

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN, DAN HIPOTESIS

2.1 Tinjauan Pustaka

2.1.1 Kebijakan Dividen

2.1.1.1 Pengertian Kebijakan Dividen

Menurut Lease *et al.* (2000: 29) dalam Gumanti (2013: 7) mengartikan kebijakan dividen sebagai “*the practice that management follows in making dividend payout decisions or, in other words, the size and pattern of cash distributions over time to shareholders*”. Definisi tersebut mengartikan bahwa kebijakan dividen adalah praktik yang dilakukan oleh manajemen dalam membuat keputusan pembayaran dividen, yang mencakup besaran rupiahnya, pola distribusi kas kepada pemegang saham.

Menurut Brigham (2001) dalam Tamrin dan Maddatuang (2019: 22), Kebijakan dividen pada dasarnya adalah penentuan besarnya porsi keuntungan yang akan diberikan kepada pemegang saham. Kebijakan pembayaran dividen merupakan hal yang penting yang menyangkut apakah arus kas akan dibayarkan kepada investor atau akan ditahan untuk diinvestasikan kembali oleh perusahaan.

Menurut Tamrin dan Maddatuang (2019: 24), Kebijakan dividen merupakan suatu keputusan untuk menginvestasikan kembali laba yang diperoleh dari hasil operasi perusahaan atau untuk membagikannya kepada pemegang saham. Kebijakan dividen merupakan yang sangat penting bagi manajer keuangan

karena melibatkan dua pihak, yaitu pemegang saham dan perusahaan yang dapat mempunyai kepentingan berbeda.

Berdasarkan pengertian di atas, dapat disimpulkan bahwa kebijakan dividen merupakan keputusan manajemen keuangan terhadap laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen atau ditahan sebagai laba ditahan.

2.1.1.2 Jenis-Jenis Dividen

1. Dividen Saham (*Stock Dividend*)

Gumanti (2013: 33) menyatakan bahwa dividen saham bukan merupakan dividen murni atau dividen yang sebenarnya karena tidak ada uang tunai yang dibayarkan oleh perusahaan. Dividen saham akan menyebabkan jumlah saham perusahaan yang beredar menjadi lebih banyak yang dalam banyak hal pasti akan mengurangi nilai dari setiap saham. Biasanya dividen saham dinyatakan dalam bentuk rasio. Misalnya, dividen saham yang dinyatakan dengan istilah dua persen (=2%) berarti seorang pemegang saham menerima satu lembar saham baru untuk setiap 50 lembar saham yang saat ini dimilikinya.

2. Pemecahan Saham (*Stock Split*)

Gumanti (2013: 33) menyatakan bahwa istilah lain yang masih terkait dengan dividen adalah pemecahan saham (*stock split*). Sebagaimana makna dari pemecahan, maka pemecahan saham akan menaikkan jumlah saham yang beredar karena saham-saham yang ada nilainya dipecah. Dalam hal ini, ada pengurangan nilai nominal saham sebagai akibat dari pemecahan saham.

Pemecahan saham biasanya dinyatakan dalam bentuk perbandingan. Misalnya, manajemen perusahaan memutuskan pemecahan dua berbanding satu (2:1), yang berarti setiap satu saham lama nilainya dipecah menjadi tiga bagian. Dalam praktiknya, pemecahan saham tidak hanya terjadi dalam bentuk pengurangan nilai (*split down*), akan tetapi ada juga istilah penggabungan saham (*split up*).

3. Pembelian Saham Kembali (*Share or Stock Repurchase*)

Gumanti (2013: 34) menyatakan bahwa pembelian kembali saham (*stock repurchase*) merupakan bagian tak terpisahkan dari salah satu aspek yang terkait dengan kebijakan dividen. Kebijakan pembelian kembali saham biasanya akan dilakukan oleh perusahaan yang secara ekonomi dikelompokkan ke dalam jenis perusahaan yang sudah mapan dan berada pada tahap kedewasaan dalam konsep siklus kehidupan perusahaan. Pembelian kembali saham yang ada di pasar hanya dilakukan apabila terdapat kelebihan kas (*cash excess*) yang cukup di perusahaan.

2.1.1.3 Teori-Teori Kebijakan Dividen

Baker *et al.* (2007) dalam Gumanti (2013: 8-9) menyimpulkan bahwa sejauh ini, sampai dengan terpublikasinya artikel, ada 7 teori tentang dividen. ketujuh teori-teori yang dimaksud adalah sebagai berikut:

1. Teori burung di tangan (*bird in the hand*)

Teori tersebut menyatakan bahwa investor lebih menyukai dividen tunai daripada dijanjikan dengan adanya imbal hasil atas investasi (*capital gain*)

pada masa yang akan datang karena menerima dividen tunai merupakan bentuk dari ketidakpastian yang berarti dapat mengurangi risiko.

2. Teori sinyal (*signaling theory*)

Teori tersebut menyatakan bahwa dividen dapat mengurangi ketimpangan informasi (*asymmetric information*) antara manajemen dan pemegang saham dengan menyiratkan informasi privat tentang prospek masa depan perusahaan.

3. Teori preferensi pajak (*tax preference*)

Teori tersebut menyatakan bahwa investor atau pemegang saham lebih menyukai perusahaan yang memberikan dividen sedikit karena apabila dividen yang dibayarkan tinggi, maka beban pajak yang harus ditanggung oleh investor atau pemegang saham juga akan tinggi.

4. Teori efek klien (*clientele effect theory*)

Teori tersebut menyatakan bahwa terdapatnya perbedaan dalam besaran dividen yang dibagikan akan terbentuk klien yang berbeda-beda pula.

5. Teori keagenan (*agency theory*)

Teori tersebut menyatakan bahwa dividen dapat membantu dalam mengurangi biaya keagenan terkait dengan pemisahan kepemilikan serta kendali atas perusahaan.

6. Teori siklus hidup (*life cycle theory*)

Teori tersebut menyatakan bahwa dividen cenderung mengikuti pola siklus hidup perusahaan dan dividen yang dibagikan mencerminkan analisis manajemen atas pentingnya ketidaksempurnaan pasar termasuk di dalamnya aspek-aspek yang berkaitan dengan pemegang ekuitas (pemilik saham), biaya

keagenan, ketimpangan informasi, biaya penerbitan sekuritas (ekuitas), serta biaya-biaya transaksi. Menurut teori ini, keputusan dividen dipengaruhi oleh kebutuhan perusahaan dalam mendistribusikan aliran kasnya. Teori ini memprediksi bahwa pada tahun-tahun awal sejak pendirian, perusahaan belum banyak membayar dividen, akan tetapi semakin tua perusahaan di mana dana internal perusahaan sudah melebihi peluang investasi dividen yang dibayarkan akan meningkat.

7. Teori katering (*catering theory*)

Teori ini menyatakan bahwa manajer memberi investor apa yang sebenarnya diinginkan oleh investor, yaitu dengan cara membayar dividen manakala investor berani memberi premi harga saham yang tinggi, tetapi manajer tidak akan membagi dividen manakala investor lebih menyukai perusahaan yang tidak membayar dividen.

Dalam Gumanti (2013: 41-57) setidaknya ada lima teori tentang kebijakan dividen yang selama ini diungkap dalam manajemen keuangan modern. Kelima teori dividen yang secara umum dikenal di antaranya:

1. Teori Ketidakrelevanan Dividen (*Irrelevant Dividend Proposition*)

Miller dan Modigliani (1961) dalam Gumanti (2013: 45-46) membahas tentang kebijakan dividen dan menghasilkan sesuatu yang disebut sebagai ketidakrelevanan (*irrelevance*). Mereka menunjukkan bahwa dengan menganggap kebijakan investasi perusahaan tidak berubah, pembayaran dividen tunai tidak dapat memengaruhi nilai perusahaan di pasar yang efisien

karena apapun yang dibayarkan oleh perusahaan dalam bentuk dividen hal itu dilakukan dengan menjual ekuitas baru.

Miller dan Modigliani (1961) dalam Gumanti (2013: 48) berargumen bahwa di pasar yang sempurna di mana tidak ada pajak, tidak ada biaya transaksi atau tidak ada ketimpangan informasi, kebijakan dividen suatu perusahaan seharusnya tidak memiliki efek terhadap nilai pasar perusahaan tersebut.

2. Teori Perataan (*Smoothing Theory*)

Teori perataan (*smoothing theory*) ini dikemukakan oleh Lintner (1956). Hasil penelitian Lintner secara umum menyimpulkan empat hal. Pertama, perusahaan memiliki target rasio pembayaran dividen (*payout ratio*) jangka panjang. Perusahaan yang sudah mapan (*mature companies*) dengan tingkat laba yang stabil akan cenderung untuk membayar dividen sebagai bagian dari laba yang lebih tinggi karena kebutuhan akan uang tunai tidak terlalu tinggi bahkan dalam banyak hal perusahaan mengalami kelebihan kas (*excess cash*). Sedangkan perusahaan yang sedang dalam masa pertumbuhan memiliki rasio pembayaran dividen cenderung lebih rendah.

Kedua, para manajer lebih condong untuk menekankan pada perubahan besar kecilnya dividen daripada pada tingkatan absolutnya.

Ketiga, dalam jangka panjang, perubahan-perubahan dividen yang terjadi mengikuti pola pergerakan yang stabil jika laba perusahaan bertahan pada level tertentu. Dengan kata lain, manajer melakukan upaya untuk meratakan (*smoothing*) dividennya. Artinya, jika perubahan laba perusahaan yang terjadi

tidak besar, maka laba yang diperoleh tidak akan mempengaruhi besar kecilnya rasio pembayaran dividen.

Keempat, manajer enggan untuk melakukan perubahan dividen yang mungkin akan menyebabkan perusahaan melakukan pencadangan dana karena adanya kekhawatiran bahwa di tahun mendatang perusahaan tidak mampu membayar dividen dengan besaran yang tidak jauh berbeda dengan periode-periode sebelumnya. Bagi manajemen perusahaan, menjaga kestabilan dividen menjadi lebih penting daripada menaikkan atau menurunkan dividen secara drastis.

Teori perataan Lintner (1956) menyiratkan bahwa dividen tergantung sebagian pada laba perusahaan tahun ini dan sebagian pada dividen tahun kemarin.

3. Teori Burung di Tangan (*Bird in The Hand Theory*)

Gordon (1956) merupakan individu yang mendukung teori burung di tangan dengan berpendapat bahwa aliran dividen di masa mendatang akan didiskonto pada tingkat yang lebih rendah daripada keuntungan modal harapan. Anggapan tersebut diformulasikan dalam model penilaian saham Gordon (*Gordon Valuation Model*) yang menyatakan bahwa saham perusahaan akan dihargai lebih tinggi jika dividen harapannya (*expected dividend*) lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang dividennya lebih rendah.

Menaikkan pembayaran dividen, hal-hal lain dianggap konstan, akan dapat menaikkan nilai perusahaan. Karena dividen yang diberikan saat ini lebih menjanjikan dalam mengurangi ketidakpastian atas arus kas mendatang, rasio

pembayaran yang tinggi akan mengurangi biaya modal dan karenanya akan menaikkan nilai saham perusahaan. Artinya, rasio pembayaran dividen yang tinggi akan memaksimalkan nilai perusahaan.

4. Teori Efek Pajak (*Tax Effect Theory*)

Menurut teori ini, yang dikenal dengan teori preferensi pajak (*tax preference theory*), semakin tinggi tingkat pajak yang dikenakan pada dividen relatif terhadap *capital gain* dan adanya kemungkinan untuk menunda pajak pada *capital gain*, maka efeknya akan negatif pada perusahaan yang membayar dividen tinggi. Tidak menariknya pajak di atas *capital gain* telah membuat sebagian akademisi (peneliti) menyimpulkan bahwa investor mungkin akan berbalik untuk tidak mengharapkan dividen yang tinggi.

5. Teori Biaya Transaksi dan Pajak (*Taxes and Transaction Cost Theory*) yang Dikenal juga dengan Sebutan *Client Effect Theory*

Menurut Black dan Scholes (1974), setiap investor melakukan suatu analisis yang membuat mereka mampu untuk menetapkan manfaat dari diterimanya dividen dibandingkan dengan kurang menariknya pajak. Dengan kata lain, ada banyak investor yang menyukai dividen, tetapi ada banyak juga investor yang tidak menyukai dividen. Pendapat ini pada akhirnya dikenal sebagai efek klien atau pelanggan (*client effect*). Efek klien tersebut mengarah pada keseimbangan yang oleh Black dan Scholes (1974: 2), jika perusahaan mengurangi dividennya, maka kelompok investor yang menyukai dividen tinggi akan menjual saham mereka dan membeli saham-saham yang memberikan rasio pembayaran dividen tinggi. Sementara itu, kelompok

investor yang menyukai dividen rendah justru akan membeli saham-saham yang dilepas oleh kelompok yang suka dividen tinggi. Jika pemotongan dividen tidak mengandung informasi yang menyiratkan sesuatu yang tidak baik, maka pergantian kepemilikan saham tersebut tidak akan membuat harga saham berubah. Dengan kata lain, harga saham perusahaan akan statis, tidak mengalami perubahan sama sekali.

2.1.1.4 Faktor yang Mempengaruhi Kebijakan Dividen

Weston dan Copeland (1986) dalam Gumanti (2013: 82-89) mengidentifikasi setidaknya ada 11 faktor yang dapat mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan sebagai berikut:

1. Undang-Undang (Peraturan)

Peraturan yang ada ditujukan guna mengurangi upaya manajemen dalam upaya untuk lebih mengedepankan kepentingan pemegang saham dengan mensyaratkan rasio tertentu agar kepentingan kreditor tidak diabaikan. Peraturan atau perundangan yang ditetapkan pemerintah atau perserikatan dapat mempengaruhi keputusan manajemen dalam menetapkan besar kecilnya dividen. Jadi, keberadaan peraturan yang mensyaratkan batasan-batasan tertentu atas kebijakan dividen dapat mempengaruhi dan menentukan besar kecilnya dividen yang diambil perusahaan.

2. Posisi Likuiditas

Keberadaan laba ditahan (sisa laba) dalam laporan keuangan (neraca) perusahaan tidak sekaligus mencerminkan ketersediaan dana di dalam perusahaan sesuai dengan jumlah laba ditahan. Jika perusahaan sudah

beroperasi dalam jangka waktu yang lama, maka sangat besar kemungkinannya bahwa jumlah laba ditahan juga besar. Laba ditahan yang tercantum di neraca semestinya sudah teralokasikan dalam bentuk berbagai macam aset yang ada di sisi kiri neraca. Dengan kata lain, keberadaan laba ditahan bukan merupakan jaminan ketersediaan dana di perusahaan. Jadi, jika perusahaan bermaksud membayar dividen, besar kecilnya dividen tidak dapat secara langsung dikaitkan dengan jumlah laba ditahan. Jika perusahaan memerlukan likuiditas yang tinggi, dalam hal ini dapat berbentuk sumber pendanaan internal yang berupa laba ditahan, maka dividen yang akan dibagikan seharusnya dikurangi karena membayar dividen berarti pengeluaran kas dan pengeluaran kas berarti pengurangan kemampuan likuiditas (memenuhi kewajiban lancarnya). Apalagi jika kebutuhan dana tersebut sangat mendesak yang memaksa manajemen untuk mengurangi atau bahkan menunda pembayaran dividen kepada pemegang saham. Artinya, kebutuhan akan likuiditas lebih menentukan besar kecilnya dividen jika dibandingkan dengan posisi laba ditahan.

3. Kebutuhan untuk Pelunasan Utang

Jika perusahaan memiliki kewajiban (utang) yang besar dan harus segera dibayar, maka sangat mungkin bahwa pemegang saham harus dikorbankan, yaitu menunda atau mengurangi pembayaran dividen.

4. Batasan-Batasan dalam Perjanjian Utang (*Debt Covenants*)

Perjanjian utang, khususnya utang jangka panjang, seringkali dibarengi dengan persyaratan-persyaratan khusus. Weston dan Copeland (1992)

menyebutkan bahwa ada dua hal yang umum dinyatakan dalam perjanjian persyaratan utang piutang (*debt covenants*), yaitu:

- (1) Dividen pada masa yang akan datang hanya boleh dibayar jika uangnya bersumber dari laba tahun berjalan, bukan dari laba tahun-tahun yang lalu, atau
- (2) Dividen hanya dapat dibayarkan jika tingkat modal kerja perusahaan mencapai level tertentu. Artinya, jika modal kerja yang tersedia di perusahaan berada di bawah level yang aman, manajemen perusahaan tidak boleh membayar dividen, atau walaupun membayar, besarnya dividen harus menyesuaikan dengan keberadaan modal kerja.

5. Potensi Ekspansi Aktiva

Seiring dengan semakin mapannya posisi perusahaan di industri dan persaingan serta tingkat kemampulabaan yang baik yang biasanya dicirikan dengan berkurangnya kebutuhan atas aktiva, maka manajemen mulai memikirkan untuk memakmurkan pemegang saham, dengan memberi dividen. Siklus kehidupan perusahaan akan menentukan kapasitas perusahaan yang tercermin pada skala usahanya dan jika skala usaha menunjukkan tren semakin besar yang konsekuensinya membuat perusahaan semakin membutuhkan dana untuk ekspansi, maka dividen akan terpengaruh.

6. Perolehan Laba

Keyakinan manajemen akan prospek capaian laba di tahun depan juga menjadi faktor kunci atas berapa besarnya dividen yang akan dibayarkan tahun ini (tahun berjalan). Jika keyakinan manajemen bahwa prospek laba

tahun depan dapat diraih, dan dalam upaya untuk memberikan jaminan atas prospek usaha, dividen dapat dipastikan akan mengalami peningkatan. Walaupun ada kemungkinan munculnya upaya perataan dividen (*dividend smoothing*), hal-hal lain dianggap konstan, manajemen tetap akan menjaga kestabilan dan berusaha untuk menunjukkan kepada pemegang saham (dalam bentuk sinyal, yaitu dividen), bahwa perusahaan mampu memberi dividen sesuai dengan harapan besar.

7. Stabilitas Laba

Laba yang stabil dari waktu ke waktu sangat menentukan besar kecilnya dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham. Kestabilan berarti kemampuan menjaga laba pada level yang ditetapkan sesuai dengan keinginan. Kestabilan laba hanya dapat dicapai jika hal-hal lain dianggap konstan, kestabilan penjualan dan unsur-unsur biaya produksi dan operasional juga mampu dijaga.

8. Peluang Penerbitan Saham di Pasar Modal

Sejalan dengan semakin berkembang dan besarnya suatu perusahaan, kebutuhan atas pembiayaan yang berasal dari berbagai sumber juga semakin besar, khususnya sumber-sumber pembiayaan eksternal. Jika suatu perusahaan dapat berjalan dengan baik, semakin besar, dan memiliki catatan yang baik dalam hal perolehan laba, serta memerlukan dana untuk kebutuhan investasi, maka alternatif sumber pembiayaan dengan menerbitkan saham dapat menjadi salah satu cara efektif. Menurut teori *pecking order*, penerbitan saham baru dalam rangka pemenuhan dana merupakan alternatif terakhir dan

secara konsep alternatif tersebut kurang disukai oleh perusahaan (pemegang saham). Pertimbangan yang berbeda tentu akan muncul jika alternatif pemenuhan dana dengan penerbitan saham baru tersebut adalah alternatif yang baru pertama dilakukan, dalam kasus penawaran saham perdana (*initial public offerings/IPO*). Jika kondisi internal perusahaan memang baik dan prospek masa depannya cukup menjanjikan, rencana penerbitan saham tentu akan menarik, karena investor akan mengapresiasi usaha tersebut.

9. Kendali Kepemilikan

Sumber dana untuk pemenuhan investasi dapat berasal dari dalam (internal) maupun dari luar (eksternal). Ada kalanya perusahaan berusaha untuk selalu mengoptimalkan sumber pembiayaan dari dalam daripada sumber pembiayaan dari luar. Salah satu teori keuangan yang berkaitan dengan cara pemenuhan sumber pembiayaan adalah *pecking order theory* (Myers, 1984). Teori ini secara khusus menyatakan bahwa dalam rangka memenuhi kebutuhan dana untuk keperluan investasi, manajemen akan lebih mengutamakan sumber internal (sisa laba atau laba ditahan) daripada sumber eksternal. Jika sumber pembiayaan internal sudah tidak dapat dioptimalkan atau tidak memungkinkan untuk dipaksakan, maka perusahaan akan lebih mengedepankan sumber pembiayaan berbasis utang daripada penerbitan saham (ekuitas baru). Artinya, penerbitan saham baru sebagai salah satu sumber penting dalam perolehan dana hanya akan dilakukan jika memang terpaksa.

Alasan utama dari keengganan untuk menggunakan penerbitan saham baru sebagai alternatif pemenuhan dana tidak lain adalah karena alasan berkurangnya kontrol atau kendali pemilik lama atas perusahaan. Pemilik lama memiliki insentif untuk tetap mengoptimalkan penggunaan sumber dana internal daripada eksternal. Dan jika demikian halnya, maka pembayaran dividen akan dikurangi, bahkan tidak menutup kemungkinan untuk dihapus atau ditiadakan sama sekali, bahkan tidak menutup kemungkinan untuk dihapus atau ditiadakan. Artinya, rasio pembayaran dividen akan menurun jika manajemen merasa yakin bahwa hal-hal lain dianggap tetap (*ceteris paribus*). Dengan kata lain dapat dinyatakan bahwa peningkatan skala usaha perusahaan atau kebutuhan investasi berbanding terbalik dengan rasio pembayaran dividen.

10. Posisi Pemegang Saham

Posisi pemegang saham di sini dapat dimaknakan sebagai siapa pengendali yang ada di perusahaan dalam arti pemegang saham mayoritas. Pemegang saham institusi, dalam banyak hal, tidak menyukai dividen tunai yang tinggi karena akan meningkatkan golongan pengenaan pajak (*tax bracket*). Jika komposisi pemegang saham perusahaan didominasi oleh investor retail (*well diversified owners*), sangat besar kemungkinan bahwa manajemen akan membagikan dividen lebih tinggi karena beban pajak pemilik individu relatif lebih rendah dibandingkan dengan pemilik institusi.

11. Kesalahan Akumulasi Pajak atas Laba

Dalam upaya untuk menekan upaya perusahaan sebagai “penyimpan uang” (*incorporated income box*), pemerintah dapat menetapkan peraturan perpajakan yang menentukan pajak tambahan khusus terhadap penghasilan yang terakumulasi secara tidak benar. Perusahaan tidak boleh melakukan upaya pengakumulasian yang tidak benar dalam rangka mendapatkan manfaat dalam bentuk sisa laba. Peraturan perpajakan dapat diarahkan untuk mensyaratkan adanya bukti yang sah bahwa kebijakan yang meningkatkan sisa laba tersebut memang diperlukan oleh perusahaan sebagai bagian dari rencana strategisnya.

Brigham dan Houston (2006) dalam Gumanti (2013: 89-94) membagi ada empat kelompok besar faktor-faktor yang mempengaruhi kebijakan dividen perusahaan, antara lain:

1. Kebijakan dividen dan kendala-kendala utama
 - a. Perjanjian kredit (*debt covenant*) atau pengakuan hutang (*debt indenture*)
 - b. Ketidacukupan keuntungan
 - c. Ketersediaan kas
 - d. Denda pajak karena kecurangan pengakuan laba
2. Kebijakan dividen dan peluang investasi
 - a. Posisi dari peluang pertumbuhan investasi
 - b. Potensi mempercepat atau menunda proyek
3. Kebijakan dividen dan sumber-sumber pendanaan
 - a. Biaya atas penjualan saham baru
 - b. Kemampuan untuk mengganti ekuitas dengan utang

- c. Keperluan pengendalian perusahaan
- 4. Kebijakan dividen dan biaya modal
 - a. Keinginan pemegang saham atas penghasilan sekarang dibandingkan dengan penghasilan yang akan datang
 - b. Tingkat risiko dividen dibandingkan dengan kenaikan nilai modal (*capital gains*)
 - c. Informasi atau pertanda yang terkandung dalam dividen

2.1.1.5 Pengukuran Kebijakan Dividen

Dalam Gumanti (2013: 22-23) ukuran yang pertama disebut sebagai imbal hasil dividen (*dividend yield*), yang mengaitkan besaran dividen dengan harga saham perusahaan. Secara matematis, rumus *dividend yield* adalah sebagai berikut:

$$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividen tahunan per lembar saham}}{\text{Harga per lembar saham}}$$

Ukuran kedua yang sering juga digunakan dalam mengukur kebijakan dividen adalah rasio pembayaran dividen (*dividend payout ratio* = DPR). Rasio pembayaran dividen diukur dengan cara membagi besarnya dividen per lembar saham dengan laba bersih per lembar saham, yang secara matematis dapat dinyatakan dengan rumus sebagai berikut:

$$\text{Rasio Pembayaran Dividen} = \frac{\text{Dividen tunai per lembar saham}}{\text{Laba bersih per lembar saham}}$$

Menurut Azis dkk (2015: 258) kebijakan dividen dikonfirmasi melalui DPR dan *dividend yield* (Kallapur dan Trombley, 1999; Smith dan Watts, 1992).

DPR adalah perbandingan antara *dividend yield per share* dengan *EPS* yang dibayarkan kepada para pemegang saham dalam bentuk kas pada akhir tahun (Brigham dan Gapenski, 1996: 450).

2.1.2 Struktur Modal

2.1.2.1 Pengertian Struktur Modal

Menurut Noor (2017: 382) struktur modal adalah kombinasi dari berbagai sumber dana jangka panjang yang digunakan oleh perusahaan dan menggambarkan biaya modal (*cost of capital*) yang menjadi beban perusahaan tersebut. Struktur modal sangat berpengaruh dalam pencapaian tujuan perusahaan untuk memaksimalkan *return*, sekaligus meminimumkan risikonya.

Menurut Sulindawati dkk (2018: 111-112) struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara modal asing dan modal sendiri. Modal asing diartikan dalam hal ini adalah hutang, baik jangka panjang maupun dalam jangka pendek. Sedangkan modal sendiri bisa terbagi atas laba ditahan dan bisa juga dengan penyertaan kepemilikan perusahaan. Struktur modal menunjukkan proporsi atas penggunaan utang untuk membiayai investasinya, sehingga dengan mengetahui struktur modal, investor dapat mengetahui keseimbangan antara risiko dan tingkat pengembalian investasinya.

Menurut Mustafa (2017: 85) struktur modal merupakan perimbangan antara jumlah hutang jangka pendek yang bersifat permanen, hutang jangka panjang, saham preferen, dan saham biasa. Struktur modal adalah perbandingan modal asing atau jumlah hutang dengan modal sendiri. Kebijakan struktur modal merupakan pemeliharaan antara risiko dan pengambilan yang diharapkan.

Berdasarkan definisi di atas, dapat dikatakan bahwa struktur modal adalah perbandingan antara modal asing dan modal sendiri. Modal asing berupa hutang, baik jangka pendek maupun jangka panjang, sedangkan modal sendiri terdiri atas laba ditahan dan juga dengan penyertaan pemilik perusahaan.

Kebijakan keuangan bentuk utang merupakan kebijakan yang berkaitan dengan struktur modal perusahaan. Kebijakan struktur modal melibatkan adanya suatu pertukaran antara risiko dan pengembalian. Penggunaan lebih banyak utang akan meningkatkan risiko yang ditanggung oleh pemegang saham, namun penggunaan utang yang lebih besar biasanya menyebabkan terjadinya ekspektasi tingkat pengembalian atas ekuitas yang lebih tinggi.

Menurut Modigliani & Miller (1958), utang adalah instrumen yang sangat sensitif terhadap perubahan nilai perusahaan yang ditentukan oleh struktur modal. Semakin tinggi proporsi hutang, maka semakin tinggi harga saham, namun pada titik tertentu peningkatan hutang akan menurunkan nilai perusahaan karena manfaat yang diperoleh dari penggunaan utang lebih kecil daripada biaya yang ditimbulkannya.

Menurut Sulindawati dkk (2018: 112) tujuan dari manajemen struktur modal atau *capital structure management* adalah menggabungkan sumber-sumber dana yang digunakan perusahaan untuk membiayai operasi. Dengan kata lain, tujuan ini dapat dilihat sebagai pencarian gabungan dana yang akan meminimumkan biaya modal dan dapat memaksimalkan harga saham. Struktur modal yang demikian merupakan struktur modal yang optimal.

2.1.2.2 Teori Struktur Modal

Menurut Sulindawati dkk (2017: 113-117) ada teori yang terkait dengan struktur modal antara lain:

1. Modigliani-Miller (MM) *Theory*

a. Teori MM Tanpa Pajak

Modigliani dan Miller berpendapat bahwa struktur modal tidak relevan atau tidak mempengaruhi nilai perusahaan. MM mengajukan beberapa asumsi untuk membangun teori mereka (Brigham Houston, 2001: 31), yaitu

- (a) Tidak terdapat *agency cost*
- (b) Tidak ada pajak
- (c) Investor dapat berhutang dengan tingkat suku bunga yang sama dengan perusahaan
- (d) Investor mempunyai informasi yang sama seperti manajemen mengenai prospek perusahaan di masa depan
- (e) Tidak ada biaya kebangkrutan
- (f) *Earning Before Interest Tax* (EBIT) tidak dipengaruhi oleh penggunaan dari hutang
- (g) Para investor adalah *price-takers*
- (h) Jika terjadi kebangkrutan maka aset dapat dijual pada harga pasar (*market value*)

Dengan asumsi-asumsi tersebut, MM mengajukan dua preposisi yang dikenal sebagai preposisi MM tanpa pajak.

Preposisi I: nilai dari perusahaan yang berhutang sama dengan nilai dari perusahaan yang tidak berhutang. Implikasi dari preposisi I ini adalah struktur modal dari suatu perusahaan tidak relevan, perubahan struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan dan *weight of capital* (WACC) perusahaan akan tetap sama tidak dipengaruhi oleh bagaimana perusahaan memadukan hutang dan modal untuk membiayai perusahaan.

Preposisi II: biaya modal saham akan meningkat apabila perusahaan melakukan atau mencari pinjaman dari pihak luar. *Risk of the equity* bergantung pada risiko dari operasional perusahaan (*business risk*) dan tingkat hutang perusahaan (*financial risk*). Brealey, Myers, dan Marcus (1999) menyimpulkan dari teori MM tanpa pajak ini yaitu tidak membedakan antara perusahaan berhutang atau pemegang saham berhutang pada saat kondisi tanpa pajak dan pasar sempurna. Nilai perusahaan tidak bergantung pada struktur modalnya. Dengan kata lain, manajer keuangan tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mengubah preposisi *debt* dan *equity* yang digunakan untuk membiayai perusahaan.

b. Teori MM dengan Pajak

Teori MM tanpa pajak dianggap tidak realistis dan kemudian MM memasukkan faktor pajak ke dalam teorinya. Pajak dibayarkan kepada pemerintah, yang berarti merupakan aliran kas keluar. Hutang bisa digunakan untuk menghemat pajak karena bunga bisa dipakai sebagai pengurang pajak. Dalam teori MM dengan pajak ini terdapat dua preposisi yaitu:

Preposisi I: nilai perusahaan yang berutang sama dengan nilai dari perusahaan yang tidak berutang ditambah dengan penghematan pajak karena bunga hutang. Implikasi dari preposisi I ini adalah pembiayaan dengan hutang sangat menguntungkan dan MM menyatakan bahwa struktur modal optimal perusahaan adalah seratus persen hutang.

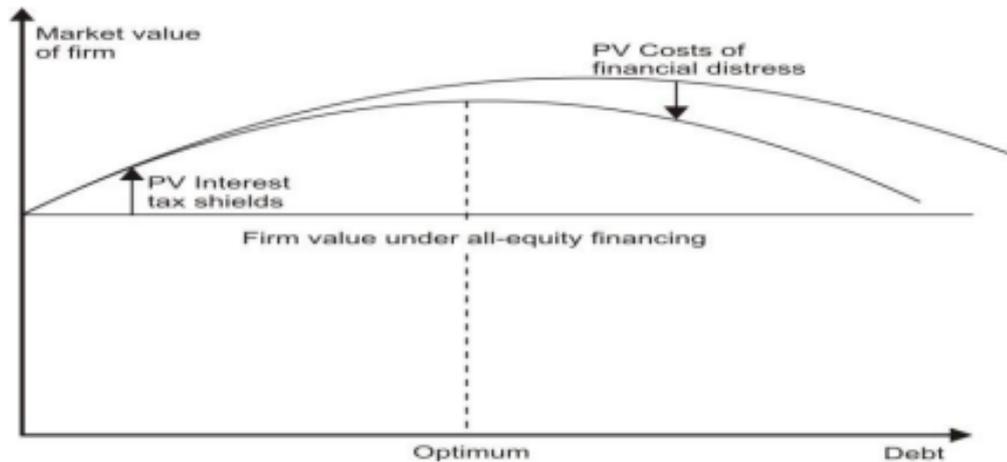
Preposisi II: biaya modal saham akan meningkat dengan semakin meningkatnya hutang, tetapi penghematan pajak akan lebih besar dibandingkan dengan penurunan nilai karena kenaikan biaya modal saham. Implikasi dari preposisi II ini adalah penggunaan hutang yang semakin banyak akan meningkatkan biaya modal saham. Menggunakan hutang yang lebih banyak, berarti menggunakan modal yang lebih murah (biaya modal hutang lebih kecil dibandingkan dengan biaya modal saham), sehingga akan menurunkan n =biaya modal rata-rata tertimbang (meski biaya modal saham meningkat). Teori MM tersebut sangat kontroversial. Implikasi teori tersebut adalah perusahaan sebaiknya menggunakan hutang sebanyak-banyaknya. Dalam praktiknya, tidak ada perusahaan yang mempunyai hutang sebesar itu, karena semakin tinggi tingkat hutang suatu perusahaan, akan semakin tinggi juga kemungkinan kebangkrutannya. Inilah yang melatarbelakangi teori MM mengatakan agar perusahaan menggunakan hutang sebanyak-banyaknya, karena MM mengabaikan biaya kebangkrutan.

2. *Trade-off Theory*

Menurut *trade-off theory* yang diungkapkan oleh Myers (2001: 81), “Perusahaan akan berutang sampai pada tingkat hutang tertentu, di mana

penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*)". Biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) adalah biaya kebangkrutan (*bankruptcy costs*) atau *reorganization*, dan biaya keagenan (*agency costs*) yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan.

Trade-off theory dalam menentukan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa faktor antara lain; pajak, biaya keagenan (*agency costs*), dan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan *asymmetric information* sebagaiimbangan dan manfaat penggunaan hutang. Tingkat hutang yang optimal tercapai ketika penghematan pajak (*tax shields*) mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan (*costs of financial distress*). *Trade-off theory* mempunyai implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *trade-off* antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal. Perusahaan-perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi tentu akan berusaha mengurangi pajaknya dengan cara meningkatkan rasio hutangnya, sehingga tambahan hutang tersebut akan mengurangi pajak. Dalam kenyataannya jarang manajer keuangan berpikir demikian.



Gambar 2.1 Trade-Off Theory dari Struktur Modal

Sumber: Myers (1984) dalam Adrianto & Wibowo (2019)

Penentuan titik optimal tingkat hutang disebut sebagai target *leverage*. Setiap perusahaan memiliki tingkat hutang yang berbeda-beda, tergantung kepada jenis industrinya. Perusahaan perangkat lunak (*software*) memiliki target *leverage* yang berbeda dengan perusahaan manufaktur karena karakteristik aset kedua perusahaan ini berbeda. Perusahaan perangkat lunak memiliki proporsi aset tak berwujud yang lebih besar dibandingkan perusahaan manufaktur dalam bentuk lisensi atau paten, sehingga penilaian asetnya menjadi lebih sulit. Karena itu, umumnya perusahaan manufaktur memiliki tingkat hutang yang lebih tinggi dibanding perusahaan perangkat lunak. Harris & Raviv (1991) menyatakan bahwa perusahaan dengan aset berwujud yang sedikit akan terkena dampak informasi yang tidak simetris yang tinggi. Pada kasus lain, banyak perusahaan yang dibatasi oleh regulasi pemerintah dalam menentukan tingkat hutangnya. Perusahaan yang bergerak di bidang perbankan dibatasi oleh regulasi dalam menentukan tingkat

hutangnya melalui penentuan CAR (*capital adequacy ratio*) oleh bank sentral (Adrianto & Wibowo, 2019).

3. *Pecking Order Theory*

Menurut Myers (1984), *pecking order theory* menyatakan bahwa “Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru hutangnya rendah, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki sumber dana internal yang berlimpah”. Dalam *pecking order theory* ini tidak terdapat struktur modal yang optimal. Secara spesifik perusahaan mempunyai urutan preferensi (hierarki) dalam penggunaan dana. Menurut *pecking order theory* dikutip oleh Smart, Megginson, dan Gitman (2004: 458-459), terdapat skenario urutan (hierarki) dalam memilih sumber pendanaan, yaitu:

- (a) Perusahaan lebih memilih untuk menggunakan sumber dana dari dalam atau pendanaan internal daripada pendanaan eksternal;
- (b) Jika pendanaan eksternal diperlukan, maka perusahaan akan memilih pertama kali mulai dari sekuritas yang paling aman, yaitu hutang yang paling rendah risikonya, turun ke hutang yang lebih berisiko, sekuritas *hybrid* seperti obligasi konversi, saham preferen, dan yang terakhir saham biasa;
- (c) Terdapat kebijakan dividen yang konstan, yaitu perusahaan akan menetapkan jumlah pembayaran dividen yang konstan, tidak terpengaruh seberapa besarnya perusahaan tersebut untung atau rugi;
- (d) Untuk mengantisipasi kekurangan persediaan kas karena adanya kebijakan dividen yang konstan dan fluktuasi dari tingkat keuntungan,

serta kesempatan investasi, maka perusahaan akan mengambil portofolio investasi yang lancar tersedia.

Pecking order theory tidak mengindikasikan target struktur modal. *Pecking order theory* menjelaskan urutan pendanaan. Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. *Pecking order theory* ini dapat menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi justru mempunyai tingkat hutang yang kecil.

2.1.2.3 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal

Berbagai faktor yang dipertimbangkan dalam pembuatan keputusan tentang struktur modal adalah:

1. Kelangsungan Hidup Jangka Panjang (*Long-Run Viability*)

Manajer perusahaan, khususnya yang menyediakan produk dan jasa yang penting, memiliki tanggung jawab untuk menyediakan jasa yang berkesinambungan. Oleh karena itu, perusahaan harus menghindari tingkat penggunaan hutang yang membahayakan kelangsungan hidup jangka panjang perusahaan.

2. Konservatisme Manajemen

Manajer yang bersifat konservatif cenderung menggunakan tingkat hutang yang “konservatif” pula (sedikit hutang) daripada berusaha memaksimalkan nilai perusahaan dengan menggunakan lebih banyak hutang.

3. Pengawasan

Pengawasan hutang yang besar dapat berakibat semakin ketat pengawasan dari pihak kreditor (misalnya, melalui kontrak perjanjian atau *covenant*). Pengawasan ini dapat mengurangi fleksibilitas manajemen dalam membuat keputusan perusahaan.

4. Struktur Aktiva

Perusahaan yang memiliki aktiva yang dapat digunakan sebagai agunan hutang cenderung menggunakan hutang yang relatif besar. Misalnya, perusahaan *real estate* cenderung menggunakan hutang yang relatif besar daripada perusahaan yang bergerak pada bidang riset teknologi.

5. Risiko Bisnis

Perusahaan yang memiliki risiko bisnis (variabilitas keuntungannya) tinggi cenderung kurang dapat menggunakan hutang yang besar (karena kreditor akan meminta biaya hutang yang tinggi). Tinggi rendahnya risiko bisnis ini dapat dilihat antara lain dari stabilitas harga dan unit penjualan, stabilitas biaya, tinggi rendahnya *operating leverage*, dll.

6. Tingkat Pertumbuhan

Faktor lain yang dianggap tetap, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi pada umumnya lebih tergantung pada modal dari luar perusahaan. Pada perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah kebutuhan modal baru relatif kecil sehingga dapat dipenuhi dari laba ditahan. Karena adanya faktor "*asymmetric information*" serta kenyataan bahwa *floatation cost* berhutang lebih rendah daripada *floatation cost* menerbitkan saham biasa,

perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi cenderung menggunakan hutang yang lebih besar daripada perusahaan dengan pertumbuhan rendah.

7. Pajak

Biaya bunga adalah biaya yang dapat mengurangi pembayaran pajak, sedangkan pembayaran dividen tidak mengurangi pembayaran pajak. Oleh karena itu, semakin tinggi tingkat pajak perusahaan, semakin besar keuntungan dari penggunaan pajak, semakin besar daya tarik penggunaan hutang.

8. Cadangan Kapasitas Peminjaman

Penggunaan hutang akan meningkatkan risiko, sehingga biaya modal akan meningkat. Perusahaan harus mempertimbangkan suatu tingkat penggunaan hutang yang masih memberikan kemungkinan menambah hutang di masa mendatang dengan biaya yang relatif rendah. Ini berarti perusahaan harus menggunakan hutang lebih sedikit dari yang disarankan oleh model MM.

2.1.2.4 Pengukuran Struktur Modal

Bagi perusahaan yang mengalami pertumbuhan pesat, kebutuhan modalnya meningkat seiring dengan tingkat pertumbuhan. Pada dasarnya kebutuhan modal diperoleh dari dua sumber yaitu sumber modal internal dan sumber modal eksternal. Jika sumber modal internal tidak dapat memenuhi kebutuhan pembiayaan, maka kebutuhan modal harus dipenuhi dari sumber modal eksternal. Sumber modal eksternal dapat diperoleh dari pinjaman atau utang dari pihak ketiga.

Hutang atau kewajiban adalah sumber modal yang harus dibayar atau dikembalikan ditambah dengan biaya bunga sesuai dengan perjanjian yang telah dibuat. Sehingga jika suatu saat perusahaan mengalami kesulitan keuangan, perusahaan harus menanggung risiko tersebut. Hal ini berbeda dengan sumber modal internal yang berasal dari laba ditahan atau dari pemegang saham. Sumber modal tidak harus dikembalikan, tetapi para pemegang saham juga mengharapkan keuntungan dari modal tersebut. Besarnya keuntungan yang diharapkan sesuai dengan biaya yang dikeluarkan oleh perusahaan. Oleh karena itu, perusahaan harus berusaha untuk menjaga keseimbangan yang optimum antara kedua sumber modal tersebut (Suripto, 2015: 7).

Dalam penelitian ini, struktur modal dihitung dengan *debt to equity ratio* (DER). Rasio ini dipilih karena menggambarkan sumber dana perusahaan dan menganggap bahwa semakin besar total hutang maka semakin tinggi pula risiko kebangkrutan yang dihadapi perusahaan. Oleh karena itu, ini akan menjadi reaksi negatif bagi investor.

Menurut Azis dkk (2015: 257) DER merupakan rasio hutang yang digambarkan dengan perbandingan antara seluruh hutang, baik hutang jangka panjang maupun hutang jangka pendek dengan modal perusahaan sendiri.

Semakin besar hutang semakin besar risiko yang ditanggung perusahaan. Oleh sebab itu perusahaan yang tetap mengambil hutang sangat tergantung pada biaya relatif. Biaya hutang lebih kecil daripada dana ekuitas. Dengan menambahkan hutang ke dalam neracanya, perusahaan secara umum dapat meningkatkan profitabilitasnya, yang kemudian menaikkan harga saham sehingga

meningkatkan kesejahteraan para pemegang saham dan membangun potensi pertumbuhan yang lebih besar. Sebaliknya biaya hutang lebih besar daripada dana ekuitas. Dengan menambah hutang ke dalam neracanya, justru menurunkan profitabilitas perusahaan. Perhitungan DER dalam penelitian ini menggunakan formula:

$$\text{Debt to Equity Ratio (DER)} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Modal Sendiri}}$$

2.1.3 Kepemilikan Manajerial

2.1.4.1 Pengertian Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen (Sujono dan Soebiantoro, 2007; Sabrina, 2010; Bastian, Masturoh, dan Subagyo, 2017: 46). Struktur kepemilikan manajerial dapat dijelaskan melalui dua sudut pandang, yaitu pendekatan keagenan dan pendekatan ketidakseimbangan. Pendekatan keagenan menganggap struktur kepemilikan manajerial sebagai suatu instrumen atau alat yang digunakan untuk mengurangi konflik keagenan di antara beberapa klaim terhadap sebuah perusahaan. Pendekatan ketidakseimbangan informasi memandang mekanisme struktur kepemilikan manajerial sebagai suatu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insider* dengan *outsider* melalui pengungkapan informasi di dalam perusahaan.

Kepemilikan manajerial adalah para pemegang saham yang juga berarti dalam hal ini sebagai pemilik dalam perusahaan dari pihak manajemen yang

secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan pada suatu perusahaan yang bersangkutan. Manajer dalam hal ini memegang peranan penting karena manajer melaksanakan perencanaan, pengorganisasian, pengarahan, pengawasan serta pengambil keputusan.

Menurut Nurkhin (2017) kepemilikan manajerial adalah persentase saham yang dimiliki oleh manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (komisaris dan direksi).

Menurut Nurhikmat dkk (2020) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial adalah situasi di mana manajer sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan. Menurut Boedi (2014) kepemilikan manajerial merupakan pemisahan kepemilikan antara pihak *outsider* dengan pihak *insider*.

Dari pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham yang dimiliki oleh manajemen (dalam hal ini komisaris dan direksi) sehingga tidak hanya sebagai manajer tetapi juga sebagai pemegang saham.

Suatu perusahaan yang memiliki kepemilikan manajerial akan membantu mewujudkan tujuan perusahaan, yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Apabila perusahaan memiliki kepemilikan manajerial yang semakin meningkat, maka dapat membantu calon pemegang saham untuk menjadi tolak ukur dalam menanam modal karena pihak manajemen dengan pemegang saham mempunyai tujuan yang sama.

2.1.4.2 Teori Agensi

Teori agensi Jensen Meckling (1976) dalam Rahayu dkk (2018: 7) berasumsi bahwa entitas terpisah dari pemiliknya. Hubungan agensi adalah kontrak antara satu atau lebih prinsipal (pemegang saham) dengan agen (manajemen perusahaan) untuk bertindak menurut kepentingan mereka termasuk termasuk mendelegasikan otoritas pengambilan keputusan kepada agen. Agen diasumsikan memaksimalkan kepentingan pribadi sehingga tidak selalu bertindak sesuai dengan keinginan prinsipal sehingga dapat menimbulkan konflik agensi. Konflik ini dikurangi melalui biaya agensi, yaitu penjumlahan dari biaya pengawasan oleh prinsipal, biaya perikatan oleh agen, dan kerugian residual. Kerugian residual adalah kerugian akibat berkurangnya kemakmuran prinsipal akibat adanya perbedaan keputusan yang dibuat agen dan yang seharusnya paling menguntungkan bagi prinsipal (Jensen dan Meckling, 1976 dalam Rahayu dkk, 2018: 7).

Menurut Hayat dkk (2018: 11) secara teoritis kebanyakan manajer keuangan setuju untuk tujuan memaksimalkan pemilik perusahaan. Tetapi dalam kenyataannya, mereka juga berkepentingan terhadap kemakmuran individu, keselamatan kerja, gaya hidup, dan keuntungan yang lain seperti kantor yang mewah, keanggotaan profesional, fasilitas telepon, mobil pribadi, dan tiket liburan yang semuanya dibebankan atas biaya perusahaan. Berbagai kepentingan tersebut membuat manajer jadi enggan untuk mengambil keputusan yang lebih berisiko. Jika mereka mempunyai persepsi risiko yang dihadapi lebih besar dibandingkan dengan kemungkinan kehilangan pekerjaan dan rusaknya reputasi

individu. Akibatnya para manajer tidak lagi berusaha untuk memaksimalkan kemakmuran pemegang saham melainkan mengambil jalan tengah dengan meminimumkan kerugian potensi dari pemilik perusahaan. Pengertian konflik antar kelompok adalah konflik yang timbul antara pemilik, karyawan, dan manajer perusahaan di mana ada kecenderungan manajer yang lebih mementingkan tujuan individu daripada tujuan perusahaan.

Rahma (2014) menyatakan cara untuk mengurangi biaya agensi, salah satunya yaitu peningkatan jumlah kepemilikan manajerial untuk mensejajarkan kepentingan manajer dan pemilik modal (Jensen *et al.*, 1976). Menurut Nursanita, dkk (2019) adanya kepemilikan manajerial akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang akan diambil oleh manajemen perusahaan. Kepemilikan saham oleh manajemen diharapkan manajer akan bertindak sesuai dengan keinginan para *principal* karena manajer akan termotivasi untuk meningkatkan kinerja yang nantinya dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Dengan adanya kepemilikan manajerial, manajer akan lebih berhati-hati dalam membuat keputusan perusahaan karena dampak dari keputusan yang diambil pihak manajemen tidak hanya untuk pemilik perusahaan, tetapi manajer pun akan menerima dampak dari keputusan yang diambilnya. Hal ini akan mendorong manajer untuk lebih bijaksana dalam membuat keputusan perusahaan. Oleh karena itu, kepemilikan manajerial dapat dijadikan alternatif untuk mengawasi manajemen agar bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik perusahaan.

2.1.4.3 Pengukuran Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan suatu keadaan di mana seorang manager perusahaan memiliki saham perusahaan atau dapat dikatakan sebagai investor perusahaan. Kepemilikan manajerial juga dapat menyeimbangkan kepentingan *principal* (pemegang saham) dan *agent* (manajer) sehingga hal tersebut diharapkan manajemen dapat membantu meningkatkan kinerja di perusahaan (Alawiyah dkk, 2022).

Untuk mengukur kepemilikan manajerial, penelitian ini menggunakan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen. Dalam penelitian Nurkhin dkk (2017: 37) diukur dengan:

$$KM = \frac{\text{Jumlah lembar saham yang dimiliki manajemen}}{\text{Total jumlah saham yang beredar}}$$

2.1.4 Nilai Perusahaan

2.1.5.1 Pengertian Nilai Perusahaan

Menurut Husnan dan Pudjiastuti (2015: 6-7) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Semakin tinggi nilai perusahaan, semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan.

Menurut Tamrin dan Maddatuang (2019: 12) nilai perusahaan merupakan capaian utama dari setiap penyelenggaraan sebuah manajemen usaha.

Menurut Brigham & Houston (2010: 8) dalam Novianto & Iramani (2015) nilai perusahaan adalah persepsi investor terhadap perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham saat ini mencerminkan penilaian investor terhadap perusahaan di masa yang akan datang. Jika perusahaan buruk

dalam pengambilan keputusan, maka hal ini akan menurunkan harga saham. Oleh karena itu, tujuan manajemen adalah mengambil keputusan yang dapat meningkatkan harga saham yang pada akhirnya akan meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan definisi di atas, dapat dikatakan bahwa nilai perusahaan adalah persepsi investor yang dikaitkan dengan harga saham. Semakin tinggi nilai perusahaan, semakin meningkatkan kemakmuran pemilik perusahaan.

2.1.5.2 Konsep Nilai dalam Nilai Perusahaan

Pada sebuah konsep usaha, nilai perusahaan merupakan nilai yang utuh dan komprehensif. Namun dibalik itu, ada nilai-nilai lain yang menjadi pendukung seperti disampaikan oleh Yuhlis dan Tarigan (2007) dalam Tamrin dan Maddatuang (2019: 15-16). Berikut beberapa konsep nilai yang kemudian menjelaskan nilai suatu perusahaan yaitu sebagai berikut:

1. Nilai Nominal

Nilai nominal adalah nilai yang tercantum secara formal dalam anggaran dasar perseroan, disebutkan secara eksplisit dalam neraca perusahaan, dan juga ditulis secara jelas dalam surat saham kolektif.

2. Nilai Pasar

Nilai pasar sering disebut kurs adalah harga yang terjadi dari proses tawar-menawar di pasar saham. Nilai ini hanya bisa ditentukan jika saham perusahaan dijual di pasar saham.

3. Nilai Intrinsik

Nilai intrinsik merupakan konsep paling abstrak karena mengacu kepada perkiraan nilai riil suatu perusahaan. Nilai perusahaan dalam konsep nilai intrinsik ini bukan sekadar harga dari sekumpulan aset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan di kemudian hari.

4. Nilai Buku

Nilai buku adalah nilai perusahaan yang dihitung dengan dasar konsep akuntansi. Secara sederhana dihitung dengan membagi selisih antara total aset dan total hutang dengan jumlah saham yang beredar.

5. Nilai Likuidasi

Nilai likuidasi adalah nilai jual seluruh aset perusahaan setelah dikurangi seluruh kewajiban yang harus dipenuhi. Nilai likuidasi dapat dihitung dengan cara yang sama dengan menghitung nilai buku, yaitu berdasarkan neraca performa yang disiapkan ketika suatu perusahaan akan dilikuidasi.

Dengan demikian nilai perusahaan merupakan sebuah akumulasi secara komprehensif di antara unsur-unsur tersebut. Nilai perusahaan dapat ditentukan oleh perbandingan hasil kinerja perusahaan yang terlihat dari laporan keuangan, yaitu ketika nilai perusahaan merupakan nilai sekarang (*present value*) dari *free cash flow* di masa mendatang pada tingkat diskonto rata-rata tertimbang biaya modal. Memaksimumkan nilai perusahaan berarti memaksimumkan kemakmuran pemegang saham melalui memaksimalkan harga saham biasa perusahaan (Tamrin dan Maddatuang, 2019: 16).

2.1.5.3 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Nilai Perusahaan

Dalam Wahyuni dkk (2013) faktor-faktor yang mempengaruhi nilai perusahaan adalah sebagai berikut:

1. Keputusan Investasi

Jika investasi perusahaan bagus maka akan berpengaruh pada kinerja perusahaan, hal tersebut akan direspon positif oleh investor dengan membeli saham perusahaan sehingga harga saham naik.

2. Keputusan Pendanaan

Perusahaan yang porsi hutangnya tinggi, mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut mampu dalam membayar kewajiban-kewajibannya di masa mendatang sehingga akan mengurangi ketidakpastian investor terhadap kemampuan perusahaan dalam memberikan pengembalian atas modal yang telah disetorkan. Kepercayaan investor ini ditunjukkan melalui pembelian saham perusahaan yang nantinya akan meningkatkan nilai perusahaan.

3. Kebijakan Dividen

Pembayaran dividen akan meningkatkan apresiasi pasar terhadap saham perusahaan yang membagikan dividen tersebut, demikian pembayaran dividen berimplikasi positif terhadap nilai perusahaan.

4. Ukuran Perusahaan

Semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin besar keyakinan investor akan kemampuan perusahaan dalam memberikan tingkat pengembalian investasi.

5. Profitabilitas

Profitabilitas yang tinggi mencerminkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan yang tinggi bagi para pemegang saham. Sehingga dengan rasio profitabilitas yang tinggi, maka akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya di perusahaan.

6. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial menggambarkan persentase besarnya kepemilikan saham oleh pihak manajemen. Pihak manajerial adalah pihak yang secara aktif berperan dalam mengambil keputusan guna menjalankan perusahaan. Masalah keagenan terjadi apabila pihak manajer tidak memiliki saham mayoritas perusahaan, sehingga manajer cenderung bertindak untuk kepentingannya sendiri dan tidak memaksimalkan nilai perusahaan dalam keputusan pendanaan. Oleh karena itu, kepemilikan manajerial akan mendorong manajemen untuk meningkatkan nilai perusahaan.

7. Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional memiliki peranan penting untuk memonitor manajer dalam mengelola perusahaan. Semakin tinggi persentase kepemilikan saham oleh institusi, semakin efisien fungsi monitoring terhadap manajemen dalam pemanfaatan aset perusahaan, serta pencegahan pemborosan oleh manajemen.

2.1.5.4 Pengukuran Nilai Perusahaan

Menurut Sukamulja (2019: 103-106) rasio nilai pasar adalah rasio yang digunakan untuk membandingkan nilai perusahaan di mata para investor (nilai

pasar) dengan nilai perusahaan yang tercatat dalam laporan keuangan. Adapun jenis-jenis pengukuran rasio ini menurut Sukamulja adalah sebagai berikut:

1. *Earning Per Share*

Rasio EPS mengukur seberapa besar laba bersih perusahaan yang terkandung dalam satu lembar saham beredar. EPS merupakan rasio yang digunakan investor dalam menilai seberapa *profitable* perusahaan.

$$\text{Earning Per Share} = \frac{\text{Laba bersih}}{\text{Saham beredar}}$$

(Sukamulja, 2019)

2. *Price Earning Ratio*

Price earning ratio menjelaskan valuasi harga per lembar saham dibandingkan dengan laba per lembar saham, semakin tinggi nilai PER, maka semakin mahal harga per lembar saham, begitu pula sebaliknya. PER juga mencerminkan perkembangan (*growth*) saham tersebut. Untuk PER tinggi, harga saham perusahaan makin mahal, tetapi *growth* perusahaan makin tinggi pula.

$$\text{Price earning ratio} = \frac{\text{Harga per saham}}{\text{Laba per saham}}$$

(Sukamulja, 2019)

3. *Market to Book Ratio/Price to Book Value*

Market to book ratio/price to book value merupakan rasio yang penting dalam menghitung nilai suatu perusahaan. Rasio ini menjelaskan valuasi harga per lembar saham dibandingkan dengan nilai buku per saham. Semakin tinggi nilai PBV, maka semakin mahal harga per lembar saham, begitu pula

sebaliknya. Semakin mahal harga saham menunjukkan bahwa semakin tinggi penilaian investor terhadap kinerja perusahaan. Nilai PBV lebih dari 1 menunjukkan nilai pasar perusahaan lebih tinggi dari nilai buku yang tercatat dalam laporan keuangan.

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

(Sukamulja, 2019)

4. *Tobin's Q*

Rasio *Tobin's Q* dibuat oleh James Tobin sebagai perbaikan atas rasio nilai pasar dan nilai buku (*market to book value*). *Tobin's Q* dianggap lebih baik dari rasio MBV karena memasukkan nilai utang perusahaan (*debt*) dalam menghitung nilai pasar dan nilai buku perusahaan, berbeda dengan MBV yang hanya menghitung total ekuitas sebagai nilai buku perusahaan. Nilai pasar perusahaan secara total dihitung dengan cara menambah nilai pasar ekuitas dan hutang perusahaan. Nilai pasar ekuitas dihitung dengan mengalikan harga penutupan saham dengan jumlah lembar saham beredar. Perhitungan biaya pengganti aset (*replacement cost of assets*) merupakan penjumlahan antara total ekuitas dan total liabilitas perusahaan. Perusahaan dengan *growth* yang tinggi akan memiliki rasio *Tobin's Q* yang tinggi karena perusahaan membutuhkan biaya eksternal yang tinggi pula.

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Total nilai pasar}}{\text{Biaya pengganti aset}} \quad \text{atau} \quad \text{Tobin's Q} = \frac{\text{MVE} + \text{D}}{\text{TA}}$$

(Sukamulja, 2019)

Keterangan:

Q : Nilai Perusahaan

MVE : Nilai Pasar Ekuitas (Harga Saham x Jumlah Saham yang Beredar)

D (*debt*) : (Total Hutang + Persediaan) – Aset Lancar

TA : Total Aset

2.1.5 Penelitian Terdahulu

Penelitian ini dilakukan dengan merujuk pada penelitian terdahulu yang berkaitan dengan topik bersangkutan, dapat dilihat pada Tabel 2.1 sebagai berikut:

Tabel 2. 1
Persamaan dan Perbedaan Penelitian Terdahulu dengan Rencana Penelitian Penulis

No (1)	Peneliti, Tahun, Tempat Penelitian (2)	Persamaan Penelitian (3)	Perbedaan Penelitian (4)	Hasil Penelitian (5)	Sumber Referensi (6)
1	Gracia Enji Leptasari dan Endang Dwi Retnani (2021) “Pengaruh Kebijakan Dividen, Struktur Modal, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan” Tempat: perusahaan farmasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2018.	Variabel penelitian: Variabel independen: • Kebijakan Dividen • Struktur Modal Variabel dependen: • Nilai Perusahaan	Variabel penelitian: Variabel independen: • Profitabilitas • Alat: Regresi Linear Berganda	Hasil menunjukkan bahwa Kebijakan Dividen berpengaruh negatif terhadap Nilai Perusahaan. Struktur Modal berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.	Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi Vol. 10, No. 6, 2021 eISSN 2460-0585
2	Tutik Alawiyah, Kartika Hendra Titisari, dan yuli Chomsatu (2022) “Pengaruh Kinerja Keuangan, Kebijakan Dividen, dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan” Tempat: perusahaan sub sektor barang konsumsi yang terdaftar di BEI periode 2016-2020.	Variabel penelitian: Variabel independen: • Kebijakan Dividen • Kepemilikan Manajerial Variabel dependen: • Nilai Perusahaan	Variabel penelitian: Variabel independen: • Kinerja Keuangan • Alat: Regresi Linear Berganda	Hasil menunjukkan bahwa Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan. Kebijakan Dividen tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.	Owner: Riset & Jurnal Akuntansi Vol. 6, No. 1, 2022 e-ISSN 2548-9224 p-ISSN 2548-7507
3	Sri Ayem dan Ragil Nugroho (2016)	Variabel penelitian:	Variabel penelitian:	Hasil menunjukkan bahwa Struktur	Jurnal Akuntansi

	<p>“Pengaruh Profitabilitas, Struktur Modal, Kebijakan Dividen, dan Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan”</p> <p>Tempat: perusahaan manufaktur yang <i>go public</i> di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014.</p>	<p>Variabel independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Struktur Modal • Kebijakan Dividen <p>Variabel dependen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nilai Perusahaan 	<p>Variabel independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Profitabilitas • Keputusan Investasi <p>• Alat: Analisis Regresi Linear Berganda</p>	<p>Modal tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.</p> <p>Kebijakan Dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.</p>	<p>Vol. 4, No. 1, 2016</p>
4	<p>Aprilia Anita dan Arief Yulianto (2016)</p> <p>“Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan”</p> <p>Tempat: perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama Tahun 2010-2013.</p>	<p>Variabel penelitian:</p> <p>Variabel independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kepemilikan Manajerial • Kebijakan Dividen <p>Variabel dependen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nilai Perusahaan 	<p>• Alat: Analisis Regresi Berganda</p>	<p>Hasil menunjukkan bahwa Kepemilikan Manajerial berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan</p> <p>Kebijakan Dividen tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.</p>	<p><i>Managemen t Analysis Journal</i> Vol. 5, No. 1, 2016. ISSN 2252-6765</p>
5	<p>Isabella Permata Dhani dan A. A Gde Satia Utama (2017)</p> <p>“Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Struktur Modal, dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan”</p> <p>Tempat: perusahaan manufaktur <i>sector industry</i> barang konsumsi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2015.</p>	<p>Variabel penelitian:</p> <p>Variabel independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Struktur Modal <p>Variabel dependen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nilai Perusahaan 	<p>Variabel penelitian:</p> <p>Variabel independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Pertumbuhan Perusahaan dan Profitabilitas <p>• Alat: Analisis Regresi Linier Berganda.</p>	<p>Hasil menunjukkan bahwa Struktur Modal tidak berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.</p>	<p>Jurnal Riset Akuntansi dan Bisnis Airlangga Vol. 2, No. 1, 2017: 135-148. ISSN 2548-1401 (<i>Print</i>) ISSN 2548-4346 (<i>Online</i>)</p>
6	<p>Cut Sarah Syahirah dan Maya Febrianty Lantania (2016)</p> <p>“Pengaruh <i>Market Value Added</i>, <i>Economic Value Added</i>, Kebijakan Dividen, dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2014”</p>	<p>Variabel penelitian:</p> <p>Variabel independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kebijakan Dividen • Kepemilikan Manajerial <p>Variabel dependen:</p>	<p>Variabel penelitian:</p> <p>Variabel independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Market Value Added</i> • <i>Economic Value Added</i> <p>• Alat: Analisis Regresi Linear</p>	<p>Hasil menunjukkan bahwa MVA, EVA, Kebijakan Dividen, dan Kepemilikan Manajerial secara bersama-sama berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan</p> <p>Kebijakan</p>	<p>Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Akuntansi (JIMEKA) Vol. 1, No. 1, 2016: 1-12.</p>

	Tempat: perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2010-2014.	• Nilai Perusahaan	Berganda.	Dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan	
				Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.	
7	Katarina Lusi, Vinus Maulina, dan Rita Indah Mustikowati (2019) “Pengaruh Kepemilikan Manajerial, <i>Leverage</i> , dan Kualitas Laba Terhadap Nilai Perusahaan” Tempat: perusahaan sub sektor industri dasar dan kimia yang terdaftar di BEI periode 2017-2018.	Variabel penelitian: Variabel independen: • Kepemilikan Manajerial Variabel dependen: • Nilai Perusahaan	Variabel penelitian: Variabel independen: • <i>Leverage</i> • Kualitas Laba • Alat: Analisis Regresi Linier Berganda.	Hasil menunjukkan bahwa Kepemilikan Manajerial mempengaruhi Nilai Perusahaan.	Jurnal Riset Mahasiswa Manajemen Vol. 2, No. 2, 2019.
8	I Made Pradnya Susila dan Gine Das Prena (2019) “Pengaruh Keputusan Pendanaan, Kebijakan Dividen, Profitabilitas dan Corporate Social Responsibility Terhadap Nilai Perusahaan” Tempat: perusahaan Makanan dan Minuman yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2016-2017.	Variabel penelitian: Variabel independen: • Kebijakan Dividen Variabel dependen: • Nilai Perusahaan	Variabel penelitian: Variabel independen: • Keputusan Pendanaan • Profitabilitas • <i>Corporate Social Responsibility</i> • Alat: Analisis Regresi Linear Berganda.	Hasil menunjukkan bahwa Kebijakan Dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.	Jurnal Akuntansi Vol. 6, No. 1, 2019 p-ISSN 2339-2436 e-ISSN 2549-5968
9	Ni Kadek Rai Prastuti dan I Gede Merta Sudiarta (2016) “Pengaruh Struktur Modal, Kebijakan Dividen, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Manufaktur” Tempat: perusahaan Manufaktur yang terdaftar	Variabel penelitian: Variabel independen: • Struktur Modal • Kebijakan Dividen Variabel dependen:	Variabel penelitian: Variabel independen: • Ukuran Perusahaan • Alat: Analisis Regresi Linear Berganda.	Hasil menunjukkan bahwa Struktur Modal berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan Kebijakan Dividen memiliki pengaruh positif	E-Jurnal Manajemen Unud Vol. 5, No. 3, 2016: 1572-1598 ISSN 2302-8912

	di Bursa Efek Tahun 2011-2013.	• Nilai Perusahaan		dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan.	
10	Andi Novianto dan Rr. Iramani (2015) “Pengaruh Keputusan Keuangan, Struktur Keuangan, dan Tingkat Suku Bunga Terhadap Nilai Perusahaan Property dan Real Estate yang Go Public” Tempat: perusahaan Property dan Real Estate Tahun 2009-2013.	Variabel penelitian: Variabel independen: • Kebijakan Dividen • Persentase Kepemilikan Saham Manajerial Variabel dependen: • Nilai Perusahaan	Variabel penelitian: Variabel independen: • Keputusan Investasi • Keputusan Pendanaan • <i>Persentase</i> Kepemilikan Saham Institusional • Sensitivitas Suku Bunga • Alat: Analisis Regresi Linear Berganda	Hasil menunjukkan bahwa Kebijakan Dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap Nilai Perusahaan. Sedangkan Kepemilikan Manajerial berpengaruh tidak signifikan dan negatif terhadap Nilai Perusahaan.	<i>Journal of Business and Banking</i> Vol. 5, No. 1, 2015: 65-82. ISSN 2088-7841
11	Ni Putu Wida P. D dan I Wayan Suartana (2014) “Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Nilai Perusahaan” Tempat: perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2013.	Variabel penelitian: Variabel independen: • Kepemilikan Manajerial Variabel dependen: • Nilai Perusahaan	Variabel penelitian: Variabel independen: • Kepemilikan Institusional • Alat: Analisis Regresi Berganda	Hasil menunjukkan bahwa Kepemilikan Manajerial tidak berpengaruh pada Nilai Perusahaan.	E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana Vol. 9, No. 3, 2014: 575-590 ISSN 2302-8556
12	Heven Manoppo dan Fitty Valdi Arie (2016) “Pengaruh Struktur Modal, Ukuran Perusahaan dan Profitabilitas Terhadap Nilai Perusahaan Otomotif yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2014” Tempat: perusahaan Otomotif yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2011-2014.	Variabel penelitian: Variabel independen: • Struktur Modal Variabel dependen: • Nilai Perusahaan	Variabel penelitian: Variabel independen: • Ukuran Perusahaan • Profitabilitas. • Alat: Analisis Regresi Linear Berganda.	Hasil menunjukkan bahwa Struktur Modal, Ukuran Perusahaan, dan Profitabilitas berpengaruh secara bersama terhadap Nilai Perusahaan Struktur Modal berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.	Jurnal EMBA Vol. 4, No. 2, 2016 ISSN 2303-1174
13	Gilang Ramadhan Fajri dan Dwi Asih Surjandari (2016)	Variabel penelitian:	Variabel penelitian:	Hasil menunjukkan bahwa <i>Capital</i>	<i>The Accounting Journal of</i>

	<p>“The Influence of Profitability Ratios Capital Structure and Shareholding Structure Against on Value Company (Empirical Study of Coal Mining Companies Listed on the Stock Exchange of Indonesian Year 2011-2013)”</p> <p>Tempat: <i>Coal Mining companies listed on the Stock Exchange of Indonesian year 2011-2013.</i></p>	<p>Variabel independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Capital Structure</i> • <i>Managerial Ownership</i> <p>Variabel dependen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Value Company</i> 	<p>Variabel independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Profitability • <i>Institutional Ownership</i> <p>• Alat: Analisis Regresi Linear Berganda</p>	<p><i>Structure has a positive effect on the Value Company.</i></p> <p><i>Managerial Ownership negatively affect on the Value Company.</i></p>	<p><i>BINANIAG A</i> Vol. 01, No. 02, 2016</p>
14	<p>Alfiarti Rahma (2014)</p> <p>“Pengaruh Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Keputusan Pendanaan dan Nilai Perusahaan (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2012)”</p> <p>Tempat: perusahaan Manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2012.</p>	<p>Variabel penelitian:</p> <p>Variabel independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kepemilikan Manajerial <p>Variabel dependen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nilai Perusahaan 	<p>Variabel penelitian:</p> <p>Variabel independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Kepemilikan Institusional • Ukuran Perusahaan <p>Variabel dependen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Keputusan Pendanaan <p>• Alat: Analisis Regresi Berganda</p> <p>• Alat: untuk melihat adanya pengaruh mediasi dideteksi menggunakan Uji Sobel.</p>	<p>Hasil menunjukkan bahwa Kepemilikan Manajerial berpengaruh negatif signifikan terhadap Nilai Perusahaan (<i>Price to Book Value</i>).</p>	<p>Jurnal Bisnis STRATEGI Vol. 23, No. 2, 2014</p>
15	<p>Panji Putranto dan Elan Kurniawan (2018)</p> <p>“Effect of Managerial Ownership and Profitability on Firm Value (Empirical Study on Food and Beverage Industrial Sector Company 2012 to 2015)”</p>	<p>Variabel penelitian:</p> <p>Variabel independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Managerial Ownership</i> <p>Variabel dependen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Firm Value</i> 	<p>Variabel penelitian:</p> <p>Variabel independen:</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Profitability</i> <p>• Alat Analisis: <i>Multiple Linear Regression.</i></p>	<p>Hasil menunjukkan bahwa <i>managerial ownership has a positive and significant impact on value.</i></p>	<p><i>European Journal of Business and Management</i> Vol. 10, No. 25, 2018 ISSN 2222-1905 (paper)</p>

	Tempat: <i>food and beverage industry companies listing on the Indonesia Stock Exchange period from 2012 to 2015.</i>				ISSN 2222 2839 (online).
16	Aang Munawar (2018) “The Effect of Leverage, Dividend Policy, Effectiveness, and Firm Size on Firm Value in Plantation Companies Listed on IDX” Tempat: <i>Plantations companies that have listed on IDX from the year 2009-2014.</i>	Variabel penelitian: Variabel independen: • <i>Dividend Policy</i> Variabel dependen: • <i>Firm Value</i>	Variabel penelitian: Variabel independen: • <i>Leverage</i> • <i>Effectiveness</i> • <i>Firm Size</i> • Alat Analisis: <i>testing the classical assumptions and testing the regression model.</i>	Hasil menunjukkan bahwa <i>Dividend Policy has no effect on firm value</i> <i>Simultaneously leverage, dividend policy, effectiveness, efficiency, and firm size have significant effect on firm value.</i>	<i>International Journal of Science and Research (IJSR)</i> Vol. 8, Issue 10 ISSN 2319 7064
17	I Gusti A. Arya Jayaningrat, Made Arie Wahyuni, dan Edy Sujana (2017) “Pengaruh Leverage, Profitabilitas, Likuiditas, Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, dan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan Pada Real Estate di Bursa Efek Indonesia Tahun 2013-2015” Tempat: <i>Perusahaan sektor property dan real estate di BEI tahun 2013-2015.</i>	Variabel penelitian: Variabel independen: • <i>Kebijakan Dividen</i> • <i>Kepemilikan Manajerial</i> Variabel dependen: • <i>Nilai Perusahaan</i>	Variabel penelitian: Variabel independen: • <i>Leverage</i> • <i>Profitabilitas</i> • <i>Likuiditas</i> • <i>Kepemilikan Institusional</i> • Alat: <i>Analisis Regresi Linear Berganda</i>	Hasil menunjukkan bahwa secara parsial <i>Leverage, Profitabilitas, Likuiditas, Kebijakan Dividen, Kepemilikan Manajerial, dan Kepemilikan Institusional</i> berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.	<i>E-Journal Akuntansi Universitas Pendidikan Ganesha</i> Vol. 7, No. 1, 2017
18	Ridwan Tabe, S. L. V. Joyce Lopian, Sri Murni, dan Joubert B. Maramis (2022). “ <i>The Effect of Firm Size, Investment Opportunity Set, and Capital Structure on Firm Value</i> ” Tempat: <i>banking industry companies on the Indonesia Stock Exchange for 10 years, the period</i>	Variabel penelitian: Variabel independen: • <i>Capital Structure</i> Variabel dependen: • <i>Firm Value.</i>	Variabel penelitian: Variabel independen: • <i>Firm Size</i> • <i>Investment Opportunity.</i> • Alat: <i>library research and analyzed using AMOS</i>	Hasil menunjukkan bahwa <i>Capital Structure has no effect on Firm Value.</i>	<i>The Seybold Report</i> ISSN 1533-9211

	2010-2019.		(Analyzed of Moment Structure) software.		
19	Nur Endah Fajar Hidayah dan Rahmawati (2019) “The Effect of Capital Structure, Profitability, Institutional Ownership, and Liquidity on Firm Value” Tempat: retail companies that record the sale of their shares on the Indonesia Stock Exchange from 2011-2017.	Variabel penelitian: Variabel independen: • Capital Structure Variabel dependen: • Firm Value.	Variabel penelitian: Variabel independen: • Profitability • Institutional Ownership • Liquidity • Alat: multiple regression analysis.	Hasil menunjukkan bahwa Capital Structure variable doesn't affect on the value of the company.	Indonesian Journal of Contemporary Management Research Vol. 1, No. 1, 2019 ISSN: 2655-3112
20	Shinta Wijayaningsih dan Agung Yulianto (2021) “The Effect of Capital Structure, Firm Size, and Profitability on Firm Value with Investment Decisions as Modetaring” Tempat: manufacturing companies in the various industrial sectors listed on the Indonesia Stock Exchange in 2016-2019.	Variabel penelitian: Variabel independen: • Capital Structure Variabel dependen: • Firm Value	Variabel penelitian: Variabel independen: • Firm Size • Profitability Variabel moderator: • Investment Decisions • Alat: moderated regression analysis (MRA) test.	Hasil menunjukkan bahwa Capital Structure doesn't affect on Firm Value where the result of this study isn't in line with agency theory and signal theory.	Accounting Analysis Journal Vol. 10, No. 3, 2021 p-ISSN 2252-6765 e-ISSN 2502-6216.
Nida Aliifatun (2023) Pengaruh Kebijakan Dividen, Struktur Modal, dan Kepemilikan Manajerial Terhadap Nilai Perusahaan (Survei pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2016-2021)					

2.2 Kerangka Pemikiran

Kebijakan dividen menurut Tamrin & Maddatuang (2019: 24) merupakan suatu keputusan untuk menginvestasikan kembali laba yang diperoleh dari hasil operasi perusahaan atau untuk membagikannya kepada pemegang saham (investor). Kebijakan dividen diduga dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan

dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa yang akan datang.

Dalam penelitian ini kebijakan dividen diukur dengan menggunakan *Dividend Payout Ratio* (DPR). Hubungan antara kebijakan dividen dengan DPR yaitu bahwa DPR merupakan bagian dari kebijakan dividen, di mana kebijakan dividen diukur dengan menggunakan rasio pembayaran dividen yaitu DPR. Rasio DPR diukur dengan cara membagi besarnya dividen per lembar saham dengan laba bersih per lembar saham. rasio pembayaran dividen digunakan dalam berbagai situasi. Hal ini didukung oleh Gumanti (2013, 22-23) bahwa rasio pembayaran dividen digunakan dalam berbagai situasi. Misalnya, rasio tersebut digunakan dalam penilaian sebagai suatu cara untuk menduga besarnya dividen di tahun mendatang karena kebanyakan analis menggunakan pertumbuhan dalam laba daripada dividen.

Pembagian dividen yang tinggi kepada pemegang saham, diharapkan nilai perusahaan juga akan meningkat. Sebaliknya, perusahaan tidak menghendaki adanya pembagian dividen yang tinggi kepada pemegang saham. Hal ini dikarenakan, semakin tinggi jumlah dividen yang akan dibagikan kepada pemegang saham, maka semakin rendah dana yang berada dalam pengelolaan manajemen. Kebijakan dividen dapat dihubungkan dengan nilai perusahaan. Menurut Weston & Brigham (2005) dalam Anita & Yulianto (2016) pengertian kebijakan dividen yang optimal (*optimal dividend policy*) adalah kebijakan dividen yang menciptakan keseimbangan di antara dividen saat ini dan

pertumbuhan di masa mendatang, sehingga memaksimalkan harga saham perusahaan.

Berdasarkan *bird in the hand theory* dalam Gumanti (2013: 52), dividen lebih disukai daripada laba ditahan karena laba ditahan tidak mengandung unsur material sebagai dividen mendatang, yang berarti tidak ada imbal hasil atas saham yang dimiliki. Brigham & Houston (2010: 213) dalam Novianto & Iramani (2013) *bird in the hand theory* oleh Myron Gordon dan John Lintner ini menyatakan bahwa nilai suatu perusahaan akan meningkat jika pembayaran dividen tinggi. Dividen yang dibagikan sifatnya lebih pasti dibanding dengan *capital gain*, mengingat peningkatan harga saham akibat pertumbuhan perusahaan masih belum pasti.

Adanya pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Leptasari & Retnani (2021), Ayem & Nugroho (2016), Syahira & Lantania (2016), Susila & Prena (2019), Prastuti & Sudiarta (2016), Novianto & Iramani (2015), serta Jayaningrat dkk (2017) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil tersebut menunjukkan bahwa pembagian dividen yang meningkat, maka taraf kemakmuran investor berhasil ditingkatkan. Hasil ini juga sesuai dengan *bird in the hand theory* yang dikemukakan oleh Gordon dan dan Litner. Teori ini menyatakan bahwa pembagian dividen secara tunai akan meningkatkan nilai perusahaan karena investor cenderung menyukai dividen yang sifatnya pasti dibanding dengan *capital gain* yang masih belum pasti.

Berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Alawiyah dkk (2022), Anita & Yulianto (2016), dan Munawar (2018) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Tinggi rendahnya dividen yang dibagi kepada pemegang saham tidak berkaitan dengan tinggi rendahnya nilai perusahaan. Hasil ini konsisten dengan *dividend irrelevance theory* oleh Modigliani (1961) yang menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan dikarenakan pemegang saham hanya ingin mengambil keuntungan dengan jangka waktu pendek dengan cara memperoleh *capital gain*. Para investor menganggap bahwa pendapatan dividen yang kecil saat ini tidak lebih menguntungkan dibandingkan dengan *capital gain* di masa depan.

Selain kebijakan dividen, struktur modal diduga dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Perusahaan yang telah mengalami pertumbuhan yang pesat, kebutuhan modal juga meningkat sejalan dengan tingkat pertumbuhan. Kebutuhan modal pada dasarnya diperoleh dari dua sumber, yaitu sumber modal internal dan sumber modal eksternal. Apabila sumber modal dari internal sudah tidak mampu mencukupi kebutuhan dana, maka kebutuhan modal harus dipenuhi dari sumber modal eksternal. Sumber modal eksternal dapat diperoleh dari pinjaman atau hutang dari pihak ketiga. Berbeda dengan sumber modal dari internal yang berasal dari laba ditahan atau dari pemegang saham. Oleh karena itu perusahaan harus berusaha untuk menjaga keseimbangan yang optimum antara kedua sumber modal tersebut (Suripto, 2015: 7).

Struktur modal diduga dapat mempengaruhi nilai perusahaan terutama dalam penggunaan hutang perusahaan. Berdasarkan *trade-off theory* dalam Husnan & Pudjiastuti (2015: 282-283) menjelaskan bahwa penggunaan hutang tidak hanya memberikan manfaat, tetapi juga ada pengorbanan (*costs*)-nya. Manfaat dari penggunaan hutang berasal dari penghematan pajak karena *tax deductibility of interest payment* (pembayaran bunga bisa dipakai untuk mengurangi beban pajak). Tetapi dalam keadaan pasar modal tidak sempurna muncul biaya kebangkrutan. Kemungkinan terjadinya kebangkrutan akan semakin besar apabila perusahaan menggunakan hutang yang makin besar. Semakin besar kemungkinan terjadi kebangkrutan, dan semakin besar biaya kebangkrutan, semakin enggan perusahaan menggunakan hutang yang banyak. Dengan demikian perusahaan perlu menyeimbangkan penggunaan hutang karena penggunaan hutang mempunyai *benefits* dan *costs*-nya. Disebut juga sebagai *trade-off theory* karena penggunaan hutang mempunyai keuntungan dan kerugiannya.

Menurut Prastuti & Sudiartha (2016) teori struktur modal menyebutkan bahwa struktur modal berada di atas target optimal, ketika terjadi penambahan hutang, menyebabkan nilai perusahaan menurun. Dalam *trade-off theory* (diasumsikan titik target dari struktur modal belum optimal) nilai perusahaan akan meningkat ketika rasio hutang pada struktur modal ditingkatkan. Perusahaan akan meningkatkan hutang sampai pada tingkat hutang tertentu, di mana biaya keagenan menyebabkan suatu perusahaan kredibilitasnya akan menurun. Penurunan kredibilitas perusahaan terjadi karena adanya pengurangan pajak dari penambahan biaya hutang atau biaya kesulitan keuangan.

Menurut Sudana (2015) dalam Umdiana, dkk (2021) keputusan perusahaan dalam menggunakan hutang didasarkan atas keseimbangan penghematan pajak dan biaya kesulitan dalam keuangan. *Trade-off theory* menyatakan bahwa perusahaan menukarkan manfaat pajak dari keuntungan pendanaan melalui hutang dengan tingkat suku bunga dan biaya kebangkrutan yang lebih tinggi. Adanya pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan didukung oleh *trade-off theory*, di mana meningkatnya rasio hutang pada struktur modal akan meningkatkan nilai perusahaan. Dengan demikian, struktur modal dapat mempengaruhi nilai perusahaan.

Struktur modal dalam penelitian ini menggunakan pengukuran *debt to equity ratio* (DER) yang merupakan perbandingan antara total hutang yang dimiliki perusahaan dengan total ekuitas perusahaan (Robert, 1997 dalam Dhani & Utama, 2017). DER menggambarkan perbandingan antara hutang dan ekuitas, informasi ini menunjukkan apakah suatu perusahaan dibiayai terutama oleh hutang atau ekuitas. Semakin tinggi DER, semakin tinggi pula risiko keuangan perusahaan yang dapat menurunkan harga saham di pasar modal dan mengakibatkan nilai perusahaan menjadi turun. Apabila perusahaan mempunyai proporsi hutang yang tinggi, suku bunga akan naik, sehingga sulit bagi perusahaan untuk menutup beban bunga. Jika perusahaan gagal membayar beban bunga yang tinggi akan memungkinkan perusahaan bangkrut dan dilikuidasi.

Adanya pengaruh struktur modal terhadap nilai perusahaan sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Leptasari & Retnani (2021), Prastuti & Sudiarta (2016), Manoppo & Arie (2016), serta Fajri & Surjandari (2016) yang

menyatakan bahwa struktur modal berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Meningkatkan hutang (DER) akan meningkatkan nilai perusahaan. Temuan ini juga sekaligus mendukung teori struktur modal yang menyatakan bahwa sepanjang perusahaan mampu menyeimbangkan manfaat dan biaya yang ditimbulkan akibat hutang tidak menjadi masalah. Dalam *trade-off theory* (dengan asumsi titik target struktur modal yang belum optimal) nilai perusahaan akan meningkat ketika rasio hutang pada struktur modal ditingkatkan.

Berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Ayem & Nugroho (2016), Dhani & Utama (2017), Tabe *et al.* (2022), Hidayah & Rahmawati (2019), serta Nijayaningsih & Yulianto (2021) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini menunjukkan perusahaan lebih menyukai modal sendiri dalam berinvestasi dibanding dengan hutang, dengan menerbitkan saham-saham baru, yang diyakini manajemen lebih efisien.

Kepemilikan manajerial diduga pula dapat mempengaruhi nilai perusahaan. Menurut Lusi dkk (2019) kepemilikan manajerial merupakan tingkat kepemilikan saham pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). Kepemilikan saham yang besar dari segi nilai ekonomisnya memiliki insentif menyelaraskan kepentingan manajemen dan *principal*. Kepemilikan manajerial juga dapat dikatakan sebagai situasi di mana manajer sekaligus sebagai pemegang saham perusahaan yang ditunjukkan dengan persentase kepemilikan saham oleh manajer.

Kepemilikan manajerial dalam penelitian ini diukur dari besarnya proporsi saham yang dimiliki manajemen pada akhir tahun yang disajikan dalam bentuk persentase (Anita & Yulianto, 2016).

Manajer diharapkan dapat meningkatkan nilai perusahaan melalui peningkatan kemakmuran pemilik atau pemilik saham. Namun, seringkali terjadi konflik antara manajer sebagai pihak perusahaan atau agen dengan pemegang saham tentang keputusan-keputusan yang menyangkut kesejahteraan pemegang saham. Pertentangan tersebut terjadi disebabkan oleh adanya perbedaan kepentingan antara kedua belah pihak serta terikat dalam suatu perjanjian yang disebut dengan masalah keagenan. *Agency problem* tersebut akan menyebabkan tidak tercapainya tujuan perusahaan, yaitu meningkatkan nilai perusahaan dengan cara memaksimalkan kekayaan pemegang saham (Anita & Yulianto, 2016).

Pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan didukung *agency theory* yang dikemukakan oleh Jensen dan Meckling (1976), yaitu peningkatan kepemilikan saham manajemen dapat menurunkan adanya *agency cost* dalam perspektif teori keagenan, karena dengan kepemilikan saham manajerial dapat membantu penyatuan kepentingan antara manajer dan pemegang saham. Hal ini akan mensejajarkan antara kepentingan manajer dan pemegang saham (Jyaningrat dkk, 2017). Semakin bertambahnya saham yang dimiliki manajer melalui kepemilikan manajerial akan memotivasi kinerja manajemen karena mereka merasa memiliki wewenang dalam perusahaan, baik dalam pengambilan keputusan dan bertanggung jawab terhadap keputusan yang diambil karena ikut berperan sebagai pemegang saham perusahaan, sehingga kinerja

manajemen semakin baik dan berpengaruh pada peningkatan nilai perusahaan (Syahirah & Lantania, 2016).

Adanya pengaruh kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Alawiyah dkk (2022), Anita & Yulianto (2016), Syahirah & Lantania (2016), Lusi dkk (2019), Putranto & Kurniawan (2018), serta Jayaningrat dkk (2017) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal ini dapat diartikan bahwa semakin tinggi kepemilikan manajerial, maka nilai perusahaan juga akan semakin meningkat karena perusahaan mampu menghasilkan nilai tambahan sebagai keunggulan kompetif dalam bersaing dengan perusahaan lainnya sehingga meningkatkan nilai perusahaan.

Berbanding terbalik dengan penelitian yang dilakukan oleh Novianto & Iramani (2015), Wida & Suartana (2014), Fajri & Surjandari (2016), serta Rahma (2014) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada nilai perusahaan. Peningkatan jumlah kepemilikan manajerial tidak mampu mengurangi konflik agensi yang timbul akibat hubungan keagenan. Jumlah kepemilikan manajerial yang besar tidak mampu mensejajarkan kepentingan manajemen dan pemegang saham, sehingga tujuan perusahaan dalam mencapai nilai perusahaan yang tinggi tidak dapat tercapai. Di mana para manajer memiliki kepentingan pribadi yang cenderung dipenuhinya dibandingkan pencapaian tujuan perusahaan.

Didirikan sebuah perusahaan tentunya memiliki tujuan, salah satunya yaitu meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan merupakan harga yang dapat

dibayar oleh calon pembeli atau investor jika perusahaan tersebut diperjualbelikan. Semakin tinggi suatu nilai perusahaan, maka diikuti dengan semakin besar kemakmuran yang akan diterima oleh pemilik perusahaan. Bagi perusahaan yang menerbitkan saham di pasar modal, harga saham yang diperjualbelikan di bursa merupakan indikator nilai perusahaan. (Husnan dan Pudjiastuti, 2015: 6-7).

Penelitian ini meneliti nilai perusahaan dengan pendekatan harga saham dengan menggunakan rasio Tobin's Q. Alasan memilih rasio Tobin's Q digunakan karena rasio ini memberikan informasi lebih akurat dibandingkan dengan PBV. Rasio Tobin's Q memasukkan unsur-unsur kewajiban dan total aset dalam perhitungannya. Dalam perhitungannya tidak hanya menghitung nilai pasar ekuitas tetapi juga menunjukkan estimasi pasar keuangan saat ini tentang hasil pengembalian dari setiap nilai investasi.

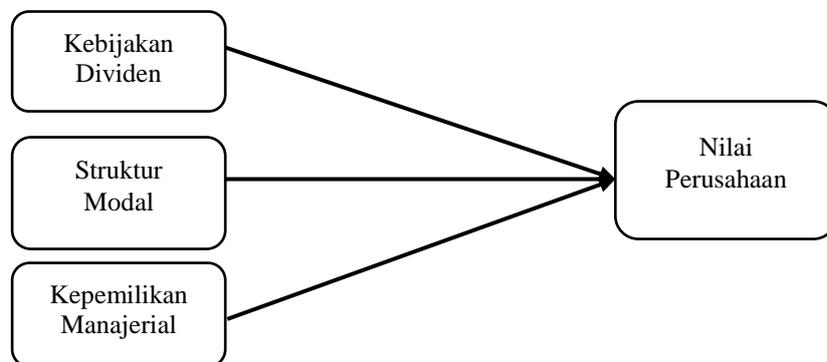
Menurut Smithers dan Wright (2008) dalam Widiastri & Yasa (2018) keunggulan Tobin's Q adalah: (1) Tobin's Q mencerminkan aset perusahaan secara keseluruhan; (2) Tobin's Q mencerminkan sentimen pasar, misalnya analisis dilihat dari prospek perusahaan; (3) Tobin's Q mencerminkan modal intelektual perusahaan; (4) Tobin's Q dapat mengatasi masalah dalam memperkirakan tingkat keuntungan atau biaya marginal.

Perusahaan dengan nilai Q yang tinggi biasanya memiliki *brand image* perusahaan yang kuat, sedangkan perusahaan yang memiliki nilai Q yang rendah umumnya berada pada industri yang sangat kompetitif atau industri yang mulai

mengecil. Menurut Sudiyanto & Puspitasari (2010) dalam Dzahabiyya dkk (2020) menyebutkan skors dari Tobin's Q *ratio* antara lain:

1. Jika hasil Tobin's Q > 1 berarti manajemen perusahaan berhasil dalam mengelola aktiva atau aset perusahaan (*overvalued*).
2. Jika hasil Tobin's Q < 1 berarti manajemen perusahaan telah gagal dalam mengelola aktiva atau aset perusahaan (*undervalued*).
3. Jika hasil Tobin's Q $= 1$ berarti manajemen perusahaan *stagnan* dalam pengelolaan aset perusahaan (*average*).

Berdasarkan kajian teori yang telah diuraikan dan mengacu pada penelitian terdahulu, maka dapat disusun kerangka pemikiran teoritis seperti pada gambar berikut:



Gambar 2. 2
Kerangka Pemikiran

2.3 Hipotesis

Dalam buku Suharyadi & Purwanto (2016: 91), Good & Scates (1954) menyatakan bahwa hipotesis adalah sebuah dugaan atau referensi yang dirumuskan serta diterima untuk sementara yang dapat menerangkan fakta-fakta yang diamati dan digunakan sebagai petunjuk dalam pengambilan keputusan.

Sedangkan Kerlinger (1973) menyatakan bahwa hipotesis adalah pernyataan yang bersifat dugaan dari hubungan antara dua atau lebih variabel.

Berdasarkan rumusan masalah, tujuan, tinjauan teori, penelitian terdahulu, dan kerangka teoritis, maka hipotesis pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Kebijakan Dividen, Struktur Modal, Kepemilikan Manajerial secara parsial berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.
2. Kebijakan Dividen, Struktur Modal, dan Kepemilikan Manajerial secara simultan berpengaruh terhadap Nilai Perusahaan.