

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Pasar Modal

a. Pengertian Pasar Modal

Menurut Sartono (1998) pasar modal adalah tempat terjadinya transaksi *asset* keuangan jangka panjang atau *long-term financial asset*. Pasal 1 Keputusan Presiden No 60 Tahun 1988 Tanggal 20 Desember 1988 Tentang Pasar Modal, yang dimaksud dengan pasar modal adalah bursa yang merupakan sarana untuk mempertemukan penawaran dan permintaan dana jangka panjang dalam bentuk efek, sebagaimana dimaksud dalam Undang-Undang Nomor 15 Tahun 1952. Bentuk umum surat berharga yang diperjualbelikan di pasar modal adalah obligasi, saham preferen, saham biasa. Surat berharga yang diperjualbelikan di pasar modal memiliki jatuh tempo lebih dari satu tahun. Obligasi merupakan utang jangka panjang yang digunakan perusahaan untuk mendapatkan dana jangka panjang. Saham biasa adalah bukti penyertaan modal dalam perusahaan. Pemegang saham biasa memperoleh pembayaran dividen dan tingkat keuntungan residual saham. Saham preferen adalah bentuk ikhtisar dari

b. Manfaat Pasar Modal

Pasar modal menjadi tempat yang memungkinkan terpenuhinya kebutuhan dana jangka panjang untuk investasi jangka panjang dalam bentuk bangunan, peralatan dan sarana produksi lainnya. Pasar modal menjadi sarana yang efektif untuk mempercepat akumulasi dana bagi pembiayaan pembangunan melalui mekanisme pengumpulan dana dari masyarakat dan menyalurkan dana tersebut ke sektor-sektor yang produktif. Manfaat pasar modal secara luas yaitu:

- 1) Menciptakan pasar secara terus-menerus bagi efek yang telah ditawarkan kepada masyarakat.
- 2) Menciptakan harga yang wajar bagi efek yang bersangkutan melalui mekanisme pasar.
- 3) Membantu pembelanjaan (pemenuhan dana) dunia usaha, melalui penghimpunan dana masyarakat.
- 4) Memperluas proses perluasan partisipasi masyarakat dalam pemilihan saham-saham perusahaan.

c. Indeks Harga Saham

Indeks harga saham adalah suatu indikator yang menunjukkan pergerakan harga saham. Di pasar modal sebuah indeks diharapkan memiliki fungsi:

- 1) Sebagai indikator tren saham.
- 2) Sebagai indikator tingkat keuntungan.

4) Memfasilitasi pembentukan portofolio dengan strategi pasif.

Indeks berfungsi sebagai indikator tren pasar artinya pergerakan indeks menggambarkan kondisi pasar pada suatu saat apakah pasar sedang aktif atau lesu. Pasar yang sedang bergairah atau terjadi transaksi yang aktif ditunjukkan dengan indeks harga saham yang mengalami kenaikan dan kondisi inilah yang diinginkan. Keadaan stabil ditunjukkan dengan indeks harga saham yang tetap, sedangkan pasar yang lesu ditunjukkan dengan indeks harga saham yang mengalami penurunan, dengan adanya indeks kita dapat mengetahui tren pergerakan harga saat ini apakah sedang naik, stabil, atau turun. Misalnya, jika di awal bulan nilai indeks 300 dan saat ini di akhir bulan menjadi 360, maka kita dapat mengatakan bahwa secara rata-rata harga saham mengalami peningkatan sebesar 20%. Pergerakan indeks menjadi indikator penting bagi para investor untuk menentukan apakah mereka akan menjual, menahan, atau membeli satu atau beberapa saham, karena harga-harga saham bergerak dalam hitungan detik dan menit, maka nilai indeks pun bergerak turun naik dalam hitungan waktu yang cepat pula. Pada Bursa Efek Indonesia terdapat 7 jenis indeks, antara lain Indeks Individual, Indeks Harga Saham Sektoral, Indeks Harga Saham Gabungan atau IHSG (*Composite Stock Price Index*), Indeks LQ 45, Indeks Papan Utama dan Papan Pengembangan, Indeks KOMPAS 100, dan Indeks Syariah.

2. Keputusan Investasi

Keputusan investasi didefinisikan sebagai kombinasi antara aktiva yang dimiliki (*asset in place*) dan pilihan investasi di masa yang akan datang dengan *net present value* positif (Myers dalam Wijaya, dkk., 2010). Perusahaan adalah kombinasi antara nilai aktiva riil dengan pilihan investasi di masa yang akan datang (Myers dalam Sarpi, 2009). Pertumbuhan perusahaan adalah faktor yang diharapkan oleh investor sehingga perusahaan tersebut dapat memberikan imbal hasil yang diharapkan. Pertumbuhan perusahaan yang selalu meningkat dan bertambahnya nilai aset diharapkan dapat mendorong ekspektasi bagi investor karena kesempatan investasi dengan keuntungan yang diharapkan dapat tercapai. Teori-teori yang melatarbelakangi keputusan investasi:

a. *Signalling Theory*

Teori ini 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 kepada investor maupun kreditur bahwa perusahaan tersebut akan tumbuh di masa mendatang. Pengeluaran investasi yang dilakukan

dan hal tersebut sudah pasti akan memilih pilihan yang paling menguntungkan perusahaan.

b. *Fisherian's Theory*

Teori ini 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. Perilaku-perilaku manajer lainnya yang dapat menunjukkan pembuatan keputusan investasi adalah melalui kebijakan struktur modal (Sarpi, 2006).

Keputusan investasi yang dilakukan oleh manajemen perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki pilihan-pilihan atau kesempatan investasi (*investment opportunity set-IOS*) untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan. Gaver dalam Sarpi, 2006 menyatakan bahwa kesempatan investasi atau pilihan-pilihan pertumbuhan (*growth option*) suatu perusahaan merupakan sesuatu yang melekat dan bersifat tidak dapat diobservasi (*inherently observable*). Dengan demikian, keputusan investasi tersebut memerlukan proksi atau indikator yang dapat mengungkap variabel tersebut. Keputusan investasi sering digambarkan oleh banyak peneliti dalam *investment opportunity set (IOS)*. Secara umum dapat dikatakan bahwa IOS menggambarkan tentang luasnya kesempatan atau peluang investasi bagi suatu perusahaan, namun sangat tergantung pada pilihan pengeluaran modal yang dilakukan oleh perusahaan di masa mendatang. Hal ini dapat diartikan sebagai

IOS tidak dapat diobservasi sehingga membutuhkan proksi untuk mengukurnya.

Kallapur dan Trombley menyatakan bahwa proksi-proksi IOS dapat digolongkan menjadi 3 jenis (Sarpi, 2006):

1) Proksi IOS berbasis pada harga, merupakan proksi yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga pasar. Proksi ini didasari anggapan yang menyatakan bahwa prospek pertumbuhan perusahaan secara parsial dinyatakan dalam harga-harga saham, dan perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar yang lebih tinggi secara *relative* untuk aset yang dimiliki. IOS yang didasari pada harga akan berbentuk suatu rasio sebagai suatu ukuran aset yang dimiliki dan nilai pasar perusahaan. Rasio-rasio yang telah digunakan dalam beberapa penelitian yang berkaitan dengan proksi pasar antara lain:

- a) *Market to book value equity*
- b) *Market to book value assets*
- c) *Earning to Price Ratio*

2) Proksi IOS berbasis pada investasi, merupakan proksi yang percaya pada gagasan bahwa suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan. Rasio-rasio yang sering digunakan oleh peneliti antara lain:

- a) *Ratio investment to net sales.*

c) *Rasio capital expenditure to market value of assets.*

- 3) Proksi IOS berbasis pada varian (*variance measurement*) merupakan proksi yang mengungkapkan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh seperti variabilitas *return* yang mendasari peningkatan asset (Sarpi, 2006).

3. Kebijakan Dividen

Keputusan kebijakan dividen adalah keputusan tentang seberapa banyak laba saat ini yang akan dibayarkan sebagai dividen daripada ditahan untuk diinvestasikan kembali dalam perusahaan (Brigham dan Houston, 2001). Beberapa teori kebijakan dividen adalah:

a. Teori dividen tidak relevan

Menurut Modigliani dan Miller (MM) dalam Wijaya, dkk., (2010) nilai suatu perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya DPR, tapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan kelas risiko perusahaan. Jadi menurut MM, dividen adalah tidak relevan. Pernyataan MM ini didasarkan pada beberapa asumsi penting yang “lemah“ seperti:

- 1) Pasar modal sempurna dimana semua investor adalah rasional.
- 2) Tidak ada biaya emisi saham baru jika perusahaan menerbitkan saham baru.
- 3) Tidak ada pajak.
- 4) Kebijakan investasi perusahaan tidak berubah.

Pada praktiknya :

- a). Pasar modal yang sempurna sulit ditemui.
- b). Biaya emisi saham baru pasti ada.
- c). Pajak pasti ada.
- d). Kebijakan investasi perusahaan tidak mungkin tidak berubah.

Beberapa ahli menentang pendapat MM tentang dividen adalah tidak relevan dengan menunjukkan bahwa adanya biaya emisi saham baru akan mempengaruhi nilai perusahaan. Modal sendiri dapat berasal dari laba ditahan dan menerbitkan saham biasa baru. Jika modal sendiri berasal dari laba ditahan, biaya modal sendiri sebesar K_s (Biaya modal sendiri dari laba ditahan). Tapi bila berasal dari saham biasa baru, biaya modal sendiri adalah K_e (biaya modal sendiri dari saham biasa baru).

Beberapa ahli menyoroti asumsi tidak adanya pajak. Jika ada pajak maka penghasilan investor dari dividen dan dari *capital gains* (kenaikan harga saham) akan dikenai pajak. Seandainya tingkat pajak untuk dividen dan *capital gains* adalah sama, investor cenderung lebih suka menerima *capital gains* dari pada dividen karena pajak pada *capital gains* baru dibayar saat saham dijual dan keuntungan diakui/dinikmati. Dengan kata lain, investor lebih untung karena dapat menunda pembayaran pajak. Investor lebih suka bila perusahaan menetapkan DPR yang rendah, menginvestasikan kembali keuntungan dan menaikkan nilai perusahaan atau harga saham.

b. Teori *The Bird In The Hand*

Gordon dan Lintner dalam Hatta (2002) menyatakan bahwa biaya modal sendiri perusahaan akan naik jika DPR rendah karena investor lebih suka menerima dividen dari pada *capital gains*. Menurut mereka, investor memandang *dividend yield* lebih pasti dari pada *capital gains yield*. Perlu diingat bahwa dilihat dari sisi investor, biaya modal sendiri dari laba ditahan (Ks) adalah tingkat keuntungan yang disyaratkan investor pada saham. Ks adalah keuntungan dari dividen (*dividend yield*) ditambah keuntungan dari *capital gains* (*capital gains yield*). Modigliani dan Miller menganggap bahwa argumen Gordon dan Lintner ini merupakan suatu kesalahan (MM menggunakan istilah "*The Bird in the hand Fallacy*"). Menurut MM, pada akhirnya investor akan kembali menginvestasikan dividen yang diterima pada perusahaan yang sama atau perusahaan yang memiliki risiko yang hampir sama.

c. Teori Perbedaan Pajak

Teori ini diajukan oleh Litzenberger dan Ramaswamy dalam Hatta (2002). Mereka menyatakan bahwa karena adanya pajak terhadap keuntungan dividen dan *capital gains*, para investor lebih menyukai *capital gains* karena dapat menunda pembayaran pajak. Oleh karena itu, investor mensyaratkan suatu tingkat keuntungan yang lebih tinggi pada saham yang memberikan *dividend yield* tinggi, *capital gains yield* rendah dari pada saham dengan *dividend yield* rendah, *capital gains yield* tinggi.

Jika pajak atas dividen lebih besar dari pajak atas *capital gains*, maka

ini akan makin terasa. Jika manajemen percaya bahwa teori "Dividen tidak relevan" dari MM adalah benar, maka perusahaan tidak perlu memperdulikan berapa besar dividen yang harus dibagi. Jika mereka menganut teori "*The Bird in the Hand*", mereka harus membagi seluruh EAT dalam bentuk dividen. Bila manajemen cenderung mempercayai teori perbedaan pajak (*Tax Differential Theory*), mereka harus menahan seluruh EAT atau DPR = 0 %.

d. Teori *Signaling Hypothesis*

Ada bukti empiris bahwa jika ada kenaikan dividen, sering diikuti dengan kenaikan harga saham. Sebaliknya penurunan dividen pada umumnya menyebabkan harga saham turun. Fenomena ini dapat dianggap sebagai bukti bahwa para investor lebih menyukai dividen dari pada capital gains. Tapi MM berpendapat bahwa suatu kenaikan dividen yang diatas biasanya merupakan suatu "sinyal" kepada para investor bahwa manajemen perusahaan meramalkan suatu penghasilan yang baik dividen masa mendatang. Sebaliknya, suatu penurunan dividen atau kenaikan dividen yang dibawah kenaikan normal (biasanya) diyakini investor sebagai suatu sinyal bahwa perusahaan menghadapi masa sulit dividen waktu mendatang. Seperti teori dividen yang lain, teori "*Signaling Hypotesis*" ini juga sulit dibuktikan secara empiris karena perubahan dividen mengandung beberapa informasi, namun sulit dikatakan apakah kenaikan dan penurunan harga saham disebabkan oleh perubahan dividen.

dividen semata-mata disebabkan oleh efek "sinyal" atau disebut karena efek "sinyal" dan preferensi terhadap dividen.

e. Teori *Clientele Effect*

Teori ini menyatakan bahwa kelompok (*clientele*) pemegang saham yang berbeda akan memiliki preferensi yang berbeda terhadap kebijakan dividen perusahaan. Kelompok pemegang saham yang membutuhkan penghasilan pada saat ini lebih menyukai suatu *Dividend Payout Ratio* yang tinggi. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang saat ini lebih senang jika perusahaan menah bagian besar laba bersih perusahaan. Jika ada perbedaan pajak bagi individu (misalnya orang lanjut usia dikenai pajak lebih ringan) maka pemegang saham yang dikenai pajak tinggi lebih menyukai *capital gain* karena dapat menunda pembayaran pajak. Kelompok ini lebih senang jika perusahaan membagi dividen yang kecil. Sebaliknya kelompok pemegang saham yang dikenai pajak relatif rendah cenderung menyukai dividen yang besar. Bukti empiris menunjukkan bahwa efek dari "*Clientele*" ini ada. Tapi menurut MM hal ini tidak menunjukkan bahwa lebih baik dari dividen kecil, demikian sebaliknya. Efek "*Clientele*" ini hanya mengatakan bahwa bagi sekelompok pemegang saham, kebijakan dividen tertentu lebih menguntungkan mereka.

4. Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan didefinisikan sebagai keputusan yang

perusahaan selalu membutuhkan dana untuk mengelola aktivitas usahanya. Kebutuhan dana tersebut dipergunakan untuk mendanai berbagai kegiatan investasi atau untuk membiayai kebutuhan operasional perusahaan sehari-harinya. Pemenuhan terhadap kebutuhan dana tersebut, harus diupayakan untuk mencari komposisi sumber dana yang menghasilkan biaya paling murah. Keputusan untuk mempertimbangkan dan menganalisis kombinasi dari sumber-sumber dana yang ekonomis bagi perusahaan guna membelanjai kebutuhan-kebutuhan investasi dan kegiatan usahanya disebut dengan keputusan pendanaan (Sutrisno, 2004).

Menurut Riyanto (1995), keputusan pendanaan perusahaan terbagi menjadi dua fungsi, yaitu fungsi pengalokasian dana (pembelanjaan aktif) dan fungsi pemenuhan kebutuhan dana (pembelanjaan pasif). Namun keputusan pembelanjaan yang dibicarakan ini lebih ditekankan pada fungsi pembelanjaan pasif, yaitu semua aktifitas perusahaan yang bersangkutan dengan usaha mendapatkan dana yang dibutuhkan oleh perusahaan. Keputusan pembelanjaan berkaitan dengan penentuan sumber dana yang akan digunakan, penentuan kebutuhan aktiva dan pasiva atau penentuan struktur modal yang optimal.

Kebijakan pembelanjaan memiliki keterkaitan erat dengan keputusan investasi yang akan dilakukan perusahaan, seperti diungkapkan berikut ini: *"financing policy of a firm has interdependence with investment decision"*. Jadi ketika sebuah proyek investasi telah diputuskan untuk dikerjakan,

mendapatkan sumber dana yang mencukupi untuk mendukung kegiatan tersebut. Alternatif sumber dana yang dapat digunakan perusahaan ditinjau dari asal dana tersebut diperoleh dibedakan menjadi:

- a. Sumber dana internal, yaitu modal atau dana yang dibentuk atau dihasilkan sendiri di dalam perusahaan; diperoleh dari penyusutan dan laba ditahan.
- b. Sumber dana eksternal, yaitu modal atau dana yang diperoleh dari luar perusahaan; diperoleh dari pemilik, peserta atau pengambil bagian didalam perusahaan (modal saham biasa dan saham istimewa) atau dari kreditur (hutang bank, obligasi, *commercial paper* dan hutang dagang).

Perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya cenderung memilih penggunaan sumber dana internal daripada sumber dana eksternal, pernyataan ini dikenal dengan *Pecking Order Theory*. Sumber pendanaan terbesar bagi sebuah perusahaan publik maupun perusahaan privat adalah pendanaan internal yaitu penginvestasian ulang perolehan laba yang dihasilkan perusahaan dari pengelolaan aset-asetnya yang tersedia (laba ditahan). Oleh karena itu pendanaan internal lebih disukai perusahaan sebab lebih mudah didapat dan untuk menghindari hilangnya wewenang pengawasan dan fleksibilitas di dalam perusahaan. Seiring dengan pertumbuhan perusahaan yang kian meningkat, kebutuhan akan uang kas juga semakin bertambah untuk keperluan mendanai proyek-proyek besar, di lain pihak risiko bisnis juga semakin meningkat karena ketatnya

persaingan dengan kompetitor maupun ketidaksiapan kondisi perekonomian. Pada kondisi ini seringkali sumber pendanaan internal yang dimiliki perusahaan tidak mencukupi atau sudah terpakai seluruhnya sehingga perlu mulai mempertimbangkan alternatif sumber dana yang lain, yaitu penggunaan sumber dana eksternal. Aktivitas memperoleh tambahan modal menggunakan sumber pendanaan eksternal dapat dilakukan dengan menerbitkan ekuitas dalam bentuk saham atau hutang melalui pasar modal dengan menjual obligasi. Bagi perusahaan publik aktivitas penerbitan ekuitas dapat dengan mudah dilakukan, tetapi bagi perusahaan privat aktivitas tersebut akan sulit dilakukan karena status perusahaan privat yang belum *go public*. Hal ini membuat perusahaan privat memiliki sedikit pilihan dan keterbatasan akses untuk dapat memanfaatkan peranan pasar modal sebagai media perantara bagi sumber pembiayaan eksternal. Oleh karena itu, penerbitan ekuitas bagi perusahaan yang belum *go public* dapat dilakukan dengan jalan terlebih dahulu melaksanakan IPO (*Initial Public Offering*) atau dengan jalan melaksanakan SEO (*Seasoned Equity Offering*) bagi perusahaan yang harus *go public*.

5. Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan saham dalam suatu perusahaan terdiri dari kepemilikan saham oleh institusi dan kepemilikan saham oleh manajerial.

a. Kepemilikan institusional

Kepemilikan institusional merupakan proporsi kepemilikan saham oleh institusi. Kepemilikan institusional diukur sesuai dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki oleh pemilik institusi dan kepemilikan oleh *blockholder*.

b. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan saham manajerial merupakan kepemilikan saham terbesar oleh manajemen perusahaan yang diukur dengan prosentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen.

Hasil penelitian Lee et al., (1992) dalam Animah dan Ramadhani (2008) menyatakan bahwa investor institusional biasanya memiliki saham dengan jumlah besar, sehingga jika mereka melikuidasi sahamnya akan mempengaruhi nilai saham secara keseluruhan. Pihak manajerial adalah pihak yang menjalankan perusahaan. Nuringsih (2005) berpendapat bahwa manajer mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan untuk menyetarakan dengan pemegang saham agar dapat menghasilkan kinerja yang lebih baik. Penelitian Jensen dan Meckling (1976) dalam Animah dan Ramadhani (2008) menyatakan bahwa terdapat kesejajaran antara kepentingan manajer dan pemegang saham pada saat manajer memiliki saham perusahaan dalam jumlah yang besar. Struktur kepemilikan saham adalah proporsi kepemilikan institusional dan

6. Ukuran Perusahaan

Besar (ukuran) perusahaan dapat dinyatakan dalam total aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar. Semakin besar total aktiva, maka semakin banyak modal yang ditanam. Semakin banyak penjualan, maka semakin banyak perputaran uang. Semakin besar kapitalisasi pasar, maka semakin dikenal dalam masyarakat. Perusahaan yang memiliki total aktiva besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana dalam tahap ini arus kas perusahaan sudah positif dan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama, selain itu juga mencerminkan bahwa perusahaan relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibanding perusahaan dengan total aset yang kecil (Indriani dalam Animah dan Ramadhani, 2008). Semakin besar ukuran perusahaan, biasanya informasi yang tersedia untuk investor dalam pengambilan keputusan sehubungan dengan investasi dalam saham perusahaan tersebut semakin banyak (Siregar dan Utama, 2005). Ukuran perusahaan pada penelitian ini diproksikan ke dalam logaritma dari total aktiva (Nuringsih, 2005).

7. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan dapat diindikasikan atau tersirat dari sejumlah variabel atau sinyal yang melekat pada perusahaan tersebut. Jika pemilik tidak mampu menyiratkan nilai perusahaannya, maka mereka hanya akan menerima kompensasi sebesar nilai rata-rata perusahaannya. Akibatnya, bagi perusahaan yang berkualitas baik, nilai yang akan diterima akan di

bawah nilai sebenarnya, sedangkan perusahaan yang berkualitas buruk akan menerima nilai di atas nilai sebenarnya (Gumanti dalam Animah dan Ramadhani, 2008). Pada penelitian ini, nilai perusahaan diindikasikan dengan *Price to Book Value* (PBV). PBV adalah rasio yang menunjukkan apakah harga saham (harga pasarannya) yang diperdagangkan di atas atau di bawah nilai buku saham tersebut. Istilah teknisnya adalah apakah saham tersebut *overvalued* atau *undervalued*. *Price to Book Value* adalah perbandingan antara harga pasar dan nilai buku saham (Husnan, 2003:276). Semakin meningkatnya *Price to Book Value* maka akan menaikkan harga.

B. Hasil Penelitian Terdahulu

Penelitian ini menguji pengaruh hubungan antara variabel nilai perusahaan yang diukur dengan *Price to Book Value* sebagai variabel dependen dan variabel keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, struktur kepemilikan dan ukuran perusahaan yang masing-masing diukur dengan *price earning ratio*, *debt to equity ratio*, *dividend payout ratio*, persentase kepemilikan manajerial dan institusional, dan logaritma natural aktiva sebagai variabel independen. Penelitian yang menguji variabel-variabel tersebut pernah dilakukan di Indonesia, seperti penelitian yang dilakukan oleh Wijaya, dkk., (2010) memperoleh hasil keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Haruman (2007) mengatakan bahwa keputusan investasi berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

dividen berpengaruh secara negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Amri (2008) mengatakan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Rachmawati dan Triatmoko (2007) mengatakan bahwa struktur kepemilikan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Fitriani (2010) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

C. Hipotesis

1. Keputusan investasi

Investasi adalah mengeluarkan dana lebih dari satu aset yang akan digunakan untuk beberapa jangka waktu di masa depan. Investasi yang dilakukan perusahaan untuk memperlancar proses operasinya berupa investasi pada aktiva. Jika kekurangan aktiva tetap, maka perusahaan akan mengalami kesulitan dalam memenuhi keinginan konsumen sehingga perusahaan akan kehilangan konsumen potensial dan jika perusahaan memiliki aktiva tetap yang berlebihan maka perusahaan akan mengalami *idle fixed assets* (aktiva yang tidak terpakai), sehingga akan menambah biaya bagi perusahaan, diantaranya biaya perawatan. Maka komposisi aktiva perusahaan harus seimbang sesuai dengan kebutuhan. Oleh karena itu, keputusan investasi menjadi sangat penting karena akan mempengaruhi pencapaian tujuan perusahaan dan merupakan inti dari seluruh analisis keuangan (Gitman dan Brealy&Myers dalam Haruman,

yang mengatakan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh investasi. Wahyudi dan Pawestri (2006) dalam penelitiannya menemukan hasil bahwa keputusan investasi tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Amri (2008) mengatakan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Wijaya, dkk., (2010) dalam penelitiannya menemukan hasil bahwa keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis yang diajukan adalah:

H₁: Keputusan investasi berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

2. Keputusan pendanaan

Pada saat pengambilan keputusan keuangan, hal yang harus dilakukan adalah mencari sumber pendanaan yang optimal dengan cara menentukan untuk memakai modal sendiri (internal) atau modal dari luar (eksternal). Pemilihan komposisi ini disebut sebagai keputusan struktur modal. Menurut Goldon Donalson dalam Haruman (2007) apabila terjadi *asymmetric information* akan mendorong perusahaan untuk menggunakan hutang, bukan menerbitkan saham baru. Hal tersebut dikarenakan para pemodal akan melihat bahwa penerbitan saham baru dinilai sebagai sinyal yang buruk, biaya modal pun akan tinggi dan menurunkan nilai perusahaan. Modigliani & Miller, De Angelo & Masulis, Bradley et al, Park & Evan dalam Haruman (2007) mengatakan bahwa pendanaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Apabila pendanaan didanani dengan hutang, peningkatan tersebut akan lebih signifikan dibandingkan jika pendanaan

perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak sehingga dapat memberi manfaat bagi pemegang saham, selain itu penggunaan dana eksternal akan menambah pendapatan perusahaan yang nantinya digunakan untuk investasi yang menguntungkan perusahaan. Adanya hutang juga dapat digunakan untuk mengendalikan penggunaan *free cash flow* secara berlebihan oleh manajemen, sehingga akan menghindari investasi yang sia-sia. Dengan demikian keputusan pendanaan berpengaruh terhadap meningkatnya nilai perusahaan yang dikaitkan dengan harga saham. Penelitian lain yang dilakukan oleh Niake (2010) mengatakan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Wahyudi dan Pawestri (2006) mengatakan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Wijaya, dkk., (2010) mengatakan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis yang diajukan adalah:

H₂: Keputusan pendanaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

3. Kebijakan dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang diambil oleh manajer keuangan untuk memutuskan apakah laba yang diperoleh perusahaan selama satu periode akan dibagikan semua atau dibagi sebagian untuk dividen dan sisanya ditahan untuk investasi.

(2002) dalam teorinya *bird in the hand* berpendapat bahwa dividen lebih baik daripada *capital gain*, karena dividen yang dibagi kurang berisiko, oleh karenanya perusahaan semestinya membentuk rasio pembayaran dividen yang tinggi yang menawarkan *dividen yield* yang tinggi agar dapat memaksimalkan harga sahamnya. Informasi dividen dapat berarti *good news* bagi investor karena perusahaan mempunyai *free cash flow* dari operasi perusahaan yang akan dibagi, sehingga akan menyebabkan kenaikan harga saham. Nilai perusahaan dapat memberikan kemakmuran investor secara maksimum jika harga saham perusahaan meningkat, sehingga apabila perusahaan meningkatkan pembayaran dividen, diartikan oleh pemodal sebagai sinyal harapan manajemen tentang akan membaiknya kinerja perusahaan di masa yang akan datang sehingga informasi dividen akan mempengaruhi nilai perusahaan. Haruman (2007) dalam penelitiannya menemukan hasil bahwa kebijakan dividen berpengaruh secara negatif terhadap nilai perusahaan. Amri (2008) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa kebijakan deviden berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Wijaya, dkk., (2010) menunjukkan bahwa kebijakan dividen berpengaruh secara positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis yang diajukan adalah:

H₁: Kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan.

4. Struktur kepemilikan

Struktur kepemilikan saham dalam suatu perusahaan terdiri dari kepemilikan saham oleh institusi dan kepemilikan saham oleh manajerial. Masalah yang sering ditimbulkan dalam struktur kepemilikan ini adalah *agency conflict*, dimana terdapat kepentingan antara manajemen perusahaan sebagai pengambil keputusan dan para pemegang saham sebagai *owner* perusahaan. Tentunya perbedaan kepentingan ini akan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Institusi sebagai pemilik saham dianggap lebih mampu dalam mendeteksi kesalahan yang terjadi. Hasil penelitian Lee et al., (1992) dalam Fidyati (2004) menyatakan bahwa investor institusional biasanya memiliki saham dengan jumlah besar yang mempunyai arti penting dalam memonitor perilaku manajer dalam perusahaan. Dengan adanya konsentrasi kepemilikan, maka para pemegang saham besar seperti investor institusional akan dapat memonitor manajemen secara lebih efektif dan dapat meningkatkan nilai perusahaan jika terjadi *takeover*.

Pihak manajerial adalah pihak yang menjalankan perusahaan. Nuringsih (2005) berpendapat bahwa manajer mendapat kesempatan untuk terlibat dalam kepemilikan saham dengan tujuan untuk menyetarakan dengan pemegang saham agar dapat menghasilkan kinerja yang lebih baik. Shleifer dan Vishny (1986) dalam Siallagan dan Machfoedz (2006) menyatakan bahwa kepemilikan saham yang besar dari segi nilai

kepemilikan manajemen rendah, maka insentif terhadap kemungkinan terjadinya perilaku oportunistik manajer akan meningkat. Kepemilikan manajemen terhadap saham perusahaan dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara pemegang saham luar dengan manajemen (Jansen dan Meckling dalam Siallagan dan Machfoedz, 2006). Sehingga permasalahan keagenen diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah juga sekaligus sebagai seorang pemilik. Penelitian Jensen dan Meckling dalam Siallagan dan Machfoedz (2006) menyatakan bahwa terdapat kesejajaran antara kepentingan manajer dan pemegang saham pada saat manajer memiliki saham perusahaan dalam jumlah yang besar. Rachmawati dan Triatmoko (2007) dalam hasil penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial dan kepemilikan institusional berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian Wahyudi dan Pawestri (2006) menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap nilai perusahaan, dan kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Sujoko dan Soebiantoro (2007) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai perusahaan, dan variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh secara signifikan terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis yang diajukan adalah:

H₁ : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap nilai

H_{4b}: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

5. Ukuran perusahaan

Ukuran perusahaan menunjukkan besar atau kecilnya kekayaan (*assets*) yang dimiliki suatu perusahaan. Perusahaan yang memiliki total aktiva besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana dalam tahap ini arus kas perusahaan sudah positif dan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama, selain itu juga mencerminkan bahwa perusahaan relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibanding perusahaan dengan total aset yang kecil (Indriani, 2005 dalam Naimah dan Utama, 2006). Semakin besar ukuran perusahaan, biasanya informasi yang tersedia untuk investor dalam pengambilan keputusan sehubungan dengan investasi dalam saham perusahaan tersebut semakin banyak (Siregar dan Utama, 2005). Menurut Sujoko dan Soebiantoro (2007) ukuran perusahaan yang besar menunjukkan perusahaan mengalami perkembangan sehingga investor akan merespon positif dan nilai perusahaan akan meningkat. Hasil penelitian Rahmawati (2007) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Penelitian Sujoko dan Soebiantoro (2007) menunjukkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Animah dan Ramadhani (2008) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa ukuran perusahaan

berpengaruh terhadap nilai perusahaan, sehingga hipotesis yang diajukan adalah:

H₅: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan

D. Model Penelitian

Gambar 2.1

Model Penelitian

