

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan telah dilakukan oleh :

1. Mokhamat Ansori dan Denica H. N. (2010) yang berjudul “Pengaruh Keputusan Investasi Keputusan Pendanaan Dan Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan Pada Perusahaan Yang Tergabung Dalam Jakarta Islamic Index Studi Pada Bursa Efek Indonesia (BEI)”. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index. Variabel independen dari penelitian ini adalah keputusan investasi yang diukur dengan *Current Asset Ratio (CAR)*, keputusan pendanaan yang diukur dengan *Book Debt to Equity Ratio (BDE)* dan kebijakan dividen yang diukur dengan *Dividend Payout Ratio (DPR)*. Adapun variabel dependen dari penelitian ini adalah nilai perusahaan yang diukur dengan *Price Book Value (PBV)*. Teknik analisis data pada penelitian ini menggunakan Analisis Regresi Linear Berganda (MRA). Sampel yang diambil dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index. Hasil penelitian ini adalah variabel keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan di Jakarta Islamic Index.

Perbedaan :

Perbedaan antara penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terletak pada sampel penelitian yang digunakan pada penelitian sebelumnya adalah perusahaan manufaktur yang tergabung dalam Jakarta Islamic Index, Sebaliknya, pada penelitian ini menggunakan sampel perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia.

Persamaan :

Persamaan antara penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terletak pada :

- a. Variabel yang digunakan adalah keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan.
 - b. Teknik analisis data yang digunakan adalah Analisis Regresi Linear Berganda (MRA).
2. Yulia Efni dkk (2011) yang berjudul “Pengaruh Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan Studi Pada Sektor Properti dan Real Estate Di Bursa Efek Indonesia”. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengidentifikasi dan mengukur kontribusi pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen yang dimediasi atau melalui perantara risiko perusahaan pada sektor properti dan real estate di Bursa Efek Indonesia. Risiko tersebut termasuk risiko bisnis, risiko keuangan, dan risiko pasar. Variabel independen dalam penelitian ini adalah keputusan investasi yang diukur dengan *Net Present Value* (NPV) dan *Market Value Equity to Book Value Equity* (MVE/BVE), keputusan pendanaan yang diukur dengan *Short term Debt to Book Value* (STDBV) dan *Debt to*

Assets (DTA), dan kebijakan dividen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan. Teknik analisis yang digunakan adalah Analisis Jalur (*PATH Analysis*). Sampel penelitian ini adalah perusahaan pada sektor real estate dan properti di Bursa Efek Indonesia. Hasil dari penelitian ini adalah dari ketiga keputusan tersebut ternyata yang memberikan kontribusi paling besar pada nilai perusahaan adalah keputusan investasi. Keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan, namun tidak berpengaruh pada risiko perusahaan. Keputusan pendanaan hanya akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan jika keputusan pendanaan mampu menurunkan risiko perusahaan. Sebaliknya, kebijakan dividen tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan dan risiko perusahaan.

Perbedaan :

Perbedaan antara penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terletak pada :

- a. Pada penelitian sebelumnya menggunakan mediasi risiko perusahaan, sedangkan dalam penelitian ini tidak menggunakan mediasi apapun.
- b. Sampel penelitian sebelumnya adalah perusahaan hanya pada sektor properti dan real estate, sedangkan sampel penelitian ini adalah sektor perusahaan manufaktur.
- c. Teknik analisis penelitian sebelumnya menggunakan analisis PART, sedangkan pada penelitian ini menggunakan Analisis Regresi Linier Berganda (MRA).

Persamaan :

Persamaan antara penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah variabel penelitian yang digunakan sama-sama keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan.

3. Muhammad Nasrum (2013) yang berjudul "*The Influence Of Ownership Structure, Corporate Governance, Investment Decision, Financial Decision And Dividen Polycy On The Value Of The Firm Manufacturing Companies Listed On Indonesian Stock Exchange*". Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menentukan signifikansi dari efek struktur kepemilikan yang diukur dengan jumlah kepemilikan saham, tata kelola perusahaan, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan. Variabel independen dalam penelitian ini adalah struktur kepemilikan, tata tata kelola perusahaan, keputusan investasi, keputusan pendanaan yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER) dan *Debt to Assets Ratio* (DAR), dan kebijakan dividen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan yang diukur dengan *Price Book Value* (PBV). Teknik analisis data dalam penelitian ini adalah Analisis Jalur (*PATH Analysis*). Sampel yang diambil dalam penelitian ini adalah sebanyak 40 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode penelitian 2000-2009. Hasil penelitian ini adalah struktur kepemilikan, tata kelola perusahaan, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

Perbedaan :

Perbedaan antara penelitian ini dengan penelitian sebelumnya terletak pada :

- a. Variabel penelitian sebelumnya menggunakan variabel struktur kepemilikan, tata kelola perusahaan, keputusan investasi, keputusan pendanaan kebijakan deviden, dan nilai perusahaan. Sebaliknya, dalam penelitian ini hanya menggunakan variabel keputusan investasi, keputusan pendanaan kebijakan deviden, dan nilai perusahaan.
- b. Pengukuran nilai perusahaan penelitian sebelumnya menggunakan *Price Book Value* (PBV). Sebaliknya, dalam penelitian ini menggunakan *Price Earning Ratio* (PER).
- c. Periode penelitian sebelumnya menggunakan tahun 2000-2009, sedangkan dalam penelitian ini menggunakan tahun 2009-2013.
- d. Teknik analisis data penelitian sebelumnya menggunakan ANOVA, sedangkan dalam penelitian ini menggunakan Analisis Regresi Linier Berganda (MRA).

Persamaan :

Persamaan antara penelitian sebelumnya dan penelitian ini sama-sama pada sektor perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

4. Oktaviana Tiara Sari (2013) yang berjudul “Pengaruh Keputusan Investasi, Kebijakan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan”. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan keputusan dividen terhadap nilai perusahaan. Variabel independen dalam penelitian ini adalah keputusan investasi yang

diukur dengan *price earning ratio* (PER), keputusan pendanaan yang diukur dengan *debt to equity ratio* (DER), dan kebijakan deviden yang diukur dengan *dividend payout ratio* (DPR). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah nilai perusahaan yang diukur dengan *price book value* (PBV). Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah Analisis Regresi Linier Berganda (MRA). Sampel penelitian ini adalah sebanyak 35 perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2009-2011. Hasil dari penelitian ini adalah keputusan investasi dan kebijakan deviden berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sedangkan keputusan pendanaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan.

Perbedaan :

Perbedaan antara penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Oktaviana Tiara Sari terletak pada :

- a. Pengukuran variabel investasi pada penelitian sebelumnya menggunakan *Price Earning Ratio* (PER), sedangkan dalam penelitian ini menggunakan *Total Assets Growth* (TAG).
- b. Periode penelitian sebelumnya menggunakan tahun 2009-2011, sedangkan dalam penelitian ini menggunakan tahun 2009-2013.

Persamaan :

Persamaan antara penelitian ini dengan penelitian yang dilakukan oleh Oktaviana Tiara Sari terletak pada :

- a. Penelitian sebelumnya juga pada sektor perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- b. Variabel penelitian menggunakan keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan.
- c. Teknik analisis penelitian menggunakan Analisis Regresi Linier Berganda (MRA).

Berdasarkan uraian beberapa penelitian diatas, maka dapat dirumuskan peta penelitian terdahulu yang dipakai sebagai rujukan sebagai berikut :

Tabel 2.1
PETA PENELITIAN TERDAHULU

No	Nama Peneliti	Tahun	Variabel Yang Digunakan		Teknik Analisis	Sampel	Hasil Penelitian
			Independen	Dependen			
1.	Mokhamat Ansori, Denica H.N.	2010	Keputusan Investasi (CAR), Keputusan Pendanaan (BDE), dan Kebijakan Dividen (DPR)	Nilai Perusahaan (PBV)	Analisis Regresi Linear Berganda (MRA)	Perusahaan manufaktur yang tergabung dalam <i>Jakarta Islamic Index</i> (JII)	Variabel keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen mempunyai pengaruh yang positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan di <i>Jakarta Islamic Index</i> (JII)
2.	Yulia Efni, Djumilah Hadiwijoyo, Ubud Salim, dan Minarti Rahayu	2012	Keputusan Investasi (NPV, MVE/BVE), Keputusan Pendanaan (STDBV, DTA), dan Kebijakan Deviden	Nilai Perusahaan	Analisis Jalur (PATH Analysis)	Perusahaan pada sektor Properti dan Real Estate di Bursa Efek Indonesia	Keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan, namun tidak berpengaruh pada risiko perusahaan. Keputusan pendanaan hanya akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan jika keputusan pendanaan mampu menurunkan risiko perusahaan. Sebaliknya, kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung
3.	Muhammad Nasrum	2013	<i>The Influence Of Ownership Struture (the number of</i>	<i>The Value Of The Firm</i> (PBV)	Analisis Jalur (PATH Analysis)	40 Perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa	Struktur kepemilikan, tata kelola perusahaan, keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan

			<i>audit committee), Corporate Governance (the board of directors), Investment Decision, Financial Decision And Dividen Polycy (the number and price of shares)</i>			Efek Indonesia periode 2000-2009	dividen berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan
4.	Oktaviana Tiara Sari	2013	Keputusan Investasi (PER), Keputusan Pendanaan (DER), dan Kebijakan Dividen (DPR)	Nilai Perusahaan (PBV)	Analisis Regresi Linear Berganda (MRA)	35 Perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia periode 2009-2011	Keputusan investasi dan kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, Sebaliknya, keputusan pendanaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan
5.	Ardina Zahrah Fajaria	2014	Keputusan Investasi, Keputusan Pendanaan, dan Kebijakan Dividen	Nilai Perusahaan	Analisis Regresi Linear Berganda (MRA)	20 Perusahaan manufaktur yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2009 sampai dengan 2013	Keputusan investasi berpengaruh positif tidak signifikan, keputusan pendanaan berpengaruh negatif tidak signifikan, dan kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

Sumber : Mokhamat Ansori, Denica H.N. (2010), Yulia Efni, Djumilah Hadiwijoyo, Ubud Salim, dan Minarti Rahayu (2012), Muhammad Nasrum (2013), Oktaviana Tiara Sari (2013), diolah

2.2. Landasan Teori

Berdasarkan beberapa penelitian terdahulu dapat dijelaskan secara lebih rinci tentang nilai perusahaan, keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen.

2.2.1. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan seringkali dikaitkan dengan nilai saham perusahaan. Sebuah perusahaan dapat dikatakan baik jika memiliki nilai yang baik juga termasuk kinerja perusahaan tersebut. Ketika nilai saham perusahaan tinggi, maka dapat disinyalir perusahaan tersebut memiliki nilai baik. Tujuan perusahaan adalah meningkatkan kemakmuran para pemegang saham. Nilai perusahaan juga dapat didefinisikan sebagai nilai wajar perusahaan yang menggambarkan persepsi para investor terhadap emiten yang bersangkutan. Jika nilai saham perusahaan tinggi maka persepsi para investor akan perusahaan itu akan tinggi pula, dan tidak ragu untuk menginvestasikan dananya di perusahaan tersebut dengan pertimbangan-pertimbangannya. Tetapi jika nilai saham perusahaan rendah maka persepsi para investor akan negatif dan kemungkinan untuk menarik investasinya akan sangat mungkin untuk terjadi. Nilai saham yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan tersebut memiliki keuntungan yang tinggi dan kinerja yang baik.

Menurut Harmono (2009 : 233) nilai perusahaan adalah kinerja perusahaan yang dicerminkan oleh harga saham yang dibentuk oleh permintaan dan penawaran di pasar modal yang merefleksikan penilaian masyarakat terhadap kinerja perusahaan. Menurut Harmono (2009 : 50) nilai perusahaan dapat diukur

melalui nilai harga saham di pasar, berdasarkan terbentuknya harga saham perusahaan di pasar, yang merupakan refleksi penilaian oleh publik terhadap kinerja perusahaan secara riil. Dikatakan secara riil karena terbentuknya harga saham di pasar merupakan titik bertemunya kesepakatan antara permintaan dan penawaran harga yang secara riil terjadi transaksi jual beli surat berharga di pasar modal antara emiten dan para investor.

Menurut Van Horne (2007 : 243-245) pihak manajemen dapat dianggap sebagai agen dari para pemilik perusahaan, yaitu pemegang saham. Para pemegang saham akan mendelegasikan otoritas pengambilan keputusan ke pihak manajemen. Agar pihak manajemen dapat membuat keputusan yang optimal atas nama para pemegang saham, mereka tidak hanya mendapat insentif yang tepat, tetapi mereka akan diawasi juga. Pengawasan dapat dilakukan melalui berbagai metode seperti pengikatan agen, audit laporan keuangan, dan secara eksplisit membatasi keputusan pihak manajemen. Para kreditor mengawasi perilaku pihak manajemen dan pemegang saham dengan membebankan perjanjian jaminan dalam kesepakatan pinjaman antara pihak peminjam dan pemberi pinjaman.

Teori ini dikembangkan oleh Jensen dan Meckling yang menunjukkan bahwa siapapun yang mengeluarkan biaya pengawasan, biaya tersebut pada akhirnya ditanggung oleh para pemegang saham. Contohnya, para pemilik hutang, untuk mengantisipasi biaya pengawasan, akan membebankan biaya bunga yang lebih tinggi. Semakin besar kemungkinan biaya pengawasan maka semakin tinggi biaya bunga dan semakin rendah nilai perusahaan bagi para pemegang sahamnya, jika yang lain dianggap tetap. Keberadaan biaya pengawasan akan berlaku sebagai

penerbitan hutang, terutama jika diatas jumlah yang moderat. Jumlah pengawasan yang disyaratkan oleh pemilik hutang akan naik sejalan dengan jumlah hutang yang belum dilunasi. Jika hanya sedikit hutang maka pemberi hutang dapat melakukan pengawasan terbatas, namun jika banyak hutang maka mereka dapat mendesak pengawasan yang ekstensif. Biaya pengawasan akan meningkat sejalan dengan leverage keuangan.

Berikut ini beberapa penjelasan tentang indikator-indikator yang mempengaruhi nilai perusahaan diantaranya adalah :

1. *Price Earning Ratio (PER)*

Menurut Putri Prihatin Ningsih, PER yaitu rasio yang mengukur seberapa besar perbandingan antara harga saham perusahaan dengan keuntungan yang diperoleh para pemegang saham. Faktor-faktor yang mempengaruhi PER adalah :

- a. Tingkat pertumbuhan laba
- b. *Dividen Payout Ratio (DPR)*
- c. Tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemodal

Berikut ini rumus untuk mengukur nilai perusahaan menggunakan PER :

$$EPS = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Jumlah Saham Beredar}} \dots\dots\dots (1)$$

$$PER = \frac{\text{Harga Saham}}{EPS} \dots\dots\dots (2)$$

Keterangan :

EPS = Earning Per Share (Rp)

PER = *Price Earning Ratio* (X)

2. *Price Book Value (PBV)*

Menurut Mohamad Samsul (2006 : 171) PBV yaitu suatu metode estimasi harga saham yang menggunakan variabel nilai buku per saham dan suatu rasio.

Berikut ini rumus untuk mengukur nilai perusahaan menggunakan PBV :

$$BV = \frac{\text{Total Ekuitas Pemegang Saham}}{\text{Jumlah Saham}} \dots\dots\dots (3)$$

$$PBV = \frac{\text{Harga Saham}}{\text{Book Value}} \dots\dots\dots (4)$$

Keterangan :

BV = *Book Value* (Rp)

PBV = *Price Book Value* (X)

2.2.2. Keputusan Investasi

Keputusan investasi adalah salah satu keputusan yang harus diambil manajer keuangan untuk mengalokasikan dana-dana yang ada agar mendatangkan keuntungan di masa mendatang. Investasi dapat berasal dari dalam maupun luar perusahaan. Investasi yang berasal dari dalam perusahaan meliputi kas, surat-surat berharga, piutang dagang, persediaan, beban-beban yang dibayar dimuka (sewa dibayar dimuka), dan investasi jangka pendek lainnya. Investasi ini terletak dalam

aset lancar di laporan neraca perusahaan. Sebaliknya, investasi dari luar perusahaan meliputi peralatan, tanah, gedung, mesin, kendaraan, dan investasi jangka panjang lainnya. Investasi ini terletak dalam aset tetap di laporan neraca. Keputusan investasi terletak di sisi kiri laporan neraca.

Keputusan investasi dapat diukur dengan indikator *Total Asset Growth* (TAG). Semakin besar aset diharapkan semakin besar hasil operasional yang dihasilkan oleh perusahaan (Bagus Laksono, 2006). Peningkatan aset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Berikut ini rumus untuk mengukur keputusan investasi menggunakan TAG :

$$TAG = \frac{TA_t - TA_{t-1}}{TA_{t-1}} \dots\dots\dots(5)$$

Keterangan :

TAG = *Total Asset Growth* (X)

TA = Total Asset

t = Tahun sekarang

t-1 = Tahun sebelumnya

Berikut adalah beberapa teori yang mendukung keputusan investasi :

1. *Signalling Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Michael Spense di dalam artikelnya tahun 1973. Teori tersebut menyatakan bahwa pengeluaran investasi memberikan sinyal positif terhadap pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan (Wahyudi dan Pawestri, 2006).

Teori ini menunjukkan bahwa pengeluaran investasi yang dilakukan oleh perusahaan memberikan sinyal, khususnya pada investor maupun kreditur bahwa perusahaan tersebut akan tumbuh di masa mendatang. Pengeluaran investasi yang dilakukan oleh manajer pastinya telah memperhitungkan *return* yang akan diterima dan hal tersebut sudah pasti akan memilih pilihan yang paling menguntungkan perusahaan.

2. *Fisherian's Theory*

Teori ini dikemukakan oleh Irving Fisher yang merupakan ekonom neoklasik berkebangsaan Amerika. Teori tersebut menyatakan bahwa dengan adanya asimetri informasi antara investor dengan manajemen, maka investor sebagai pihak luar tidak dapat melihat perilaku manajemen dalam membuat keputusan investasi sehingga akan melakukan investigasi perilaku manajer melalui sisi lain.

Menurut Harmono (2009 : 9-10) kebijakan investasi dikatakan layak dilakukan berdasarkan konsep *Balanced Scorecard* (BSC), jika :

1. Aspek pasar berkaitan dengan investasi yang akan dilakukan harus visibel sebagai sarana untuk menyalurkan produk yang akan dihasilkan dari kegiatan investasi. Misalnya, investasi aktiva tetap berupa mesin dalam rangka meningkatkan kapasitas produksi.
2. Setelah identifikasi nilai pelanggan dari analisis marketing terpenuhi, selanjutnya disesuaikan dengan nilai-nilai proses bisnis internal berupa investasi aktiva tetap mesin sebagai bagian dari aktivitas proses bisnis internal.
3. Melakukan pengelolaan sumber daya manusia untuk melaksanakan operasionalisasi investasi aktiva tetap mesin secara profesional.
4. Melakukan pencatatan, pendokumentasian semua aktivitas dari ketiga dimensi pengelolaan BSC melalui pencatat skor dalam bentuk indikator-indikator kinerja keuangan sebagai dasar evaluasi dan pengendalian aktivitas investasi dan aktivitas lain yang terkait dalam bisnis perusahaan secara sinergis.

2.2.3. Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan adalah keputusan selanjutnya yang harus diambil manajer keuangan untuk mendanai investasi-investasi yang dilakukan perusahaan. Pada keputusan ini, manajer keuangan dituntut untuk mempertimbangkan dan menganalisis sumber-sumber dana untuk membiayai investasi-investasi tersebut. Pada keputusan ini manajer keuangan harus memahami betul berapa proporsi,

komposisi, kombinasi, dan efisiensi pembiayaan yang diperlukan perusahaan. Keputusan ini terletak pada sisi kanan laporan neraca, yaitu kewajiban lancar dan kewajiban jangka panjang. Kewajiban lancar meliputi hutang usaha dan hutang-kewajiban jangka pendek lainnya. Kewajiban jangka panjang meliputi hutang bank, penerbitan saham & obligasi, dan kewajiban jangka panjang lainnya.

Keputusan pendanaan dapat diukur dengan rasio DER (*Debt to Equity Ratio*), yaitu rasio untuk mengukur seberapa perusahaan menggunakan sumber dana dari hutang dan merefleksikan kemampuan perusahaan membayar kewajiban dalam jangka panjang. Semakin tinggi hutang maka semakin besar risiko finansial perusahaan.

Berikut ini rumus untuk mengukur keputusan pendanaan :

$$DER = \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Modal Ekuitas}} \dots\dots\dots(6)$$

Keterangan :

$$DER = \text{Debt to Equity Ratio (X)}$$

Berdasarkan proses arbitrase, M&M berkesimpulan bahwa perusahaan tidak dapat mengubah nilai total atau biaya modal rata-rata tertimbang dengan menggunakan *leverage* keuangan. Berdasarkan pembahasan sebelumnya dapat dilihat bahwa tidak hanya nilai total perusahaan yang tidak terpengaruh oleh berbagai perubahan dalam *leverage* keuangan, tetapi juga harga saham. Akibatnya, keputusan pendanaan bukanlah masalah dari sudut pandang tujuan

memaksimalkan harga saham per lembar. Struktur modal yang satu sama baiknya dengan struktur modal lainnya (Van Horne 2007 : 242).

Menurut Modigliani dan Miller (MM) menunjukkan bahwa pendapat pendekatan tradisional adalah tidak benar. MM menunjukkan kemungkinan munculnya proses *arbitrage* yang akan membuat harga saham yang tidak menggunakan hutang maupun yang menggunakan hutang akhirnya sama. Dengan demikian MM menunjukkan bahwa dalam keadaan pasar modal sempurna dan tidak ada pajak, maka keputusan pendanaan menjadi tidak relevan. Hal ini berarti penggunaan hutang atau modal sendiri akan memberi dampak yang sama bagi kemakmuran pemegang saham (Suad Husnan 2012 : 266, 268).

Berikut beberapa pendekatan mengenai teori struktur modal, yaitu sebagai berikut :

1. *Static Trade Off Theory*

Static Trade Off Theory mengemukakan bahwa hutang mempunyai dua sisi, yaitu sisi negatif dan positif. Sisi positif dari hutang bahwa pembayaran bunga akan mengurangi pendapatan kena pajak. Penghematan pajak ini akan meningkatkan nilai pasar perusahaan. Hutang menguntungkan perusahaan karena pembayaran bunga diperhitungkan sebagai biaya dan mengurangi penghasilan kena pajak, sehingga jumlah pajak yang dibayarkan perusahaan berkurang. Sisi negatifnya yaitu pembagian dividen kepada para pemegang saham tidak mengurangi pembayaran pajak perusahaan. Jadi dari sisi pajak

akan lebih menguntungkan jika perusahaan membiayai investasi dengan hutang karena adanya pengurangan pajak (Ferdiansyah F. : 2012).

Teori ini memperkirakan bahwa rasio hutang sasaran akan bervariasi dari satu perusahaan ke perusahaan lain. Perusahaan dengan aset berwujud dan aman serta laba kena pajak yang melimpah yang harus dilindungi sebaiknya memiliki rasio sasaran yang tinggi. Perusahaan yang tidak menguntungkan dengan aset tak berwujud yang berisiko sebaiknya hanya bergantung pada pendanaan ekuitas (Brealey, Myers, Marcus 2010 : 24).

2. *Pecking Oder Theory*

Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan akan menentukan hirarki sumber dana yang paling disukai. Teori ini mendasarkan diri atas informasi asimetrik, yaitu suatu istilah yang menunjukkan bahwa manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada pemodal publik. Kondisi ini dapat dilihat dari reaksi harga saham pada waktu manajemen mengumumkan sesuatu. Informasi asimetrik ini mempengaruhi pilihan antara sumber dana internal atau eksternal, dan antara penerbitan hutang baru atau ekuitas baru (Suad Husnan 2012 : 276). Keputusan pendanaan berdasarkan *pecking order theory* terhadap perilaku pendanaan perusahaan (Suad Husnan 2012 : 278) adalah sebagai berikut :

- a. Perusahaan lebih menyukai pendanaan internal.
- b. Perusahaan akan berusaha menyesuaikan rasio pembayaran dividen terhadap peluang investasi yang dihadapi, dan berupaya untuk tidak melakukan perubahan pembayaran dividen yang terlalu besar.
- c. Pembayaran dividen yang cenderung konstan dan fluktuasi laba yang diperoleh mengakibatkan dana internal kadang-kadang berlebih atau kurang untuk investasi.
- d. Apabila pendanaan eksternal dibutuhkan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dulu. Dimulai dari penerbitan obligasi, kemudian obligasi yang dapat dikonversikan menjadi modal sendiri, lalu menerbitkan saham baru.

Menurut Brealey dkk (2010 : 25) mengungkapkan bahwa teori ini berbunyi :

1. Perusahaan menyukai pendanaan internal karena dana ini terkumpul tanpa mengirimkan sinyal sebaliknya yang dapat menurunkan harga saham.
2. Jika dana eksternal dibutuhkan, perusahaan menerbitkan hutang terlebih dahulu dan hanya menerbitkan ekuitas sebagai pilihan terakhir. Teori ini muncul karena penerbitan hutang tidak terlalu diterjemahkan sebagai pertanda buruk bagi investor bila dibandingkan dengan penerbitan ekuitas.

2.2.4. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan terakhir manajer keuangan untuk menentukan proporsi laba yang dibagikan kepada para pemegang saham dalam bentuk dividen tunai, proporsi laba yang mungkin akan diputar untuk modal perusahaan (laba ditahan), dividen dalam bentuk dividen saham (saham biasa & saham preferen), pemecahan saham (*stock split*), dan pembelian saham beredar kembali, keputusan-keputusan ini bertujuan untuk meningkatkan kemakmuran dan kinerja para pemegang saham.

Kebijakan dividen dapat diukur dengan indikator DPR (*Dividen Payout Ratio*), yaitu rasio untuk mengukur besaran dividen yang akan dibagikan kepada para pemegang saham perusahaan. Berikut ini rumus untuk mengukur kebijakan dividen :

$$DPS = \frac{\text{Dividen yang dibayarkan}}{\text{Jumlah Saham Biasa Beredar}} \dots\dots\dots (7)$$

$$DPR = \frac{DPS}{EPS} \times 100\% \dots\dots\dots (8)$$

Keterangan :

DPR = *Dividen Payout Ratio* (%)

DPS = *Dividen Per Share* (Rp)

EPS = *Earning Per Share* (Rp)

Beberapa teori kebijakan dividen yang dikemukakan oleh Dermawan Sjahrial (2007 : 311-313) antara lain:

1. Teori Dividen Tidak Relevan (*Dividend Irrelevance Theory*)

Teori ini dikemukakan oleh Merton Miller dan Franco Modigliani (MM). Kebijakan dividen tidak mempengaruhi harga pasar saham perusahaan atau nilai perusahaan. Modigliani dan Miller berpendapat bahwa nilai perusahaan hanya ditentukan oleh kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan dan risiko bisnis, sedangkan bagaimana cara membagi arus pendapatan menjadi dividen dan laba ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Dividend Irrelevance Theory adalah suatu teori yang mengemukakan bahwa investor tidak peduli terhadap besar kecilnya dividen yang diberikan perusahaan kepada para pemegang saham. Teori ini diasumsikan bahwa tidak ada biaya transaksi dan pajak sehingga sulit untuk diterapkan dalam dunia nyata.

Teori ini menyatakan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh terhadap biaya modal dan nilai perusahaan. Nilai perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya DPR tapi ditentukan oleh pendapatan bersih dan kelas risiko perusahaan.

2. Teori *Bird In The Hand* (*Bird In The Hand Theory*)

Bird In The Hand Theory menurut Myron Gordon dan John Lintner adalah kebijakan dividen yang dapat berpengaruh positif terhadap harga pasar saham. Hal ini berarti dividen yang dibagikan perusahaan semakin besar, maka harga pasar saham perusahaan tersebut akan semakin tinggi dan

sebaliknya. Hal ini terjadi karena pembagian dividen dapat mengurangi ketidakpastian yang dihadapi investor.

Gordon dan Lintner menyatakan bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan turun jika *Dividend Payout Ratio* (DPR) tinggi karena investor lebih suka menerima dividen dibanding *capital gain*. Nilai perusahaan akan dimaksimalkan dengan DPR yang tinggi. Namun menurut Modigliani dan Miller, pendapat Gordon dan Lintner merupakan suatu kesalahan, karena akhirnya investor akan kembali menginvestasikan dividen yang diterima pada perusahaan yang sama atau perusahaan yang memiliki resiko yang hampir sama.

Teori *Bird-In-The-Hand* adalah teori yang menjelaskan bahwa investor menghendaki pembayaran dividen yang tinggi. Alasan yang sering dikemukakan dalam memilih Teori *Bird-In-The-Hand* ini karena ada anggapan bahwa mendapat dividen tinggi saat ini resikonya lebih kecil daripada mendapat *capital gain* di masa yang akan datang. Salah satu keuntungan bila menerapkan Teori *Bird-In-The-Hand* ini adalah dengan memberikan dividen yang tinggi, maka harga saham perusahaan juga akan semakin tinggi pula. Tetapi perlu dicatat bahwa investor diharuskan membayar pajak yang besar akibat dari dividen yang tinggi.

3. Teori Perbedaan Pajak (*Tax Preference Theory*)

Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy. Alasannya karena adanya pembayaran pajak terhadap dividen dan *capital gain*, para investor lebih menyukai *capital gain* karena dapat menunda pembayaran pajak.

Tax preference theory menyatakan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap harga pasar saham perusahaan. Hal ini berarti semakin besar jumlah dividen yang dibagikan suatu perusahaan semakin rendah harga pasar saham perusahaan yang bersangkutan. Hal ini terjadi jika ada perbedaan antara tarif pajak personal atas pendapatan dividen dan *capital gain*. Apabila tarif pajak dividen lebih tinggi daripada pajak *capital gain*, maka investor akan lebih senang jika laba yang diperoleh perusahaan tetap ditahan di perusahaan, untuk mendanai investasi yang dilakukan perusahaan. Dengan demikian di masa yang akan datang diharapkan terjadi peningkatan *capital gain* yang tarif pajaknya lebih rendah. Apabila banyak investor yang memiliki pandangan demikian, maka investor cenderung memilih saham-saham dengan dividen kecil dengan tujuan untuk menghindari pajak.

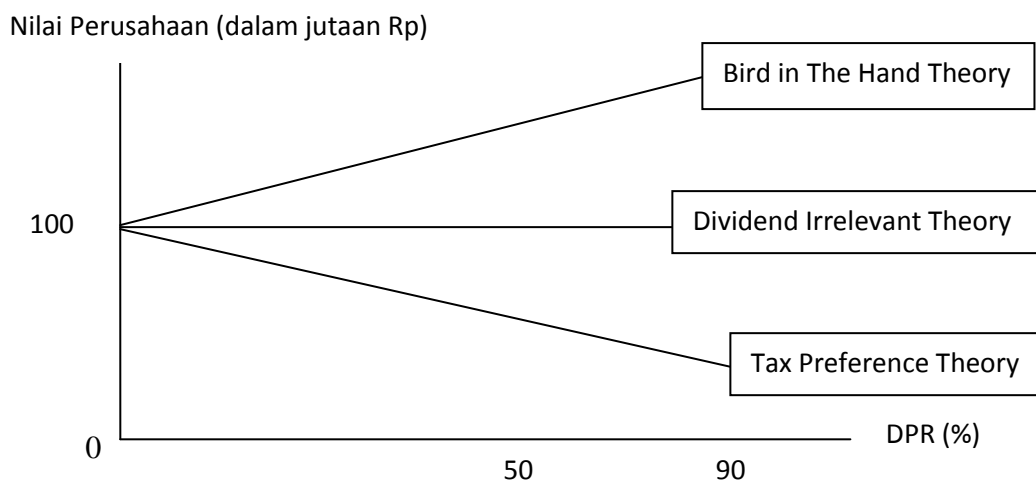
Teori ini adalah teori yang mengemukakan bahwa investor menghendaki pembayaran dividen yang rendah. Hal ini dikarenakan dividen dikenakan pajak, sehingga banyak investor tidak menghendaki pembayaran dividen yang tinggi.

Berdasarkan ketiga teori diatas dapat disimpulkan bahwa pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan tergantung dari kelompok pemegang saham. Kelompok saham yang suka kepastian akan lebih menyukai dividen daripada *capital gain* yang belum pasti akan diperoleh, kelompok ini lebih menyukai posisi aman. Kelompok pemegang saham lainnya yang bertujuan untuk menghindari pajak yang tinggi akan lebih menyukai menahan sebagian labanya untuk mendanai investasi yang dilakukan perusahaan. Kelompok yang terakhir

yaitu pemegang saham yang tidak peduli terhadap pembagian dividen, sehingga tidak ada biaya transaksi dan pajak. Namun kelompok ini sangat jarang terjadi karena pada kehidupan nyata investor tetap memperhitungkan perolehan dividen baik besar maupun kecil, sehingga akan mempengaruhi nilai perusahaan.

Berdasarkan penjelasan diatas, didukung juga oleh teori efek klien (*Clientele Effect Theory*) menurut Agnes Sawir (2004 : 148) yang menyatakan bahwa kelompok pemegang saham yang memiliki preferensi berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan saat ini lebih menyukai *dividend payout ratio* yang tinggi. Sebaliknya, kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menahan sebagian laba bersihnya.

Menurut Modigliani dan Miller (MM), efek klien ini tidak menunjukkan bahwa dividen besar lebih baik daripada dividen kecil atau sebaliknya. Efek klien ini hanya memperlihatkan bahwa bagi sekelompok pemegang saham, kebijakan dividen tertentu lebih menguntungkan mereka (Agnes Sawir 2004 : 148).



Gambar 2.1
GRAFIK TEORI KEBIJAKAN DIVIDEN

2.2.5. Pengaruh Keputusan Investasi Terhadap Nilai Perusahaan

Keputusan investasi adalah keputusan yang harus diambil seorang manajer keuangan untuk mengalokasikan dana-dana yang ada sehingga mendatangkan keuntungan di masa mendatang. Keputusan investasi akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan jika manajer tersebut dapat mengalokasikan dana-dana tersebut dengan tepat di berbagai aset perusahaan yang mendukung, sehingga mendatangkan keuntungan di masa mendatang dan meningkatkan nilai perusahaan, dan juga sebaliknya. Namun keputusan investasi akan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan jika manajer tersebut juga mengalokasikan dana pada aset-aset yang tidak mendukung kegiatan operasionalnya, sehingga akan mendatangkan kerugian di masa mendatang dan menurunkan nilai perusahaan.

Menurut *Signalling Theory* menyatakan bahwa pengaruh investasi terhadap nilai perusahaan positif karena pengeluaran investasi yang dilakukan oleh perusahaan memberikan sinyal, khususnya pada investor maupun kreditur bahwa perusahaan tersebut akan tumbuh di masa mendatang.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya yaitu Mokhamat Ansori dkk (2010), Yulia Efni dkk (2012), Oktaviana Tiara Sari (2013), dan Muhammad Nasrum (2013) didapatkan kesimpulan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti dengan meningkatnya investasi yang dilakukan oleh perusahaan, maka akan mengakibatkan meningkatnya nilai perusahaan.

2.2.6. Pengaruh Keputusan Pendanaan Terhadap Nilai Perusahaan

Keputusan pendanaan adalah keputusan selanjutnya yang harus diambil seorang manajer keuangan untuk mendanai investasi-investasi yang dilakukan perusahaan. Keputusan pendanaan akan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan jika proporsi hutang meningkat maka dana operasional yang tersedia meningkat, jika hutang tersebut dikelola dengan baik maka dapat meningkatkan laba perusahaan sehingga kinerja perusahaan akan tinggi. Jika kinerja perusahaan tinggi maka akan menaikkan harga saham, sehingga nilai perusahaan akan ikut meningkat. Namun keputusan pendanaan akan berpengaruh negatif jika proporsi hutang sangat besar, sehingga menimbulkan biaya bunga yang lebih tinggi dan laba yang diperoleh menurun dan nilai perusahaan juga akan menurun.

Menurut *Static Trade Off Theory* (Yulia efni dkk, 2012) menyatakan bahwa kenaikan hutang akan bermanfaat jika dapat meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini berarti bahwa penambahan hutang belum mencapai batas optimal dari jumlah hutang yang dapat menyebabkan nilai perusahaan tersebut maksimal.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya yaitu Oktaviana Tiara Sari (2013), didapatkan kesimpulan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti tinggi rendahnya *Debt to Equity Ratio* pada perusahaan tidak berpengaruh pada nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya yaitu Yulia Efni dkk (2012) didapatkan kesimpulan bahwa keputusan pendanaan hanya akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan jika keputusan pendanaan mampu menurunkan risiko

perusahaan. Hal ini berarti keputusan pendanaan dapat menghasilkan manfaat yang lebih besar dibandingkan kerugian yang timbul akibat keputusan tersebut sehingga meningkatkan nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya yaitu Mokhamat Ansori dkk (2010) dan Muhammad Nasrum (2013) didapatkan kesimpulan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti semakin meningkat variabel keputusan pendanaan maka akan mengakibatkan nilai perusahaan meningkat.

2.2.7. Pengaruh Kebijakan Dividen Terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen adalah keputusan terakhir yang harus diambil oleh seorang manajer keuangan untuk menentukan proporsi laba yang dibagikan kepada para pemegang saham yang bertujuan untuk meningkatkan kekayaan dan kinerja para pemegang saham. Kebijakan dividen akan berpengaruh positif jika dividen yang dibagikan tinggi maka harga saham akan meningkat, sehingga nilai perusahaan akan meningkat. Namun kebijakan dividen akan berpengaruh negatif jika laba yang diperoleh perusahaan sebagian besar digunakan untuk pembagian dividen, maka kemungkinan besar akan mengurangi laba ditahan sebagai tambahan dana untuk perputaran modal periode selanjutnya, sehingga laba selanjutnya akan menurun dan nilai perusahaan pun akan menurun.

Menurut *Bird In The Hand Theory*, kebijakan dividen dapat berpengaruh positif terhadap harga pasar saham. Hal ini berarti dividen yang dibagikan perusahaan semakin besar, maka harga pasar saham perusahaan tersebut akan

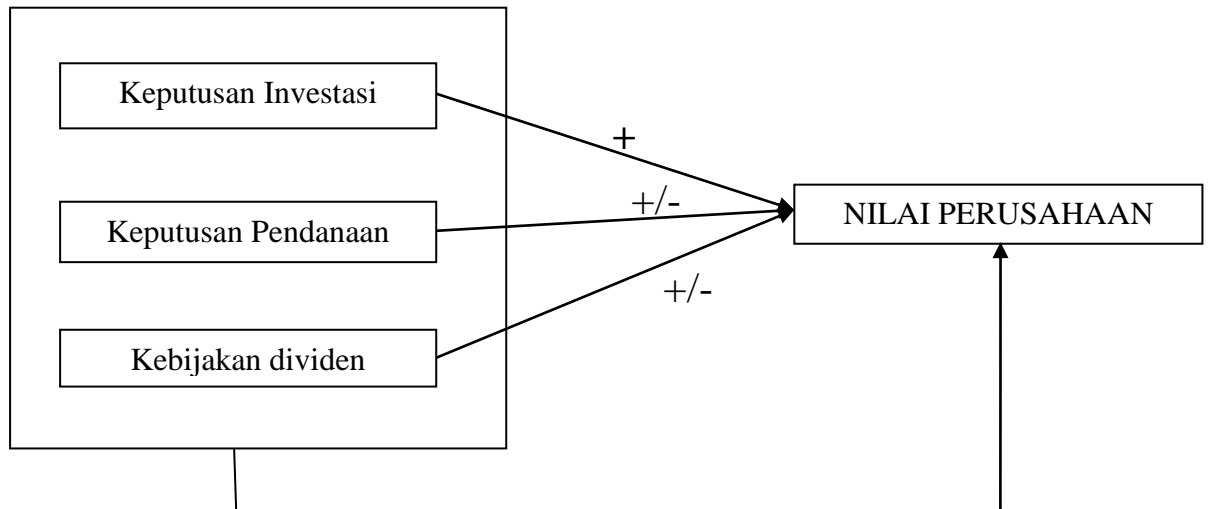
semakin tinggi dan sebaliknya. Sebaliknya, menurut *Tax preference theory* menyatakan bahwa kebijakan dividen mempunyai pengaruh negatif terhadap harga pasar saham perusahaan. Hal ini berarti semakin besar jumlah dividen yang dibagikan suatu perusahaan semakin rendah harga pasar saham perusahaan yang bersangkutan.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya yaitu Yulia Efni dkk (2012) didapat kesimpulan bahwa kebijakan dividen tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan baik secara langsung maupun tidak langsung. Hal ini berarti kebijakan dividen hanya mengubah *timing* pembayaran dividen sedemikian rupa sehingga total aliran kas yang akan diterima dimasa mendatang akan tetap sama.

Namun berdasarkan hasil penelitian sebelumnya yaitu Mokhamat Ansori dkk (2010), Oktaviana Tiara Sari (2013), dan Muhammad Nasrum (2013) didapatkan kesimpulan bahwa keputusan dividen berpengaruh positif secara signifikan terhadap nilai perusahaan. Hal ini berarti semakin besar dividen yang dibagikan, maka kinerja perusahaan akan meningkat yang akan meningkatkan pula nilai perusahaan.

2.3. Kerangka Penelitian

Berdasarkan landasan teori diatas dapat digambarkan hubungan antara keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, dan nilai perusahaan dalam bentuk gambar sebagai berikut :



Gambar 2.2

KERANGKA PEMIKIRAN

2.4. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kerangka pemikiran diatas dapat dirumuskan hipotesis penelitian ini yaitu :

H1 : Terdapat pengaruh secara simultan keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, terhadap nilai perusahaan.

H2 : Terdapat pengaruh positif keputusan investasi terhadap nilai perusahaan.

H3 : Terdapat pengaruh keputusan pendanaan terhadap nilai perusahaan.

H4 : Terdapat pengaruh kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan.