perusahaan dan kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Kesempatan investasi yang ada menyebabkan perusahaan harus mencari tambahan dana untuk membiayainya. Kebutuhan dana internal yang tidak mencukupi untuk membiaya kesempatan investasi akan mendorong perusahaan menggunakan sumber pendanaan yang

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

Hak cipta milik IBIKKG (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.

Institut Bisnis dan Informatika Kwik Kian Gie



berasal dari luar salah satunya adalah hutang. Struktur modal perusahaan publik di Indonesia masih didominasi dari hutang dibanding modal sendiri (Sudarma, 2004).

Fama dan French (1998) melakukan penelitian tentang investasi yang memberi bukti empiris, bahwa investasi yang dihasilkan dari *leverage* memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Penelitian Yulia Efni, et al. (2011) juga menunjukkan hasil bahwa keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan bila mampu menurunkan resiko perusahaan. Keputusan investasi mempunyai pengaruh signifikan positif terhadap nilai perusahaan dan memberikan kontribusi paling utama pada nilai perusahaan

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

7. Hubungan *Leverage, Agency Cost dan Value of Firm*

Dalam teori keagenan (*agency theory*) dijelaskan bahwa kepentingan manajer dan pemegang saham tidak selalu sama. Manajer akan menggunakan kelebihan arus kas bebas yang tersedia untuk memenuhi kepentingan pribadinya bukannya meningkatkan pengembalian ke pemegang saham (Jensen dan Ruback, 1983). Pengambilan keputusan mengenai struktur modal sangat penting. Dalam menetapkan sumber dana manakah yang akan dipilih. Perusahaan harus menghitungnya dengan matang agar diperoleh kombinasi struktur modal yang optimal yang berarti meminimalkan risiko dan memaksimalkan keuntungan perusahaan. Keputusan penggunaan sumber dana juga berpengaruh terhadap besarnya resiko yang ditanggung pemegang saham serta besarnya tingkat pengembalian atau tingkat keuntungan yang diharapkan. Hal ini sering kali menimbulkan konflik.

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.



Konflik kepentingan dapat diminimumkan dengan suatu mekanisme pengawasan yang dapat mensejajarkan kepentingan-kepentingan yang terkait tersebut. Penggunaan hutang merupakan Salah satu mekanisme untuk mengurangi *agency cost*. Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan adanya hutang akan dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia pada gilirannya dapat meningkatkan nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan Taswan (2003) menunjukkan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Dalam literatur *finance*, Jensen dan Meckling (1976) adalah yang pertama menghubungkan *agency cost* dengan hutang dalam struktur modal. Penggunaan hutang dalam struktur modal dapat mencegah pengeluaran perusahaan yang tidak penting dan memberi dorongan pada manajer untuk mengoperasikan perusahaan dengan lebih efisien. Hal tersebut menyebabkan *agency cost* berkurang dan selanjutnya kinerja perusahaan diharapkan akan meningkat Cao (2006).

8. Hubungan Investasi, *Leverage*, *Agency Cost* dan *Value of Firm*

IOS akan memberikan informasi tentang prospek pendapatan yang diperoleh di masa yang akan datang. Apabila tingkat investasi di sebuah perusahaan tinggi, maka akan meningkatkan kepercayaan investor terhadap perusahaan tersebut. Keputusan investasi dapat memberikan sinyal positif bagi para investor tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (*signaling theory*).

Keterbatasan dana internal untuk membiayai investasi mendorong perusahaan menggunakan hutang untuk memaksimumkan Net Present Value



(NPV) karena NPV yang positif akan meningkatkan kekayaan riil.. *Trade off theory* menyatakan penggunaan tingkat hutang yang semakin besar dalam struktur modal perusahaan menyebabkan biaya bunga semakin besar, sehingga keuntungan per lembar saham yang menjadi hak pemegang saham juga semakin besar karena adanya keuntungan penghematan pajak penghasilan (Rao, 1995 : 475).

Keputusan penggunaan sumber dana juga berpengaruh terhadap besarnya resiko yang ditanggung pemegang saham serta besarnya tingkat pengembalian atau tingkat keuntungan yang diharapkan. Hal ini sering kali menimbulkan konflik. Jensen dan Meckling (1976) menyatakan bahwa konflik keagenan disebabkan antara lain oleh pembuatan keputusan aktivitas pencarian dana (*financing decision*) dan pembuatan keputusan bagaimana dana tersebut diinvestasikan. Penyatuan kepentingan antara pemegang saham, *debtholders*, dan manajemen yang mempunyai kepentingan terhadap tujuan perusahaan seringkali menimbulkan masalah keagenan (*agency problem*).

Dalam hal ini penggunaan hutang sebagai sumber pembiayaan investasi dapat juga digunakan untuk sebagai salah satu mekanisme mengurangi *agency cost*. Jensen (1986) menyatakan bahwa dengan adanya hutang akan dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, dengan demikian menghindari investasi yang sia-sia pada gilirannya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang

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

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