

BAB II

KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS

2.1 Kajian Pustaka

2.1.1 Set Peluang Investasi/*Investment Opportunity Set (IOS)*

2.1.1.1 Pengertian Set Peluang Investasi

Pengertian set kesempatan investasi (*Investment Opportunity Set*) secara konvensional adalah pembelajaran modal (*new capital expenditure*) yang dibuat untuk memperkenalkan produk baru atau memperluas produksi dari produk yang telah ada sebelumnya.

Myers dalam Smith dan Watts dalam Subekti dan Kusuma (2000), menyatakan bahwa perusahaan adalah kombinasi antara nilai aktiva riil (asset in place) dengan pilihan investasi di masa yang akan datang. Menurut Gaver dalam Subekti dan Kusuma (2000) opsi investasi masa depan tidak semata-mata hanya ditunjukkan dengan adanya proyek-proyek yang didukung oleh kegiatan riset dan pengembangan saja, tetapi juga dengan kemampuan perusahaan yang lebih dalam mengeksploitasi kesempatan mengambil keuntungan dibandingkan dengan perusahaan lain yang setara dalam suatu kelompok industrinya. Kemampuan perusahaan yang lebih tinggi ini bersifat tidak dapat diobservasi (*unobservable*).

Berdasarkan pengertian tersebut para peneliti telah mengambil Pengertian set peluang investasi (*investment opportunity set*) secara konvensional

adalah pembelajaran modal (*new capital expenditure*) yang dibuat untuk memperkenalkan produk baru atau memperluas produksi dari produk yang telah ada sebelumnya.

Kole dalam Norpratiwi (2004) menyatakan nilai investement options ini tergantung pada *discretionary expenditures* yang dikeluarkan oleh manajer di masa depan yang pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan akan menghasilkan return yang lebih besar dari biaya modal dan dapat menghasilkan keuntungan, sedangkan *assets in place* tidak memerlukan investasi semacam ini. Pilihan-pilihan dimasa yang akan datang ini kemudian dikenal dengan kesempatan investasi atau *investment opportunity set* (IOS).

Selanjutnya IOS ini dijadikan sebagai dasar untuk menentukan klasifikasi pertumbuhan perusahaan dimasa depan apakah suatu perusahaan masuk dalam klasifikasi yang tumbuh atau tidak tumbuh. Karakteristik perusahaan yang mengalami pertumbuhan dapat diukur antara lain dengan peningkatan penjualan, pembuatan produk baru atau diversifikasi produk, perluasan pasar, ekspansi atau peningkatan kapasitas, penambahan aset, mengakuisisi perusahaan lain, investasi jangka panjang, dan lain-lain.

Gaver dalam Pagalung (2000) menyatakan bahwa pilihan pertumbuhan memiliki pengertian yang fleksibel dan tidak hanya berupa proyek baru. Perusahaan yang bertumbuh tidak selalu merupakan perusahaan kecil atau aktif melakukan penelitian dan pengembangan. Perusahaan kecil seringkali menghadapi keterbatasan atau kesulitan pilihan dalam menentukan dan

menjalankan proyek baru, atau kesulitan dalam merestrukturisasi aset yang ada, sementara perusahaan besar cenderung mendominasi posisi pasar dalam industrinya (Mueller dalam Gaver dan Gaver yang dikutip oleh Nugroho dan Hartono 2002). Bahkan perusahaan besar lebih memiliki keunggulan kompetitif dalam mengeksplorasi kesempatan yang muncul.

Nilai pilihan investasi sangat tergantung pada nilai aset yang dimiliki oleh perusahaan. Kesempatan investasi tidak selalu berwujud secara fisik tetapi dapat berupa suatu kesempatan yang bersifat intangible namun memiliki peluang yang memberikan keuntungan bagi perusahaan. Sebagai contoh apabila perusahaan memiliki kesempatan untuk melakukan pembelian suatu brand nama, maka perusahaan harus dapat memanfaatkan setiap celah keunggulan dan kelemahan brand name tersebut untuk menghasilkan keuntungan yang besar di masa yang akan datang.

Smith & Watts dan Kester dalam Gaver & Gaver yang dikutip Jati (2003), menyatakan bahwa dalam membuat keputusan investasi dan employment setiap perusahaan dapat menginvestasikan dalam bentuk modal fisik dan sumber daya manusia secara khas. Investasi spesifik perusahaan tersebut mengakibatkan adanya variasi dalam set kesempatan investasi antar perusahaan yang terdiri atas variasi dalam kesempatan investasi yang prospektif serta ekspektasi distribusi hasil dari kesempatan investasi tersebut.

Perbedaan keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan dalam rangka menghadapi perusahaan pesaing yang hendak memasuki pasar serta variasi pilihan-pilihan strategi perusahaan dalam rangka memperoleh keunggulan

kompetitif mengakibatkan IOS sangat bervariasi secara *cross-sectional* antar perusahaan (Gaver & Gaver dalam Nugroho dan Hartono. 2002).

Menurut Gitosudarmo dan Basri (2008:133), 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 (Chandra, 2005). Hal itu berarti, tidak semua investasi akan dibiayai oleh perusahaan, melainkan hanya investasi yang menguntungkan, yang ditunjukkan dengan NPV (Net Present Value) positif (Myers, 1989; dalam Panggalo, 2004).

Investasi dapat mencerminkan pertumbuhan perusahaan dalam menjalankan aktivitas ekonomi dan bisnis. Esensi pertumbuhan bagi suatu perusahaan adalah adanya kesempatan investasi yang dapat menghasilkan keuntungan (Chung dan Charoenwong dalam Norpratiwi, 2005). Investasi cenderung dilakukan pada aset tetap karena nilainya relatif besar. Gitosudarmo dan Basri (2008:133) menjelaskan, Suatu perusahaan melakukan investasi terhadap aset tetap dalam beberapa bentuk, seperti penggantian aset tetap, ekspansi atau perluasan, diversifikasi produk, eksplorasi, penelitian dan pengembangan, dan lain-lain. Beberapa bentuk investasi tersebut merupakan suatu set kesempatan investasi atau Investments Opportunity Set (IOS) yang harus dapat dimanfaatkan oleh perusahaan untuk mengembangkan usaha.

Pengambilan keputusan mengenai investasi biasanya sulit, karena memerlukan penilaian atas situasi di masa yang akan datang yang tidak mudah diramal karena adanya faktor ketidakpastian masa depan. Gitosudarmo dan Basri (2008:134) menjelaskan, Ketidakpastian masa depan disebabkan oleh perubahan teknologi, ekonomi dan sosial, kekuatan-kekuatan persaingan, dan tindakan-tindakan atau kebijakan-kebijakan pemerintah. Itulah sebabnya, setiap perusahaan yang akan melakukan investasi hendaknya dapat mengantisipasi hal-hal tersebut berdasarkan data historis, perilaku konsumen, survei pasar, dan juga ketajaman intuisi manajer.

2.1.1.2 Klasifikasi Proksi Set Peluang Investasi

Nilai IOS merupakan variabel yang tidak dapat diobservasi, oleh karena itu diperlukan proksi. Berbagai variabel yang digunakan sebagai proksi telah banyak diteliti dan diuji pada berbagai penelitian. Proksi set peluang investasi yang telah digunakan oleh para peneliti secara umum dapat diklasifikasikan menjadi tiga jenis utama (Gaver dan Gaver, 1993; Jones dan Sharma, 2001; dan Kallapur dan Trombley, 1999), yaitu: proksi berdasarkan harga (*price-based proxies*), proksi berdasarkan investasi (*investment-based proxies*) dan proksi berdasarkan varians (*variance measures*).

1. Proksi berdasarkan harga (*price-based proxies*)

Proksi IOS berdasarkan harga merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi

ini didasarkan pada suatu ide bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham, dan perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara relatif untuk aktiva yang dimiliki (*asset in place*). IOS yang didasari pada harga akan berbentuk suatu rasio sebagai suatu ukuran aktiva yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan. Proksi-proksi berdasarkan harga yang telah digunakan dalam beberapa penelitian:

- a. *Market to book value of equity* (MVE/BVE), rasio ini menjelaskan bahwa pasar menilai return dari investasi perusahaan di masa depan akan lebih besar dari return yang diharapkan dari ekuitasnya. Perusahaan yang mempunyai rasio MVE/BVE tinggi memiliki pertumbuhan aktiva dan ekuitas yang besar.
- b. *Market to book value of asset* (MVA/BVA), dengan dasar pemikiran bahwa prospek pertumbuhan perusahaan terefleksi dalam harga saham, pasar menilai perusahaan yang sedang bertumbuh memiliki nilai lebih besar dari nilai bukunya.
- c. *Tobin's Q* didefinisikan sebagai nilai pasar dari perusahaan dibagi dengan replacement cost dari aset.
- d. *Price to earning ratio* (PER), semakin besar rasio ini semakin besar kemungkinan perusahaan bertumbuh. Menurut Foster dalam Subekti dan Kusuma (2001) rasio price to earning mempresentasikan aliran laba masa depan.
- e. *Ratio of property, plant, and equipment to firm value* (PPE/BVA) mengindikasikan adanya investasi aktiva tetap yang produktif. Komposisi PPE yang besar pada struktur aktiva menunjukkan adanya potensi pertumbuhan perusahaan di masa depan.
- f. *Rasio firm value to depreciation*, menunjukkan besarnya pengurangan *assets-in-place*.
- g. *Market value of equity plus book value of debt* (MVEPBVD), rasio ini merupakan nilai total aktiva dari suatu perusahaan.

Dalam penelitian ini proksi berdasarkan harga yang digunakan adalah: *Market to book value of equity* (MVE/BVE), *Market to book value of assets* (MVA/BVA), *Tobin's Q*, *Ratio of property, plant, and equipment to firm value* (PPE/BVA) dan *Price to earning ratio* (PER).

2. Proksi berdasarkan investasi (*investment-based proxied*)

Ide proksi IOS berdasarkan investasi mengungkapkan bahwa suatu kegiatan investasi yang besar memiliki hubungan positif dengan nilai IOS perusahaan. Perusahaan dengan nilai IOS yang tinggi seharusnya juga memiliki suatu tingkatan investasi yang tinggi pula, bisa dalam bentuk aktiva yang ditempatkan atau diinvestasikan dalam jangka waktu yang lama pada suatu perusahaan. Proksi ini merupakan rasio yang membandingkan suatu pengukuran investasi yang telah diinvestasikan dalam bentuk aktiva tetap atau suatu hasil operasi yang diproduksi dari aktiva yang telah diinvestasikan. Rasio-rasio yang sering digunakan dalam penelitian yang berkaitan dengan proksi investasi, antara lain; 1) *ratio of R&D to assets*, 2) *ratio R&D to sales*, 3) *ratio of capital expenditure to firm value assets (CAP/MVA)*, 4) *investment to sales ratio*, 5) *ratio of capital expenditure to book value assets (CAP/BVA)*, 6) *investment to earning ratio*, 7) *log of firm value*. Proksi berdasarkan investasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *ratio of capital expenditure to firm value assets (CAP/MVA)* dan *ratio of capital expenditure to book value assets (CAP/BVA)*. Kedua rasio ini menunjukkan adanya aliran tambahan modal saham perusahaan.

3. Proksi berdasarkan varians (*variance measures*)

Proksi ini menyatakan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti variabilitas dari return yang mendasari peningkatan aktiva. Ukuran yang digunakan dalam beberapa penelitian antara lain; 1) *variance of*

returns, 2) *asset betas*, digunakan untuk membuat proksi risiko dari IOS perusahaan; 3) *the variance of asset deflated sales*.

Ketiga jenis proksi di atas menggambarkan keberagaman ukuran IOS yang memungkinkan beberapa peneliti menggunakan beragam rasio sebagai proksi IOS. Dengan demikian IOS kurang tepat bila diproksi dari satu ukuran empiris tunggal saja, sehingga dibutuhkan proksi-proksi yang merupakan proksi komposit. Dengan menggunakan pendekatan proksi komposit akan dapat mengurangi kesalahan pengukuran yang secara inheren melekat dalam variabel tunggal untuk proksi IOS. Smith dan Watts (1992) dan Gaver dan Gaver (1993) menyatakan bahwa terdapat alternatif proksi gabungan sebagai upaya untuk mengurangi adanya kesalahan pengukuran yang terdapat pada proksi dengan rasio individual. Alternatif dari proksi gabungan yang pernah dilakukan adalah dengan menggunakan analisis sensitivitas dengan menggunakan common factor analysis.

2.1.2 Struktur Kepemilikan

2.1.2.1 Definisi Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan merupakan bentuk komitmen dari para pemegang saham untuk mendelegasikan pengendalian dengan tingkat tertentu kepada para manajer. Istilah struktur kepemilikan digunakan untuk menunjukkan bahwa variabel-variabel yang penting didalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan equity tetapi juga oleh prosentase kepemilikan oleh manajer dan institusional. Pada perusahaan modern, kepemilikan perusahaan biasanya sangat menyebar.

Struktur kepemilikan akan memiliki motivasi yang berbeda dalam memonitor perusahaan serta manajemen dan dewan direksinya. Struktur kepemilikan dipercaya memiliki kemampuan untuk mempengaruhi jalannya perusahaan yang nantinya dapat mempengaruhi kinerja perusahaan. Agency problem dapat dikurangi dengan adanya struktur kepemilikan. Struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi konflik antara manajemen dan pemegang saham (Faisal, 2005). Jensen dan Meckling (1976) dalam Faisal (2005) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional adalah dua mekanisme corporate governance yang dapat mengendalikan masalah keagenan.

Proporsi jumlah kepemilikan manajerial dalam perusahaan dapat mengindikasikan ada kesamaan kepentingan antara manajemen dengan pemegang saham (Faisal, 2005). Sedangkan pemegang saham institusional memiliki keahlian yang lebih dibandingkan dengan investor individu, terutama pemegang saham institusional mayoritas atau diatas 5%. Pemegang saham institusional besar diasumsikan memiliki orientasi investasi jangka panjang. Kepemilikan institusional umumnya bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan (Faisal, 2005).

Wahyudi dan Pawestri (2006) yang menguji pengaruh struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan keuangan sebagai variabel intervening menemukan bahwa struktur kepemilikan manajerial akan mensejajarkan kepentingan manajer dan pemegang saham, sehingga akan

memperoleh manfaat langsung dari keputusan yang diambil serta menanggung kerugian sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah.

Dengan semakin berkembangnya suatu perusahaan, pemilik tidak mungkin melaksanakan semua fungsi yang dibutuhkan dalam pengelolaan suatu perusahaan, karena keterbatasan kemampuan, waktu, dan sebagainya. Dalam kondisi yang demikian pemilik perlu menunjuk pihak lain (agen) yang profesional, untuk melaksanakan tugas mengelola kegiatan yang lebih baik.

Menurut Sugiarto (2009:59) struktur kepemilikan adalah :

“Struktur kepemilikan adalah struktur kepemilikan saham, yaitu perbandingan jumlah saham yang dimiliki oleh orang dalam (insider) dengan jumlah saham yang dimiliki oleh investor. Atau dengan kata lain struktur kepemilikan saham adalah proposi kepemilikan institusional dan kepemilikan manajemen dalam kepemilikan saham perusahaan. Dalam menjalankan kegiatan suatu perusahaan diwakili oleh direksi (*agents*) yang ditunjuk oleh pemegang saham (*principals*)”.

Sedangkan menurut I Made Sudana (2011:11) menyatakan struktur

kepemilikan adalah :

“Struktur kepemilikan merupakan pemisahan antara pemilik perusahaan dan manajer perusahaan. Pemilik atau pemegang saham adalah pihak yang ditunjuk pemilik dan diberi kewenangan mengambil keputusan dalam mengelola perusahaan dengan harapan manajer bertindak sesuai dengan kepentingan pemilik”.

Manajer disewa oleh pemegang saham untuk menjalankan perusahaan, agar perusahaan mencapai tujuan pemegang saham, yaitu memaksimalkan nilai perusahaan (kemakmuran pemegang saham) (Mamduh M Hanafi, 2008:12).

Tujuan manajer mungkin bertentangan dengan memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Khususnya manajer mungkin lebih tertarik untuk memaksimalkan kekayaan mereka sendiri daripada kekayaan pemegang sahamnya.

Menurut Donaldson dalam (Mamduh M Hanafi ,2008:9) terdapat dua motivasi dasar manajer yaitu *Survival* – Manajer berusaha menguasai sumber daya agar perusahaan terhindar dari kebangkrutan. Idependensi atau kecukup diri-manajer ingin mengambil keputusan yang bebas dari tekanan pihak luar, termasuk dari pasar keuangan. Manajer tidak suka mengeluarkan saham, karena akan mengundang campur tangan pihak luar. Sebaliknya manajer akan lebih suka menggunakan dana yang dihasilkan secara internal.

Dua motivasi tersebut, manajer cenderung mempunyai tujuan memaksimalkan perusahaan. Tujuan kemakmuran perusahaan tidak selalu konsisten dengan tujuan memaksimumkan kemakmuran pemegang saham. Pemegang saham dapat melakukan sejumlah tindakan untuk memastikan bahwa manajer akan bertindak konsisten dengan tujuan pemegang saham.

Tindakan pemegang saham terhadap manajer menurut Mamduh M Hanafi (2008:11) adalah :

“Pemegang saham bisa membentuk dewan komisaris (*Board of directors*) untuk mengawasi perilaku manajer. Beberapa cara lain bisa dilakukan, antara lain :

1. Sistem penggajian yang dikaitkan dengan prestasi perusahaan dan dengan opsi saham.
2. Pasar tenaga kerja akan mengontrol manajer.
3. Aktivitas pengambilalihan perusahaan akan mendisiplinkan manajer. Manajer akan berusaha agar harga saham selalu tinggi”.

Tujuan perusahaan adalah memaksimalkan kemakmuran pemegang saham yang diterjemahkan sebagai memaksimalkan harga saham. Tetapi dalam kenyataannya tidak jarang manajer memiliki tujuan yang lain yang mungkin di beri kekuasaan oleh pemilik kekuasaan yaitu pemegang saham, untuk membuat

keputusan dan hal ini menciptakan konflik potensial atas kepentingan yang disebut teori agen (*agency theory*). (Brealey, Myers, Marcus,2007:14).

1. Teori Keagenan

Pemisahaan kepemilikan dan pengendalian dalam perusahaan modern mengakibatkan potensi konflik antara pemilik dan manajer. Secara khusus, tujuan dari pihak manajemen dapat berbeda dari tujuan pemegang saham. Manajemen bertindak untuk kepentingannya sendiri dari pada kepentingan pemegang sahamnya. (Van Horne dan Wachowic,2005:7).

Menurut Jensen dan Meckling dalam (Van Horne dan Wachowic:2005) adalah yang pertama mengembangkan teori komprehensif mengenai perusahaan dalam situasi agensi. Mereka menunjukkan bahwa para pemegang saham, dapat menyakinkan diri mereka sendiri bahwa para manajer akan membuat keputusan yang optimal hanya jika insentif yang tepat diberikan serta hanya jika keputusan para manajer diawasi. Insentif dapat meliputi opsi saham, bonus, dan penghasilan, tambahan (kenyamanan seperti mobil perusahaan dan kantor yang mahal) dan seluruh hal ini harus secara langsung berhubungan dengan seberapa dekat keputusan manajemen dengan kepentingan para pemegang saham. Pengawasan dilakukan dengan mengikat para agen, secara sistematis mengkaji penghasilan tambahan pihak manajemen, mengaudit laporan keuangan, dan membatasi keputusan pihak manajemen.

Berbagai aktivitas pengawasan ini sudah pasti melibatkan biaya, yang merupakan akibat tidak terhindarkan dari pemisahan kepemilikan dan pengendalian perusahaan. Semakin sedikit persentase kepemilikan para manajer semakin sedikit kecenderungan mereka akan bertindak konsisten untuk memaksimalkan kesejahteraan para pemegang saham dan semakin besar kebutuhan pengawasan atas aktivitas manajemen bagi para pemegang saham.

Manajer umumnya tidak memiliki pengetahuan yang lebih tentang pasar saham dan tingkat bunga dimasa datang, tetapi mereka umumnya lebih mengetahui kondisi dan prospek perusahaan lebih baik dari analisis atau investor maka muncul apa yang disebut dengan *Asymmetric information*.

2. Teori Informasi Asymmetric

Asymmetric information adalah kondisi dimana suatu pihak memiliki informasi lebih banyak dari pihak lain. Misalnya, pihak manajemen perusahaan memiliki informasi lebih banyak dibandingkan dengan pihak investor pasar modal. Tingkat *Asymmetric information* ini bervariasi dari sangat tinggi ke sangat

rendah. *Asymmetric information* memberikan efek yang nyata pada keputusan keuangan maupun pasar finansial. (Lucas Setiadi Atmaja,2008).

2.1.2.2 Pengelompokan Struktur Kepemilikan Perusahaan

Kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional dapat mempengaruhi keputusan dalam pencarian sumber dana maupun keputusan manajemen lainnya. Kepemilikan institusional mempunyai arti penting untuk memonitor manajemen dalam mengelola perusahaan. Kepemilikan institusional dapat disubstitusikan untuk melaksanakan peranan mendisiplinkan utang dalam struktur modal.

Menurut Isturiaga dan Sanz (1998) dalam Wahyudu dan Hartini (2006), berdasarkan proposi saham yang dimiliki, struktur kepemilikan dikelompokkan menjadi :

- a. kepemilikan institusional
- b. kepemilikan manajerial

a. kepemilikan institusional

Struktur kepemilikan dalam hal ini adalah kepemilikan institusional dalam peran *monitoring management*, kepemilikan institusional merupakan pihak yang paling berpengaruh terhadap pengambilan keputusan karena sifatnya sebagai pemilik saham mayoritas, selain itu kepemilikan institusional merupakan pihak yang memberi kontrol terhadap manajemen dalam kebijakan keuangan perusahaan.

Menurut Brealey, Myers, dan Marcus (2007:388) kepemilikan institusional adalah sebagai berikut:

“Kepemilikan institusional adalah beberapa saham dipegang langsung oleh para investor individu tetapi proposi yang besar dimiliki oleh lembaga keuangan seperti reksadana, dana pensiun dan perusahaan asuransi”.

Kepemilikan institusional merupakan proposi pemegang saham yang dimiliki oleh pemilik institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dan kepemilikan lain kecuali anak perusahaan dan institusi lain yang memiliki hubungan istimewa (perusahaan afiliasi dan perusahaan asosiasi). Perusahaan dengan kepemilikan institusional yang besar (lebih dari 5%) mengindikasikan kemampuannya untuk memonitor manajemen. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan. (Faizal,2004).

Pengukuran struktur kepemilikan institusional ini mengacu pada Ituriaga dan Sanz (1998) dalam Wahyudi dan Hartini (2006), adalah sebagai berikut :

“Struktur kepemilikan institusional diukur sesuai dengan proposi kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemilik institusi dan kepemilikan oleh *blockholder*”.

$$\text{Persentase Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{Kepemilikan Institusional}}{\text{Jumlah total saham}}$$

Ituriaga dan Sanz (1998)

b. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan Manajerial merupakan proposi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan direktur dan komisaris. (Pujiati dan Widanar,2009). Keberadaan manajemen

perusahaan mempunyai latar belakang yang berbeda, antara lain pertama, pihak yang mewakili pemegang saham institusional. Kedua, tenaga-tenaga profesional yang diangkat oleh pemegang saham dalam Rapat Umum Pemegang Saham dan ketiga, pihak yang duduk di jajaran manajemen perusahaan karena turut memiliki saham.

Adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen akan menimbulkan suatu pengawasan terhadap kebijakan-kebijakan yang diambil oleh manajemen perusahaan.

Pengukuran struktur kepemilikan manajerial ini mengacu pada Ituriaga dan Sanz (1998) dalam Wahyudi dan Hartini (2006), adalah sebagai berikut :

“Struktur kepemilikan manajerial diukur sesuai dengan proposi kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemilik manajerial”.

$$\text{Persentase Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{Kepemilikan Manajerial}}{\text{Jumlah total saham}}$$

2.1.3 Nilai Perusahaan

Untuk dapat mengambil keputusan-keputusan keuangan yang benar, manajer keuangan perlu menentukan tujuan yang harus dicapai. Keputusan yang benar adalah keputusan yang akan membantu mencapai tujuan tersebut. Secara

normatif tujuan keputusan keuangan adalah untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Tujuan tersebut dipergunakan karena dengan memaksimalkan nilai perusahaan maka pemilik perusahaan akan semakin makmur (Suad Husnan, 2006:6).

Setiap perusahaan memiliki tujuan jangka panjang dan pendek. Tujuan perusahaan jangka pendek adalah mendapatkan keuntungan. Tujuan perusahaan jangka panjang perusahaan adalah memaksimalkan kesejahteraan pemilik usaha. Pemaksimalan kesejahteraan pemilik usaha dapat dideteksi dari meningkatnya harga saham. Apabila investor memiliki jumlah saham yang tetap tetapi harga saham tersebut meningkat maka, kekayaan pemilik perusahaan tersebut akan meningkat. Kekayaan pemilik perusahaan dihitung dari jumlah saham yang dimiliki dikalikan harga pasar saat itu (Umi Murtini, 2008:33).

Teori keuangan di bidang perusahaan memiliki satu fokus, yaitu bagaimana memaksimalkan kemakmuran pemegang saham atau pemilik perusahaan. Tujuan normatif ini dapat diwujudkan dengan memaksimalkan nilai perusahaan dengan asumsi bahwa pemegang saham akan makmur jika kantongnya bertambah tebal. Memaksimalkan nilai pasar perusahaan sama dengan memaksimalkan harga perusahaan.

Memaksimalkan nilai perusahaan dalam manajemen keuangan memiliki makna yang lebih luas dibandingkan dengan memaksimalkan laba. Ada beberapa alasan yang mendasari mengapa tujuan perusahaan memaksimalkan nilai perusahaan bukan memaksimalkan laba. Pertama, memaksimalkan laba berarti mempertimbangkan pengaruh waktu terhadap nilai uang. Dana yang diterima

pada saat ini bernilai tinggi daripada dana yang akan diterima 10 tahun yang akan datang. Kedua, memaksimalkan nilai berarti mempertimbangkan berbagai resiko terhadap arus kas pendapatan perusahaan. Ketiga, kualitas arus dana yang diharapkan diterima di masa yang akan datang mungkin beragam.

Menurut Suad Husnan dan Enny Pudjiastuti (2006:6) Nilai Perusahaan didefinisikan sebagai berikut:

“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.”

Nilai perusahaan dapat didefinisikan sesuai tujuan yang berbeda-beda. Nilai likuidasi (*liquidating value*) merupakan nilai aktual per lembar saham yang akan diterima apabila seluruh aset perusahaan dijual sesuai harga pasar, seluruh kewajiban dibayar dan kelebihanannya digaikan kepada pemegang saham (Gitman, 2006:352). Nilai perusahaan berjalan (*going concern value*) adalah nilai perusahaan itu sebagai badan usaha yang masih beroperasi. Jika nilai perusahaan berjalan melebihi nilai likuidasinya, maka perbedaannya disebut sebagai nilai pasar perusahaan. Menurut Myers (2008), nilai perusahaan *going concern* tergantung strategi investasi di masa yang akan datang.

Menurut Brigham & Houston (2008), nilai perusahaan merupakan nilai sekarang (*present value*) dari *free cash flow* di masa mendatang pada tingkat diskonto sesuai rata-rata tertimbang biaya modal (*weighted average cost of capital, WACC*). *Free cash flow* merupakan *cash flow* yang tersedia bagi investor (kreditur dan pemilik) setelah memperhitungkan seluruh pengeluaran untuk

operasional perusahaan dan pengeluaran untuk investasi secara aktiva lancar bersih.

Nilai perusahaan sangat penting karena dengan nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham (Bringham Gapensi, 1996), Semakin tinggi harga saham semakin tinggi pula nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan para pemilik perusahaan, sebab dengan nilai yang tinggi menunjukkan kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Kekayaan pemegang saham dan perusahaan dipresentasikan oleh harga pasar dari saham yang merupakan cerminan dari keputusan investasi, pendanaan (*financing*), dan manajemen aset.

Nilai perusahaan atau juga disebut dengan nilai pasar perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Fakta menunjukkan bahwa nilai kekayaan yang ditunjukkan pada neraca tidak memiliki hubungan dengan nilai pasar dari perusahaan. Hal ini disebabkan karena perusahaan memiliki kekayaan yang tidak bisa dilaporkan dalam neraca seperti manajemen yang baik, reputasi yang baik dan prospek yang cerah (Erlangga dan Suryandari, 2009).

Nilai perusahaan juga didefinisikan sebagai nilai pasar karena nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran pemegang saham secara maksimum apabila harga saham perusahaan meningkat (Hasnawati, 2005 dalam Wijaya dan Wibawa, 2010). Sehingga dari pengertian tersebut nilai perusahaan diukur dengan menggunakan harga saham.

Nilai perusahaan menunjukkan nilai dari berbagai aktiva yang dimiliki oleh perusahaan, termasuk surat berharga yang dikeluarkannya. Nilai perusahaan tercermin pada data akuntansi yang terdapat dalam laporan keuangan (Ohlson, 1995 dalam Darminto, 2010). Nilai perusahaan go public selain menunjukkan nilai seluruh aktiva, juga tercermin dari nilai pasar atau harga sahamnya, sehingga semakin tinggi harga saham mencerminkan tingginya nilai perusahaan. Harga saham juga dapat sebagai indikator keberhasilan manajemen dalam mengelola aktiva perusahaan, sedangkan nilai perusahaan publik ditentukan oleh pasar saham (Walsh, 2003). Menurut Brigham & Ghapenski (1996) dalam Darminto (2010), manajemen dalam mengelola aktiva secara efisien sebagai upaya meningkatkan kinerja keuangan maupun nilai perusahaan. Salah satu tugas mendasar dari manajer meningkatkan atau memaksimalkan nilai perusahaan (value of the firm). Nilai perusahaan menunjukkan nilai berbagai aset yang dimiliki perusahaan, termasuk surat-surat berharga yang telah dikeluarkannya.

Memaksimumkan nilai perusahaan (atau harga saham) tidak identik dengan memaksimumkan laba per lembar saham (*earning per share*, EPS). Hal ini karena disebabkan oleh :

1. Memaksimumkan EPS mungkin memusatkan pada EPS saat ini.
2. Memaksimumkan EPS mengabaikan nilai waktu uang.
3. Tidak memperhatikan faktor risiko.

Perusahaan mungkin memperoleh EPS yang tinggi pada saat ini, tetapi apabila pertumbuhannya diharapkan rendah, maka dapat saja harga sahamnya lebih rendah apabila dibandingkan dengan perusahaan yang saat ini mempunyai

EPS yang lebih kecil. Dengan demikian memaksimumkan nilai perusahaan juga tidak identik dengan memaksimumkan laba, apabila laba diartikan sebagai laba akuntansi (yang bisa dilihat dalam laporan rugi laba perusahaan).

Sebaliknya memaksimumkan nilai perusahaan identik dengan memaksimumkan laba dalam pengertian ekonomi (*economic profit*). Hal ini disebabkan karena laba ekonomi diartikan sebagai jumlah kekayaan yang bisa dikonsumsi tanpa membuat pemilik kekayaan tersebut menjadi lebih miskin.

2.1.3.1 Jenis-jenis Nilai

Para akademisi dan analis di bidang keuangan mengembangkan berbagai konsep nilai sebagai upaya memahami tingkah laku harga saham. Berikut beberapa diantaranya adalah :

1. Nilai Ekonomi

Konsep ini berkaitan dengan kemampuan dasar suatu aktiva untuk memberikan aliran arus kas sesudah pajak kepada yang memilikinya. Nilai ekonomi pada dasarnya merupakan konsep pertukaran, nilai suatu barang didefinisikan sebagai jumlah kas yang ingin diserahkan pembeli saat ini yaitu nilai sekarangnya untuk dipertukarkan dengan suatu pola arus kas masa depan yang diharapkan. Nilai ekonomi mendasari beberapa konsep umum nilai lainnya karena nilai ekonomi didasarkan pada logika pertukaran yang sangat alami dalam proses penginvestasian dana.

2. Nilai Pasar

Nilai pasar sering disebut kurs, adalah harga yang terjadi dari proses tawar-menawar di pasar. Juga dikenal sebagai nilai pasar wajar, yaitu setiap aktiva atau kumpulan aktiva, pada saat diperdagangkan dalam pasar yang terorganisasi atau diantara pihak-pihak swasta dalam suatu transaksi tanpa beban dan tanpa paksaan.

3. Nilai Intrinsik

Merupakan konsep yang paling abstrak, karena mengacu pada perkiraan nilai riil suatu saham sebagai wakil dari nilai perusahaan. Makna nilai perusahaan dalam konsep nilai intrinsik ini bukan sekedar harga dari sekumpulan asset, melainkan nilai perusahaan sebagai entitas bisnis yang memiliki kemampuan menghasilkan keuntungan di kemudian hari.

4. Nilai Likuidasi

Nilai ini berkaitan dengan kondisi khusus mana kala suatu perusahaan harus melikuidasikan sebagian atau seluruh aktiva serta tagihan-tagihannya. Nilai likuidasi hanya dapat dipakai untuk kegunaan yang terbatas. Meskipun demikian, nilai likuidasi kadang-kadang dipergunakan dalam menilai aktiva dari perusahaan yang belum diketahui untuk melaksanakan analisis perbandingan dalam penilaian kredit. Nilai likuidasi bisa dihitung dengan cara yang sama dengan menghitung nilai buku. Yaitu dari neraca performa yang disiapkan ketika suatu perusahaan menjelang proses likuidasi.

5. Nilai Nominal

Nilai nominal lebih dikenal oleh banyak orang. Hal ini mungkin karena besaran itu tercantum secara formal dalam anggaran dasar perusahaan, disebutkan secara eksplisit dalam neraca perusahaan dan juga ditulis jelas dalam surat saham kolektif. Nilai nominal memiliki beberapa fungsi yuridis antara lain menunjukkan jumlah nominal yang harus disetor pemegang saham dalam memenuhi kewajibannya, juga memperlihatkan besarnya porsi kepemilikan seorang pemegang saham terhadap perusahaan.

6. Nilai Pemecahan

Konsep nilai pemecahan berkaitan dengan pengambilalihan (*take over*) dan restrukturisasi aktivitas perusahaan. Dengan asumsi bahwa kombinasi nilai ekonomi dari masing-masing segmen multi usaha melebihi nilai perusahaan secara keseluruhan, karena manajemen masa lalu yang tidak cakap ataupun kesempatan-kesempatan saat ini yang tidak diketahui lebih awal, perusahaan dipecah menjadi komponen-komponen yang dapat dijual untuk dilepaskan kepada pembeli lain.

7. Nilai Reproduksi

Ini merupakan jumlah yang diperlukan untuk menggantikan aktiva tetap yang sejenis. Nilai reproduksi pada kenyataannya adalah salah satu dari beberapa tolak ukur yang digunakan dalam mempertimbangkan nilai perusahaan yang masih berjalan. Penetapan nilai reproduksi adalah suatu estimasi yang sebagian besar didasarkan pada pertimbangan-pertimbangan teknik.

8. Nilai berkelanjutan

Ini merupakan penerapan dari nilai ekonomi karena perusahaan yang masih berjalan diharapkan menghasilkan rangkaian arus kas dimana pembeli harus menilai untuk memperkirakan harga dari perusahaan tersebut secara keseluruhan.

2.1.3.2 Penentuan Nilai Perusahaan

Dalam reorganisasi keuangan, faktor utama yang harus diperhatikan adalah menyangkut penentuan nilai perusahaan. Hal ini sangat penting terutama dalam rangka penjualan perusahaan, *private placement*, ataupun *go public*.

Nilai dari suatu perusahaan tidak hanya bergantung pada kemampuan menghasilkan arus kas tetapi juga bergantung pada karakteristik operasional dan keuangan dari perusahaan yang diambil alih.

Menurut Arthur J Keown, et al (2000:849) menyatakan bahwa terdapat beberapa alternatif untuk menilai perusahaan diantaranya adalah :

1. *Price Book Value*
2. Nilai Buku
3. *Enterprise Value*
4. *Price Earning Ratio Method*
5. *Discounted Cashflow Approach*
6. Nilai Appraisal
7. Nilai Pasar saham
8. Nilai *Chop-Shop*

Berikut penjelasan beberapa alternatif tersebut:

1. *Price Book Value*

Rasio ini mengukur nilai yang diberikan pasar keuangan kepada manajemen dan organisasi perusahaan sebagai sebuah perusahaan yang terus tumbuh.

$$\text{Price Book Value (PBV)} = \frac{\text{Closing Price}}{\text{Equity per share}}$$

(Brigham dan Houston,2010:151)

2. Nilai Buku

Secara sederhana bisa dihitung dengan cara membagi selisih antara total aktiva dengan total utang dengan jumlah saham yang beredar.

Nilai buku tidak menghitung nilai pasar dari suatu perusahaan secara keseluruhan karena didasarkan pada data historis yang ada di dalam perusahaan. Walaupun nilai buku dari suatu perusahaan secara jelas bukanlah faktor yang penting sebaiknya jangan diabaikan. Nilai buku dapat digunakan sebagai titik permulaan untuk dibandingkan dengan analisa yang lain.

3. *Enterprise Value*

Atau dikenal juga sebagai firm value (nilai perusahaan) merupakan konsep penting bagi investor, karena *enterprise value* merupakan indikator bagaimana pasar menilai perusahaan secara keseluruhan. Hal ini karena dalam perhitungan *enterprise value* dimasukan juga faktor-faktor yang tidak

dimasukan dalam perhitungan kapitalisasi pasar suatu perusahaan. Di bawah ini adalah rumus untuk menghitung *enterprise value* :

$$\text{Enterprise Value (EV)} = \text{Kapitalisasi Pasar} + \text{Utang dengan beban bunga} - \text{Kas}$$

Dimana :

$$\text{Kapitalisasi Pasar} = \text{Harga Pasar saham} \times \text{Jumlah Pasar saham yang beredar}$$

Terlihat bahwa aspek dari struktur permodalan suatu perusahaan juga penting dalam mengukur nilai perusahaan. Utang dan Kas juga perlu diperhitungkan dalam mengukur nilai perusahaan, ibaratkan saja jika perusahaan dijual kepada pemilik baru. Pembeli harus membayar sebesar nilai ekuitas (biasanya pada harga yang lebih tinggi daripada harga pasar) dan menanggung utang perusahaan. Untuk menilai utang yang ditanggung, pembeli dapat menguranginya dengan kas yang ada di dalam perusahaan. Dengan kata lain dalam perhitungan *enterprise value* utang dan kas diperhitungkan untuk memperoleh nilai wajar perusahaan, bukan hanya sahamnya saja.

4. *Price Earning Ratio Method*

Alternatif ini memerlukan informasi mengenai proyeksi *futures earning* perusahaan, *expected return for equity investment*, *expected return on investment* dan *historical price earning ratio*. Informasi-informasi tersebut digunakan untuk menentukan target *price earning ratio* dan kemudian dibandingkan dengan rata-rata industrinya.

5. *Discounted Cashflow Approach*

Melalui cara ini penilai akan mendiskontokan *expected cashflow* dan membandingkannya dengan market value perusahaan.

6. Nilai Appraisal

Nilai appraisal suatu perusahaan dapat diperoleh dari perusahaan *appraisal independent*. Nilai ini sering dihubungkan dengan biaya penempatan. Nilai appraisal dari suatu perusahaan akan bermanfaat sewaktu digunakan dalam hubungannya dengan metode penilaian yang lain. Nilai appraisal juga akan berguna dalam situasi tertentu seperti dalam perusahaan keuangan, perusahaan sumber daya alam atau organisasi yang beroperasi dalam keadaan rugi.

7. Nilai Pasar saham

Nilai pasar saham sebagaimana dinyatakan dalam kuotasi pasar modal adalah pendekatan lain untuk memperkirakan nilai bersih dari suatu bisnis. Pendekatan nilai adalah salah satu yang paling sering dipergunakan dalam menilai perusahaan besar dan sering juga digunakan untuk menentukan harga perusahaan.

8. Nilai *Chop-Shop*

Pendekatan *chop-shop* pertama kali diperkenalkan oleh Dean Lebaron dan Lawrence Speidell of Batterymarch Management. Secara khusus ia menekankan untuk mengidentifikasi perusahaan multi industri yang berada di bawah nilai dan akan bernilai lebih apabila dipisahkan menjadi bagian-bagian. Pendekatan *chop-shop* menekankan nilai perusahaan dengan berbagai

segmen bisnis mereka. Pendekatan *chop-shop* secara aktual terdiri dari 3 tahap:

- a. Mengidentifikasi berbagai segmen bisnis perusahaan dan mengkalkulasikan rasio kapitalisasi rata-rata untuk perusahaan dalam industri tersebut.
- b. Mengkalkulasikan nilai pasar teoritis di atas setiap rasio kapitalisasi.
- c. rata-ratakan nilai pasar tertulis untuk menentukan nilai *chop-shop* perusahaan.

2.1.4 Keputusan Pendanaan

Debt to equity ratio merupakan rasio yang digunakan untuk mengetahui kemampuan perusahaan memenuhi kewajibannya dengan menggunakan modal sendiri.

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

(Agus Sartono, 2008:121)

Debt to equity ratio merupakan salah satu indikator dalam menentukan keputusan pendanaan yang digunakan oleh perusahaan.

Menurut Suad Husnan (2006:251) :

“Keputusan pendanaan perusahaan menyangkut keputusan tentang bentuk dan komposisi pendanaan yang akan dipergunakan oleh perusahaan.”

Ada beberapa sumber dana yang dapat digunakan oleh manajemen keuangan. Untuk mendanai kebutuhan keuangan jangka pendek, maka manajemen

keuangan dapat menggunakan sumber dana dari perbankan, sedangkan kebutuhan dana dalam jangka panjang dan jumlah yang besar dapat diperoleh dari pasar modal. Kebutuhan dana dalam jumlah besar akan sulit dipenuhi dari pihak bank, walaupun bisa biasanya harus dalam bentuk konsorsium. Oleh karena itu pemenuhan kebutuhan dana dalam jumlah besar lebih mudah dipenuhi dari pasar modal, karena di pasar modal investornya (sumber dana) banyak, bahkan tidak terbatas.

Pemenuhan kebutuhan dana dapat berasal dari sumber *intern* maupun *ekstern* perusahaan. Sumber dana *intern* berasal dari keuntungan yang tidak dibagi atau keuntungan yang ditahan dalam perusahaan (*retained earning*). Sumber dana *ekstern*, yaitu sumber dana yang berasal dari tambahan penyertaan modal dari pemilik atau emisi saham baru, penjualan obligasi dan kredit dari bank, dikenal juga dengan sebutan pembelanjaan ekstern atau pendanaan ekstern (*external financing*) (Riyanto, 1995 dalam Umi Murtini 2008, Jurnal Riset Akutansi dan Keuangan).

Keputusan pendanaan dapat diartikan sebagai keputusan yang menyangkut struktur keuangan (*financial structure*). Struktur keuangan perusahaan merupakan komposisi dari keputusan pendanaan yang meliputi hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal sendiri. Struktur keuangan perusahaan sering kali berubah akibat investasi yang akan dilakukan perusahaan. Oleh karena itu besar kecilnya investasi yang akan dilakukan perusahaan akan berpengaruh pada komposisi (struktur) pendanaan perusahaan. Setiap perusahaan akan

mengharapkan adanya struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan dan meminimalkan biaya modal. (Purnamasari, 2009)

Menurut Darminto (2008) keputusan pendanaan (financing decision) menyangkut komposisi pendanaan berupa ekuitas pemilik (owner's fund), kewajiban jangka panjang (long term loans) dan kewajiban jangka pendek atau kewajiban lancar (current liabilities). Sumber modal dapat berasal dari pinjaman jangka panjang, menambah modal sendiri yang berasal laba ditahan maupun dengan emisi saham. Penggunaan utang merupakan trade antara benefit and cost dalam menentukan bauran utang dengan ekuitas yang optimal dalam jangka panjang. Bauran yang optimal akan menyumbangkan antara benefit and cost sehingga akan meminimalkan biaya modal dan meningkatkan nilai perusahaan (Brigham, 1998).

Keputusan pendanaan dipengaruhi oleh faktor eksternal dan selanjutnya mempengaruhi kinerja keuangan yang dicapai maupun dalam menentukan kebijakan dividen. Keputusan pengelolaan aktiva (assets management decision) menyangkut operasi berbagai jenis aktiva yaitu komponen aktiva lancar dan semua jenis aktiva tetap secara efisiensi untuk memperoleh laba bersih secara maksimal. (Darminto, 2008).

2.1.4.1 Teori Struktur Modal

Salah satu isu paling penting yang dihadapi oleh para manajer keuangan adalah hubungan antara struktur modal dengan nilai perusahaan. Teori struktur modal menjelaskan apakah ada pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai

perusahaan, kalau keputusan investasi dan kebijakan dividen dipegang konstan. Dengan kata lain, seandainya perusahaan mengganti sebagian modal sendiri dengan hutang (atau sebaliknya) apakah harga saham akan berubah, apabila perusahaan tidak merubah keputusan-keputusan keuangan lainnya. Dengan kata lain, kalau perubahan struktur modal tidak merubah nilai perusahaan, berarti bahwa tidak ada struktur modal yang terbaik. Semua struktur modal adalah baik. Tetapi kalau dengan merubah struktur modal ternyata nilai perusahaan berubah, maka akan diperoleh struktur modal yang terbaik. Struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan, atau harga saham, adalah struktur modal yang terbaik.

Menurut I Made Sudana (2011:144) terdapat beberapa pendekatan dalam teori struktur modal yaitu:

1. Pendekatan Laba Bersih (NI), Pendekatan Laba Operasi Bersih (NOI), dan Pendekatan Tradisional

Pendekatan laba bersih, pendekatan laba operasi bersih, dan pendekatan tradisional pada mulanya dikembangkan oleh David Durand pada tahun 1952. Pendekatan laba bersih (NI) mengasumsikan bahwa investor mengkapitalisasi atau menilai laba perusahaan dengan tingkat kapitalisasi (k_e) yang konstan dan perusahaan dapat meningkatkan jumlah utangnya dengan tingkat biaya utang (k_d) yang konstan pula. Karena k_e dan k_d konstan maka semakin besar jumlah utang yang digunakan perusahaan, biaya modal rata-rata tertimbang (k_o) akan semakin kecil.

Pendekatan laba operasi bersih (NOI) dengan mengasumsikan bahwa investor memiliki reaksi yang berbeda terhadap penggunaan utang oleh perusahaan. Pendekatan ini melihat bahwa biaya modal rata-rata tertimbang konstan berapapun tingkat utang yang digunakan oleh perusahaan. Pertama diasumsikan bahwa biaya utang konstan seperti halnya dalam pendekatan laba bersih. Kedua, penggunaan utang yang semakin besar oleh pemilik modal sendiri dilihat sebagai peningkatan risiko perusahaan. Oleh karena itu tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh pemilik modal sendiri akan meningkat sebagai akibat meningkatnya resiko perusahaan. Konsekuensinya biaya modal rata-rata

tertimbang tidak mengalami perubahan dan keputusan struktur modal menjadi tidak penting.

Pendekatan ketiga adalah pendekatan tradisional yang banyak dianut oleh para praktisi dan akademis. Pendekatan ini mengasumsikan bahwa hingga satu *leverage* tertentu, risiko perusahaan tidak mengalami perubahan. Sehingga baik k_d maupun k_e relatif konstan. Namun demikian setelah *leverage* atau rasio utang tertentu, biaya utang dan biaya modal sendiri meningkat. Peningkatan biaya modal sendiri ini akan semakin besar dan bahkan akan lebih besar daripada penurunan biaya karena penggunaan utang yang lebih murah. Akibatnya biaya modal rata-rata tertimbang pada awalnya menurun dan setelah *leverage* tertentu akan meningkat. Oleh karena itu nilai perusahaan mula-mula meningkat dan akan menurun sebagai akibat penggunaan utang yang semakin besar. Dengan demikian menurut pendekatan tradisional, terdapat struktur modal yang optimal untuk setiap perusahaan. Struktur modal yang optimal tersebut terjadi pada saat nilai perusahaan maksimum atau struktur modal yang mengakibatkan biaya modal rata-rata tertimbang minimum.

2. Pendekatan Modigliani-Miller (MM)

Selama ini teori struktur modal didasarkan atas perilaku investor dan bukannya studi formal secara matematis. Franco Modigliani dan Merton Miller (MM) memperkenalkan model teori ini secara matematis, *scientific* dan atas dasar penelitian yang terus menerus.

Perlu diperhatikan bahwa MM memperkenalkan teori struktur modal dengan beberapa asumsi sebagai berikut:

- a. Risiko bisnis perusahaan dapat diukur dengan standar deviasi laba sebelum bunga dan pajak dan perusahaan yang memiliki risiko bisnis sama dikatakan berada dalam kelas yang sama.
- b. Semua investor dan investor potensial memiliki estimasi sama terhadap EBIT perusahaan di masa datang; dengan demikian semua investor memiliki harapan yang sama atau *homogeneous expectations* tentang laba perusahaan dan tingkat risiko perusahaan.
- c. Saham dan obligasi diperdagangkan dalam pasar modal yang sempurna atau *perfect capital market*. Adapun kriteria pasar modal yang efisien adalah:
 - i. Informasi selalu tersedia bagi semua investor (*symmetric information*) dan dapat diperoleh tanpa biaya;
 - ii. Tidak ada biaya transaksi dan investor bersikap rasional;
 - iii. Investor dapat melakukan diversifikasi investasi secara sempurna;
 - iv. Tidak ada pajak pendapatan perseorangan;

- v. Investor baik individu maupun institusi dapat meminjam dengan tingkat bunga yang sama seperti halnya perusahaan sebesar tingkat bunga bebas risiko.

Pendekatan MM Tanpa Pajak

Teori struktur modal modern yang pertama adalah teori Modigliani dan Miller (teori MM). Mereka berpendapat bahwa struktur modal tidak relevan atau tidak mempengaruhi nilai perusahaan. MM mengajukan beberapa asumsi untuk membangun teori mereka (Brigham dan Houston, 2006:33) 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 dimasa depan
- e. Tidak ada biaya kebangkrutan.
- f. *Earning Before Interest and Taxes* (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*).

3. Trade-off Theory

Menurut *trade-off theory* yang diungkapkan oleh Myers (2008:24), “Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat hutang tertentu, dimana 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 *symmetric information* sebagai imbalan 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 yang berpikir demikian.

Menurut Mamduh M Hanafi (2008:313) Terdapat teori lainnya dalam struktur modal yakni *Packing Order Theory* dan *Signaling* :

1. *Pecking Order Theory*

Menurut Myers (2008:25), *pecking order theory* menyatakan bahwa ”Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi justru tingkat 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-urutan *preferensi* (hierarki) dalam penggunaan dana. Menurut *pecking order theory*, 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. Dana internal tersebut diperoleh dari laba ditahan yang dihasilkan dari kegiatan operasional perusahaan.
- 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-urutan pendanaan. Manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi.

2. *Signaling*

Ross (1977) mengembangkan model ini dimana struktur modal merupakan signal yang disampaikan oleh manajer ke pasar. Jika manajer mempunyai keyakinan bahwa prospek perusahaan baik, dan karenanya ingin agar harga saham meningkat, ia ingin mengkomunikasikan hal tersebut ke investor. Salah satu cara yang paling sederhana adalah dengan mengatakan secara langsung „perusahaan kami mempunyai prospek yang baik“ . Tentu saja investor tidak akan percaya begitu saja. Disamping itu, manajer ingin memberikan signal lebih dipercaya (*credible*). Manajer bisa menggunakan utang lebih banyak, sebagai signal yang lebih *credible*.

Jika utang meningkat, maka kemungkinan bangkrut akan semakin meningkat. Jika perusahaan mengalami kebangkrutan, maka manajer akan „terhukum“ , misal reputasi dia akan hancur dan tidak bias dipercaya menjadi manajer lagi. Karena itu, perusahaan meningkatkan utang bisa dipandang sebagai

perusahaan yang yakin dengan prospek perusahaan dimasa mendatang. Karena cukup yakin, maka manajer perusahaan tersebut berani menggunakan utang yang lebih besar. Investor diharapkan akan menangkap signal tersebut, signal bahwa perusahaan mempunyai prospek yang baik. Demikian utang merupakan signal positif.

2.1.4.2 Faktor-faktor yang Berpengaruh Dalam Pengambilan Keputusan Struktur Modal

Menurut Brigham & Houston (2006:42) faktor-faktor yang umumnya dipertimbangkan oleh perusahaan ketika mengambil keputusan mengenai struktur modal yaitu :

1. Stabilitas penjualan
2. Struktur aktiva
3. *Leverage* operasi
4. Tingkat pertumbuhan
5. Profitabilitas
6. Pajak
7. Pengendalian
8. Sikap manajemen
9. Sikap memberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat
10. Kondisi pasar
11. Kondisi internal perusahaan
12. Fleksibilitas keuangan.

Dari penjelasan diatas, faktor-faktor yang umumnya dipertimbangkan oleh perusahaan ketika mengambil keputusan mengenai struktur modal dapat diuraikan sebagai berikut:

1. Stabilitas penjualan

Perusahaan dengan penjualan yang relatif stabil dapat lebih aman memperoleh lebih banyak pinjaman dan menanggung beban tetap yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang penjualannya tidak stabil.

2. Struktur aktiva

Perusahaan yang aktiva sesuai untuk dijadikan jaminan kredit cenderung lebih banyak menggunakan banyak hutang.

3. *Leverage* operasi

Perusahaan dengan *leverage* operasi yang lebih kecil cenderung lebih mampu untuk memperbesar *leverage* keuangan karena ia akan mempunyai risiko bisnis yang lebih kecil.

4. Tingkat pertumbuhan

Perusahaan yang tumbuh dengan pesat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal. Namun, pada saat yang sama perusahaan yang tumbuh dengan pesat sering menghadapi ketidakpastian yang lebih besar, yang cenderung mengurangi keinginannya untuk menggunakan utang.

5. Profitabilitas

Perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi atas investasi menggunakan utang yang relatif kecil.

6. Pajak

Bunga merupakan beban yang dapat dikurangkan untuk tujuan perpajakan, dan pengurangan tersebut bernilai bagi perusahaan yang terkena tarif pajak yang tinggi. Karena itu, makin tinggi tarif pajak perusahaan, makin besar manfaat penggunaan utang.

7. Pengendalian

Pertimbangan pengendalian tidak selalu menghendaki penggunaan utang atau ekuitas karena jenis modal yang member perlindungan terbaik bagi manajemen bervariasi dari suatu situasi ke situasi yang lain.

8. Sikap manajemen

Manajemen dapat melakukan pertimbangan sendiri terhadap struktur modal yang tepat, sejumlah manajemen cenderung lebih konservatif daripada manajemen lainnya sehingga menggunakan jumlah utang lebih kecil daripada rata-rata perusahaan dalam industri yang bersangkutan.

9. Sikap memberi pinjaman dan lembaga penilai peringkat

Tanpa memperhatikan analisis para manajer atas faktor-faktor *leverage* yang tepat bagi perusahaan mereka, sikap para pemberi pinjaman dan perusahaan penilai peringkat seringkali mempengaruhi keputusan struktur keuangan.

10. Kondisi pasar

Kondisi di pasar saham dan obligasi mengalami perubahan jangka panjang dan pendek yang dapat sangat berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan yang optimal.

11. Kondisi internal perusahaan

Kondisi internal perusahaan juga berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan.

12. Fleksibilitas keuangan

Yang dimaksud dengan fleksibilitas keuangan disini ialah mempertahankan kapasitas cadangan yang memadai.

2.1.5 Penelitian Terdahulu

No.	Penulis/ Tahun	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
1.	Lihan Rini, Bandi dan Anas (2010)	Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan	Hasil penelitian menyimpulkan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.
2.	Rika Susanti (2010)	Analisis faktor-faktor yang berpengaruh terhadap Nilai perusahaan	Hasil penelitian menyimpulkan bahwa variabel <i>board size</i> , <i>board independence</i> , dan <i>board intensit</i> , struktur kepemilikan, <i>cash holdings</i> , profitabilitas, <i>dividend payout ratio</i> , <i>risiko finansial</i> , <i>investment opportunity</i> mempunyai pengaruh terhadap nilai perusahaan.
3.	Haryanti (2008)	Pengaruh Keputusan Pendanaan, Keputusan Investasi, dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan-perusahaan Industri Barang Konsumsi di BEI	Hasil penelitian menyimpulkan bahwa <ol style="list-style-type: none"> 1. keputusan pendanaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. 2. keputusan investasi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan. 3. Keputusan pendanaan, keputusan investasi, dan kebijakan dividen berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
4.	Umi Murtini (2008)	Pengaruh Kebijakan Manajemen Keuangan Terhadap Nilai Perusahaan	Hasil penelitian menyimpulkan bahwa nilai perusahaan dipengaruhi oleh kebijakan investasi dan kebijakan pendanaan, tetapi tidak dipengaruhi oleh kebijakan dividen. Keputusan investasi mempengaruhi keputusan pendanaan,

			keputusan pendanaan mempengaruhi kebijakan dividen serta keputusan investasi mempengaruhi kebijakan dividen
5.	Tendi Haruman (2007)	Pengaruh Keputusan Keuangan dan Kepemilikan Institusional Terhadap Nilai Perusahaan (Studi Kasus Pada Perusahaan Manufaktur Yang Listing di BEJ)	Hasil penelitian menyimpulkan bahwa pada persamaan keputusan pendanaan (DER), keputusan pendanaan tidak dipengaruhi oleh investasi. Namun sebaliknya, investasi dipengaruhi oleh keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan (hutang) berpengaruh negatif terhadap keputusan investasi. Keputusan pendanaan pun dipengaruhi oleh DPR. Namun sebaliknya, DPR tidak dipengaruhi oleh keputusan pendanaan. DPR berpengaruh positif terhadap keputusan pendanaan. Kepemilikan institusional tidak mempengaruhi keputusan pendanaan. Pada persamaan investasi, seluruh variabel independen yaitu keputusan pendanaan, dividen dan kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang negatif terhadap investasi. Sebaliknya, dalam persamaan kebijakan dividen (DPR), baik DER, investasi maupun kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen (DPR).
6.	Untung Wahyudi dan Hartini (2006)	Implikasi Struktur Kepemilikan Terhadap Nilai Perusahaan Dengan Keputusan Keuangan Sebagai Variabel Intervening Pada Perusahaan Go Publik	Hasil penelitian menyimpulkan <ol style="list-style-type: none"> 1. keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. 2. keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. 3. kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.
7.	Pancawati Hardiningsih	Determinan Nilai Perusahaan	Kepemilikan manajerial, kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan institusional signifikan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, sedangkan kebijakan <i>leverage</i> dan kebijakan investasi signifikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2.2 Kerangka Pemikiran

2.2.1 Hubungan Set Peluang Investasi Dengan Struktur Kepemilikan

Studi empiris yang dilakukan oleh Crutchley and Hansen (1989;34-36) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki nilai *book to market* yang tinggi berarti perusahaan tersebut memiliki kesempatan investasi yang rendah. Kesempatan investasi yang rendah akan mengurangi keatraktifan manajer dari pada perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi, dengan kata lain manajer akan mengurangi kepemilikannya dalam perusahaan jika perusahaan memiliki nilai *book to market ratio* yang tinggi. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Mahadwartha (2003;288-297) memberikan bukti kesempatan investasi perusahaan yang di proksikan dengan *book to market value* dapat digunakan untuk memprediksi kepemilikan saham manajerial. Selanjutnya Mahadwartha (2003;288-297) memberikan bukti bahwa kesempatan investasi perusahaan memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap kepemilikan saham oleh manajemen, hal ini menunjukkan bahwa semakin rendah *book to market ratio* atau semakin tinggi kesempatan investasi akan meningkatkan keinginan manajer untuk meningkatkan kepemilikannya dalam perusahaan.

2.2.2 Hubungan Set Peluang Investasi Dengan Nilai Perusahaan

Investment Opportunity Set (IOS) merupakan nilai perusahaan yang besarnya tergantung pada pengeluaran-pengeluaran yang ditetapkan manajemen di masa yang akan datang, dimana pada saat ini merupakan pilihan-pilihan investasi yang diharapkan perusahaan dapat memberikan return yang lebih besar (Gaver &

Gaver, 1993). IOS didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*assets in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *net present value* positif. Apabila dilihat dari teori sinyal, terjadinya pengeluaran untuk investasi oleh perusahaan akan memberikan sinyal yang positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga akan meningkatkan harga saham yang merupakan indikator dari nilai perusahaan. Hal ini disebabkan oleh persepsi dari para pelaku pasar modal yang melihat bahwa dengan adanya pengeluaran untuk investasi berarti menunjukkan keseriusan manajemen dalam mengembangkan perusahaan.

Signalling theory yang dikemukakan oleh Fama dan French (1998), menyatakan bahwa adanya kegiatan investasi akan memberi sinyal tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan di masa mendatang dan mampu meningkatkan nilai pasar saham perusahaan.

Brealey dan Myers (2008) menyatakan bahwa PER yang tinggi menunjukkan bahwa investor menganggap perusahaan memiliki peluang pertumbuhan yang baik di masa mendatang, memiliki tingkat laba yang relative aman dan menandakan tingkat kapitalisasi yang rendah dan dapat meningkatkan nilai perusahaan. PER yang tinggi menunjukkan bahwa investor mengharapkan pertumbuhan dividen yang tinggi dan risiko saham yang rendah.

2.2.3 Hubungan Struktur Kepemilikan Dengan Nilai Perusahaan

Menurut Cai et al. (2001) dalam Pancawati (2012) menemukan hubungan yang berlawanan antara kinerja saham. Perusahaan dengan kepemilikan

institusional yang besar (lebih dari 5 %) mengindikasikan kemampuannya untuk memonitor perusahaan. Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan. Dengan demikian proporsi kepemilikan institusional bertindak sebagai pencegahan yang dilakukan oleh manajemen. Nilai perusahaan akan meningkat seiring dengan meningkatnya produktivitas perusahaan. Peningkatan produktivitas dari perusahaan dapat dilihat dari kemampuan manajemen menghasilkan profit tinggi sehingga menjadi sinyal positif bagi pasar dan akan meningkatkan harga saham. Untuk menurunkan biaya keagenan timbul dalam hubungan antara manajer dan pemilik, maka tingkat kepemilikan institusional ditingkatkan, dengan harapan setiap keputusan manajemen akan selalu terkontrol dan sesuai dengan keinginan pemilik. Dengan adanya peningkatan kepemilikan institusional, maka akan mendorong manajemen untuk meningkatkan kinerjanya sehingga akan berdampak positif terhadap nilai perusahaan.

2.2.4 Hubungan Keputusan Pendanaan Dengan Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham, sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (*signaling theory*). Peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar

(Brigham, 1999). Peningkatan dividen dilakukan untuk memperkuat posisi perusahaan dalam mencari tambahan dana dari pasar modal dan perbankan. Dividen mengandung informasi atau sebagai isyarat (*signal*) akan prospek perusahaan (Roseff, 1982). Pendapat Roseff didukung hasil penelitian yang dilakukan oleh Asquith dan Mullins (1983), bahwa pengumuman meningkatnya dividen telah meningkatkan *return* saham, dan dapat digunakan untuk menangkalkan isu-isu yang tidak diharapkan perusahaan di masa mendatang. Masulis (1980) melakukan penelitian dalam kaitannya dengan relevansi keputusan pendanaan, menemukan bahwa sehari sebelum dan sesudah pengumuman peningkatan proporsi hutang terdapat kenaikan *abnormal return*, sebaliknya pada saat perusahaan mengumumkan penurunan proporsi hutang berpengaruh kepada penurunan *abnormal return*.

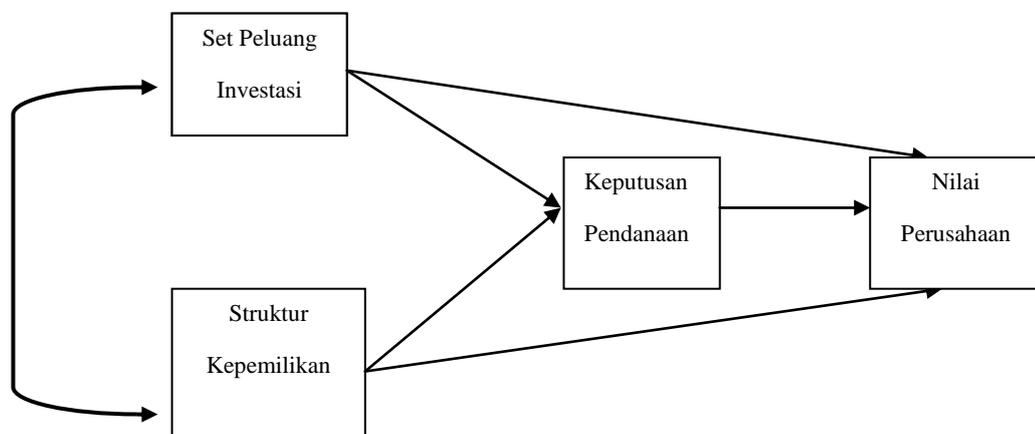
2.2.5 Hubungan Set Peluang Investasi dan Struktur Kepemilikan Dengan Nilai Perusahaan Dengan Keputusan Pendanaan Sebagai Variabel Intervening

Menurut *signaling theory*, pengeluaran investasi memberikan sinyal positif mengenai pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga dapat meningkatkan harga saham yang digunakan sebagai indikator nilai perusahaan. (Wahyudi dan Pawestri, 2006).

Meningkatkan nilai perusahaan melalui implementasi keputusan keuangan yang terdiri dari keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen. Ketiga keputusan ini saling terkait, sehingga *financial manager* harus

memutuskan secara tepat dan hati-hati. Pihak manajemen harus berfokus pada penciptaan nilai bagi para pemegang saham. Hal ini membuat pihak manajemen harus menilai berbagai investasi, pendanaan dan strategi manajemen aktiva alternatif berkaitan dengan pengaruhnya atas nilai pemegang saham (harga saham). (Van Horne dan Wachowicz,2005: 6).

Dalam situasi yang tidak pasti, pendapatan yang diharapkan dan risiko harus dipertimbangkan pada setiap keputusan dibidang keuangan. Besar kecilnya risiko dan pendapatan yang diharapkan dari suatu perusahaan akan mempengaruhi nilai perusahaan yang bersangkutan. Pada perusahaan yang sudah *go public*, nilai perusahaan akan tercermin pada harga pasar saham perusahaan yang bersangkutan. (I Made Sudana,2011:9).



Gambar 2.1

Paradigma Penelitian

2.3 Hipotesis

Berdasarkan kerangka pemikiran diatas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

- Hipotesis 1 : Terdapat pengaruh set peluang investasi dan struktur kepemilikan terhadap keputusan pendanaan.
- Hipotesis 2 : Terdapat pengaruh set peluang investasi terhadap keputusan pendanaan.
- Hipotesis 3 : Terdapat pengaruh struktur kepemilikan terhadap keputusan pendanaan.
- Hipotesis 4 : Terdapat pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan.
- Hipotesis 5 : Terdapat pengaruh set peluang investasi dan struktur kepemilikan terhadap nilai perusahaan dengan keputusan pendanaan sebagai variabel intervening.