

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Kajian Litelatur

1. Nilai Perusahaan

Menurut (Husnan & Pudjiastusi, 2004) nilai perusahaan merupakan harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual. Sedangkan menurut (Keown, 2004) nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar. Harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli diartikan sebagai harga pasar atas perusahaan itu sendiri. Di bursa saham, harga pasar berarti harga yang bersedia dibayar oleh investor untuk setiap lembar saham perusahaan. Oleh karena itu dapat dikatakan bahwa nilai perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan yang selalu dikaitkan dengan harga saham.

Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan diikuti oleh tingginya kemakmuran pemegang saham (Brigham & Houston, 2011). Nilai perusahaan yang tinggi menjadi keinginan bagi para pemilik perusahaan sebab dengan nilai perusahaan yang tinggi menunjukkan tingkat kemakmuran pemegang saham juga tinggi. Nilai perusahaan yang tinggi akan membuat pasar percaya tidak hanya pada kinerja perusahaan saat ini namun juga pada prospek perusahaan di masa depan.

Menurut (Suharli, 2006) ada beberapa pendekatan yang biasa dilakukan untuk nilai perusahaan, diantaranya:

- a. Pendekatan laba antara lain metode rasio tingkat laba atau *Price Earning Ratio* (PER).
- b. Pendekatan arus kas antara lain metode pertumbuhan dividen.
- c. Pendekatan aktiva antara lain metode penilaian aktiva.
- d. Pendekatan harga saham.
- e. Pendekatan *Economic Value Added* (EVA).

Nilai perusahaan dalam beberapa literatur yang dihitung berdasarkan harga saham disebut dengan beberapa istilah di antaranya:

- a. *Price to Book Value* (PBV) yaitu perbandingan antara harga saham dengan nilai buku saham.
- b. *Market to Book Ratio* (MBR) yaitu perbandingan antara harga pasar saham dengan nilai buku saham.
- c. *Market to Book Assets Ratio* yaitu ekspektasi pasar tentang nilai dari peluang investasi dan pertumbuhan perusahaan yaitu perbandingan antara nilai pasar aset dengan nilai buku aset.
- d. *Enterprise Value* (EV) yaitu nilai kapitalisasi market, dihitung sebagai nilai kapitalisasi pasar ditambah total kewajiban ditambah *minority interest* dan saham preferen dikurangi total kas dan ekuivalen kas.
- e. *Price Earning Ratio* (PER) yaitu harga yang bersedia dibayar oleh pembeli apabila perusahaan itu dijual. PER dapat dirumuskan sebagai *price per share / earnings per share*.

- f. *Tobin's Q* yaitu nilai pasar dari suatu perusahaan dengan membandingkan nilai pasar suatu perusahaan yang terdaftar di pasar keuangan dengan nilai penggantian aset (*aset replacement value*) perusahaan.
- g. *Market Value*, yaitu nilai perusahaan merupakan nilai pasar atas surat berharga hutang dan ekuitas perusahaan yang beredar (Keown, 2007).

2. Keputusan Investasi

Keputusan investasi merupakan keputusan yang menyangkut pengalokasian dana yang berasal dari dalam maupun dana yang berasal dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi (Purnamasari, Kurniawati, & Silvi, 2009). Keputusan investasi dapat dikelompokkan kedalam investasi jangka pendek seperti investasi kedalam kas, surat-surat berharga jangka pendek, piutang, dan persediaan maupun investasi jangka panjang dalam bentuk tanah, gedung, kendaraan, mesin, peralatan produksi, dan aktiva tetap lainnya. Investasi merupakan komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan dimasa yang akan datang (Tandelilin, 2001).

Kegiatan investasi yang dilakukan perusahaan akan menentukan keuntungan yang akan diperoleh perusahaan dimasa yang akan datang. Menurut (Wahyudi & Pawestri, 2006) nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Menurut (Fama, 1978) bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh

suatu keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan (Modigliani & Miller, 1958).

Keputusan investasi tidak dapat dilihat secara langsung oleh pihak luar. Akan tetapi (Sunariyah, 2006) mengungkapkan keputusan investasi dapat diukur melalui pertumbuhan total aset perusahaan yang bersangkutan dari tahun ke tahun yang menunjukkan perkembangan investasi perusahaan. Oleh karena itu dalam penelitian harus menggunakan proksi yang dianggap dapat menjadi tolak ukur. Proksi yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Total Assets Growth (TAG)*. Rasio ini digunakan karena dapat menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mengelola aktivitas investasinya.

Hasil dari keputusan investasi perusahaan dapat dilihat *dari total assets growth (TAG)*, dimana keputusan investasi yang tepat akan menghasilkan kinerja optimal yang dapat meningkatkan pertumbuhan aset perusahaan. *Total assets growth* adalah rata-rata pertumbuhan kekayaan perusahaan. Bila kekayaan awal suatu perusahaan adalah tetap jumlahnya, maka pada tingkat pertumbuhan aset yang tinggi berarti besarnya kekayaan akhir perusahaan tersebut semakin besar. Demikian pula sebaliknya, pada tingkat pertumbuhan aset yang tinggi, bila besarnya kekayaan akhir tinggi berarti kekayaan awalnya rendah. Rasio ini juga didefinisikan sebagai perubahan tahunan dari aset tetap.

Teori-teori yang melatarbelakangi keputusan investasi, antara lain:

a. *Signaling Theory*

Teori ini pertama kali 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 & 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 oleh manajer pastinya telah memperhitungkan *return* yang akan diterima dan hal tersebut sudah pasti akan memilih pilihan yang paling menguntungkan perusahaan.

3. Keputusan Pendanaan

Keputusan pendanaan diartikan sebagai keputusan yang menyangkut struktur keuangan perusahaan (*financial structure*). Struktur keuangan perusahaan merupakan komposisi dari keputusan pendanaan yang meliputi hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal sendiri. Setiap perusahaan akan mengharapkan adanya struktur modal optimal, yaitu struktur modal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan (*value of the firm*) dan meminimalkan biaya modal (*cost of capital*).

Terdapat beberapa teori yang berkenaan dengan struktur modal, yaitu:

a. *Trade Off Model*

Model *trade-off* mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil *trade-off* dari keuntungan pajak dengan menggunakan

hutang dengan biaya yang akan timbul sebagai akibat dari penggunaan hutang tersebut (Hartono, 2003). Esensi *trade-off theory* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejalan manfaat lebih besar, tambahan hutang masih diperkenankan. Apabila pengorbanan karena penggunaan hutang sudah lebih besar, maka tambahan hutang sudah tidak diperbolehkan. *Trade-off theory* telah mempertimbangkan berbagai faktor seperti *corporate tax*, biaya kebangkrutan, dan *personal tax* dalam menjelaskan mengapa suatu perusahaan memilih suatu struktur modal tertentu (Husnan, 2000). Kesimpulannya adalah penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi hanya pada sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru menurunkan nilai perusahaan (Hartono, 2003).

Walaupun model ini tidak dapat menentukan secara tepat struktur modal yang optimal, namun model ini memberikan kontribusi penting yaitu:

- 1) Perusahaan yang memiliki aktiva yang tinggi, sebaiknya menggunakan sedikit hutang.
- 2) Perusahaan yang membayar pajak tinggi sebaiknya lebih banyak menggunakan hutang dibandingkan dengan perusahaan yang membayar pajak rendah.

Trade-off Theory mempunyai implikasi bahwa manajer akan berfikir dalam kerangka *trade-off* antara penghematan pajak dan biaya kebangkrutan dalam penentuan struktur modal (Mamduh, 2013).

b. *Packing Order Theory*

Secara spesifik, perusahaan mempunyai urutan-urutan preferensi dalam penggunaan dana. Urutan dalam *Pecking Oder Theory* yaitu:

- 1) Perusahaan memilih pendanaan internal. Dana internal tersebut diperoleh dari laba yang dihasilkan dari kegiatan perusahaan.
- 2) Perusahaan menghitung target rasio pembayaran didasarkan pada perkiraan kesempatan investasi. Perusahaan berusaha menghindari perubahan dividen yang tiba-tiba. Dengan kata lain, pembayaran dividen diusahakan konstan atau, kalau berubah terjadi secara gradual dan tidak berubah dengan signifikan.
- 3) Karena kebijakan dividen yang konstan (*sticky*), digabung dengan fluktuasi keuntungan dan kesempatan investasi yang tidak bisa diprediksi, akan menyebabkan aliran kas yang diterima oleh perusahaan akan lebih besar dibandingkan dengan pengeluaran investasi pada saat-saat tertentu, dan akan lebih kecil pada saat yang lain. Jika kas tersebut lebih besar, perusahaan akan membayar utang atau membeli surat berharga. Jika kas tersebut lebih kecil, perusahaan akan menggunakan kas yang dipunyai atau menjual surat berharga.
- 4) Jika pendanaan eksternal diperlukan, perusahaan akan mengeluarkan surat berharga yang paling aman terlebih dulu. Dimulai dengan utang, kemudian surat berharga campuran (*hybrid*) seperti obligasi konvertibel, dan kemudian barangkali saham sebagai pilihan terakhir.

Menurut teori ini, manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat utang yang optimal. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi.

Jika ada kesempatan investasi, maka perusahaan akan mencari dana untuk mendanai kebutuhan investasi tersebut. Perusahaan akan mulai dengan dana internal dan sebagai pilihan terakhir adalah menerbitkan saham.

c. Teori Modigliani & Miller

Teori struktur modal modern yang pertama dimulai pada tahun 1958 adalah teori Modigliani dan Miller (teori MM). Mereka berpendapat bahwa struktur modal tidak relevan atau tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Pada awal tahun 1960-an MM memasukkan faktor pajak dengan kesimpulan bahwa nilai perusahaan dengan hutang lebih tinggi dibandingkan nilai perusahaan tanpa hutang. Kenaikan nilai tersebut dikarenakan adanya penghematan pajak dari penggunaan hutang (Mamduh, 2013).

1)Proposisi MM Tanpa Pajak

Nilai perusahaan yang menggunakan hutang akan sama perusahaan yang tidak menggunakan hutang. Dalam kondisi tanpa pajak MM berpendapat bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. MM menyatakan bahwa penggunaan hutang yang semakin tinggi akan memperbesar risiko dan berarti biaya modal sendiri bertambah. Hal ini menunjukkan bahwa penggunaan utang tidak akan meningkatkan nilai perusahaan disebabkan keuntungan yang diperoleh dari biaya hutang ditutup oleh naiknya biaya modal sendiri (Taswan, 2003).

2)Proposisi MM dengan Pajak

Dengan memasukkan pajak, MM menambah dimensi baru ke dalam analisis. Hutang bisa digunakan untuk menghemat pajak, karena bunga bisa

dipakai sebagai pengurang pajak. Dalam pendekatan yang dilakukan MM dengan proposisi dengan pajak pajak yang dibayarkan kepada pemerintah merupakan aliran kas keluar. Dimana hutang yang digunakan lebih sedikit, pajak yang dibayarkan menjadi lebih besar. Karena aliran kas yang keluar (melalui pajak) semakin besar menunjukkan penggunaan hutang semakin besar. Hal tersebut menunjukkan bahwa dengan memperhitungkan pajak, struktur modal bisa mempengaruhi nilai perusahaan. Namun demikian penggunaan hutang yang terlalu tinggi akan membuat perusahaan menghadapi biaya kebangkrutan dan biaya keagenan (*agency cost*) yang tinggi. Biaya keagenan (*agency cost*) yaitu biaya yang timbul karena perusahaan menggunakan hutang dan melibatkan hubungan antara pemilik perusahaan (pemegang saham) dan kreditor.

4. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen adalah keputusan apakah laba yang diperoleh perusahaan akan dibagikan kepada pemegang saham sebagai dividen atau akan ditahan dalam bentuk laba ditahan guna pembiayaan investasi di masa datang (Sartono, 2001). Dividen dapat dibagikan dalam bentuk tunai (*cash dividend*), aktiva yang lain (*property dividend*), surat hutang (*notes dividend*), ataupun saham (*stock dividend*). Kebijakan dividen didasarkan pada pertimbangan kepentingan pemegang saham dan juga kepentingan perusahaan.

Menurut (Kolb, 1983) dalam (Hidayati, 2006) kebijakan dividen penting karena dua alasan, yaitu:

- a. Pembayaran dividen akan mempengaruhi harga saham.

- b. Pendapatan yang ditahan (*retained earning*) biasanya merupakan sumber tambahan modal sendiri yang terbesar dan terpenting untuk pertumbuhan perusahaan.

Kedua alasan tersebut membuat kebijakan dividen harus diputuskan secara hati-hati dan teliti agar kedua alasan tersebut dapat terpenuhi secara optimal. Menurut beberapa referensi, seperti (Brigham & Houston, 2001) dan (Keown, 2004) teori yang biasa digunakan sebagai landasan dalam menentukan kebijakan dividen yaitu:

- a. *A Bird in the Hand Theory*

Teori ini dicetuskan oleh Myron Gordon dan John Lintner yang berpendapat bahwa pembagian dividen berpengaruh secara positif terhadap nilai perusahaan. Teori ini mengacu pada konsep *time value of money* dimana dividen saat ini seharusnya memiliki nilai yang lebih tinggi dibanding *capital gain* di masa depan.

- b. *Signaling Theory*

Menurut *signaling theory*, dividen dipakai sebagai signal oleh perusahaan. Jika perusahaan merasa bahwa prospek di masa mendatang baik, pendapatan aliran kas diharapkan meningkat atau diperoleh pada tingkat di mana dividen yang meningkat dividen. Hal yang sebaliknya akan terjadi, jika perusahaan merasa prospek di masa mendatang menurun, perusahaan akan menurunkan pembayaran dividennya. Menurut teori tersebut, dividen mempunyai kandungan informasi bahwa prospek perusahaan di masa mendatang.

5. Modal Intelektual

Perhatian perusahaan terhadap pengelolaan modal intelektual beberapa tahun terakhir ini semakin meningkat. Hal ini disebabkan adanya kesadaran bahwa modal intelektual merupakan landasan bagi perusahaan untuk berkembang dan mempunyai keunggulan dalam persaingan bisnis.

Menurut (Roos, Edvinson, & Dragonetti, 1997) modal intelektual adalah semua proses dan kekayaan yang tidak secara normal ditunjukkan dalam neraca dan semua kekayaan yang tak berwujud (tanda dagang, hak paten dan merek) yang dipertimbangkan akuntansi modern dalam modal intelektual termasuk jumlah pengetahuan dari para anggota organisasi yang telah diterjemahkan ke dalam kegiatan praktis organisasi.

Menurut (Chen, Cheng, & Hwang, 2005) dengan memiliki sumber daya intelektual yang tinggi, investor akan memberi nilai yang lebih tinggi pada perusahaan tersebut dibanding dengan perusahaan yang tidak memiliki sumberdaya intelektual atau memiliki sumberdaya intelektual yang rendah. Modal intelektual dalam penelitian ini terdiri dari 3 komponen yaitu: *human capital*, *structural capital*, dan *employee capital*.

a. *Human Capital*

Human Capital (HC) adalah keahlian dan kompetensi yang dimiliki karyawan dalam memproduksi barang dan jasa serta kemampuannya untuk dapat berhubungan baik dengan pelanggan. Termasuk dalam *human capital* yaitu pendidikan, pengalaman, keterampilan, kreatifitas dan *attitude*. Menurut (Bontis, 2004) *human capital* adalah kombinasi dari pengetahuan, *skill*, kemampuan melakukan inovasi dan kemampuan menyelesaikan tugas, meliputi nilai perusahaan, kultur dan filsafatnya. Jika perusahaan berhasil

dalam mengelola pengetahuan karyawannya, maka hal itu dapat meningkatkan *human capital*. Sehingga *human capital* merupakan kekayaan yang dimiliki oleh suatu perusahaan yang terdapat dalam tiap individu yang ada di dalamnya. *Human capital* ini yang nantinya akan mendukung *structural capital* dan *customer capital*.

b. *Structural Capital*

Menurut (Pulic, 1998) *structural capital* merupakan segala sesuatu yang tidak berhubungan dengan sumber daya manusia yaitu terdiri dari *database*, struktur organisasi, strategi, sistem teknologi, sistem operasional perusahaan, paten, merk dagang, kursus pelatihan dan segala sesuatu yang dapat meningkatkan nilai perusahaan. *Structural capital* merupakan infrastruktur pendukung dari *human capital* sebagai sarana dan prasarana pendukung kinerja karyawan. Sehingga walaupun karyawan memiliki pengetahuan yang tinggi namun bila tidak didukung oleh sarana dan prasarana yang memadai, maka kemampuan karyawan tersebut tidak akan menghasilkan modal intelektual.

c. *Capital Employed* atau *Customer Capital*

Capital employed/customer capital merupakan komponen modal intelektual yang memberikan nilai secara nyata yang berhubungan dengan mitranya, meliputi: berasal dari pemasok handal dan berkualitas, berasal dari pelanggan yang loyal dan merasa puas dengan pelayanan, berasal dari hubungan perusahaan dengan pemerintah maupun dengan masyarakat sekitar. *Capital employee* antara lain terdiri atas: merk, pelanggan, loyalitas pelanggan, nama perusahaan, jaringan distribusi, kolaborasi bisnis, perjanjian lisensi, kontrak

yang menguntungkan dan *franchise*. *Capital employed* atau *customer capital* juga dapat diartikan kemampuan perusahaan untuk mengidentifikasi kebutuhan dan keinginan pasar sehingga menghasilkan hubungan baik dengan pihak luar.

Teori yang dapat menjelaskan mengenai modal intelektual yaitu:

a. *Stakeholder Theory*

Teori ini mengemukakan bahwa perusahaan tidak wujud yang hanya beroperasi demi kepentingan pribadi namun perusahaan tersebut juga diwajibkan memberi manfaat kepada seluruh *stakeholdernya* (Ulum, Ghozali, & Chariri, 2008). *Stakeholder* mempunyai hak mendapatkan informasi mengenai apa yang dilakukan perusahaan serta yang telah mempengaruhi mereka. Apabila sumber daya yang dimiliki dikelola dengan baik maka akan meningkatkan laba perusahaan dan membuat kemakmuran bagi pemegang saham. Perusahaan akan lebih dihargai apabila perusahaan dapat menciptakan nilai baik serta memenuhi kepentingan yang dibutuhkan *stakeholder*. Dalam modal intelektual, penciptaan nilai perusahaan dilakukan dengan memaksimalkan pemanfaatan unsur-unsur modal intelektual yaitu: *human capital*, *physical capital*, dan *structural capital*.

6. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial merupakan proporsi kepemilikan saham oleh pihak manajemen baik dewan direksi maupun dewan komisaris yang secara aktif berperan dalam pengambilan keputusan perusahaan Untung & Hartini dalam (Asmawati & Amanah, 2013). Teori yang dapat digunakan sebagai landasan dalam penentuan hipotesis pengaruh kepemilikan manajerial terhadap

nilai perusahaan adalah *Agency Theory*. (Jensen & Meckling, 1976) mendefinisikan hubungan agensi sebagai sebuah kontrak dimana satu pihak berperan sebagai pemilik (principal) menyewa orang lain sebagai agen (agent) untuk melakukan sejumlah jasa sesuai keinginan mereka termasuk pendelegasian kekuasaan untuk mengambil keputusan kepada agen. Apabila kedua belah pihak dalam hubungan ini bertindak untuk memaksimalkan utilitasnya masing-masing, ada alasan yang kuat untuk mempercayai bahwa agen tidak akan selalu bertindak untuk kepentingan yang terbaik bagi pemilik. Permasalahan umum dari teori ini adalah masalah agar agen bertindak dalam rangka memaksimalkan kesejahteraan pemilik.

Hubungan antara pemegang saham dan manajer dalam suatu perusahaan sesuai dengan definisi hubungan agensi yaitu pemisahan antara kepemilikan dan kontrol manajemen. Pemisahan berarti bahwa fungsi pengelolaan dan kepemilikan dipegang oleh dua pihak yang berbeda. Pengelolaan yang dilakukan oleh manajer ini kemudian membutuhkan kontrol dan pengawasan dari pemegang saham sebagai pemilik kekayaan (Jensen & Meckling, 1976).

Teori keagenan menegaskan bahwa pemisahan kepemilikan dan kendali pada perusahaan publik dapat menyebabkan manajer mengerjakan apa yang menjadi kepentingannya di atas kepentingan pemegang saham (Jensen & Meckling, 1976). Secara historis, pemisahan kepemilikan dan manajemen menjadi dasar penting dalam tata kelola perusahaan. Hubungan pemilik dan manajemen secara tidak langsung memiliki hubungan dekat dalam hal pengelolaan perusahaan. Sepanjang pemilik sebagai pemegang saham tunggal

atas perusahaannya, ia kemungkinan mengikuti perkembangan perusahaan dan mengawasi manajemen perusahaan. Sehingga pihak manajemen tidak hanya bekerja untuk kepentingan dirinya sendiri, tetapi manajemen bekerja untuk kemakmuran para pemegang saham.

B. Hubungan Antar Variabel dan Penurunan Hipotesis

1. Pengaruh Keputusan Investasi terhadap Nilai Perusahaan

Keputusan investasi merupakan keputusan yang berperan penting dalam perkembangan perusahaan. Tujuan perusahaan berinvestasi adalah untuk mendapatkan respon positif dari para pemegang saham. Dengan investasi yang tepat, perusahaan akan mendapatkan keuntungan, yang nantinya akan membuat investor tertarik menanamkan saham dengan motif mengharapkan tingkat pengembalian sesuai dengan yang diinginkan.

Berdasarkan *signaling theory* keputusan investasi dapat memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham, sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Perusahaan harus mampu untuk mengalokasikan sumber dana yang ada kedalam investasi yang tepat, sehingga perusahaan akan dapat menambah nilai aset dari keuntungan investasi yang diperolehnya.

Keputusan investasi dalam penelitian ini diukur menggunakan pertumbuhan perusahaan. Pertumbuhan perusahaan adalah faktor yang diharapkan oleh investor, karena dengan pertumbuhan perusahaan maka

perusahaan 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. Investor akan tertarik untuk membeli saham perusahaan, harga saham perusahaan akan naik dan nilai perusahaan meningkat.

Nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi (Fama, 1978). Pendapat tersebut dapat diartikan bahwa keputusan investasi itu penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan (Modigliani & Miller, 1958).

Ha1: Keputusan investasi berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan.

2. Pengaruh Keputusan Pendanaan terhadap Nilai Perusahaan

Keputusan pendanaan menjelaskan tentang pendanaan yang akan digunakan untuk pembelanjaan perusahaan. Pembelanjaan dalam konteks penelitian ini adalah penetapan sumber dana untuk membiayai investasi perusahaan, yang dapat bersumber dari pendanaan internal dan eksternal yang meliputi utang jangka pendek, utang jangka panjang atau modal sendiri.

Menurut (Brigham & Houston, 2001), 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. Terdapat dua pandangan mengenai keputusan pendanaan. Pandangan pertama dikenal dengan pandangan

tradisional yang menyatakan bahwa struktur modal mempengaruhi nilai perusahaan. Pandangan tradisional diwakili oleh dua teori yaitu *Trade off Theory* dan *Pecking Order Theory*. Pandangan kedua dikemukakan oleh (Modigliani & Miller, 1958) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan.

Penelitian yang dilakukan oleh (Masulis, 1980) dalam kaitannya dengan relevansi keputusan pendanaan, menemukan bahwa terdapat kenaikan *abnormal returns* sehari sebelum dan sesudah pengumuman peningkatan proporsi hutang, sebaliknya terdapat penurunan *abnormal returns* pada saat perusahaan mengumumkan penurunan proporsi hutang. (Masulis, 1980) juga menemukan bahwa harga saham perusahaan naik apabila diumumkan akan diterbitkan pinjaman yang digunakan untuk membeli kembali saham perusahaan tersebut.

Menurut (Horne, 1997) keputusan pendanaan merupakan penggunaan sumber dana yang memiliki beban tetap, dengan harapan akan memberikan tambahan keuntungan yang lebih besar daripada beban tetapnya, sehingga keuntungan pemegang saham bertambah. Masalah penarikan dana (*raising of fund*) dianggap menarik karena setiap dana yang digunakan pasti mempunyai biaya yang sering disebut dengan biaya dana (*cost of fund*). Pengaturan antara perpaduan sumber modal mana yang akan diambil, maka diperlukan suatu pertimbangan-pertimbangan tertentu dari perusahaan. Oleh sebab itu, keputusan pendanaan merupakan suatu keputusan yang membahas mengenai

sumber dana yang akan digunakan untuk membiayai suatu investasi yang menyangkut kombinasi yang optimal dari penggunaan berbagai sumber dana.

Dalam memilih sumber pendanaan apakah bersumber dari dalam atau dari luar perusahaan, *Pecking Order Theory* menetapkan suatu urutan keputusan pendanaan, dimana para manajer pertama kali akan memilih untuk menggunakan laba ditahan, hutang dan penerbitan saham sebagai pilihan terakhir (Ramlall, 2009). Teori ini didasarkan pada argumentasi bahwa penggunaan laba ditahan lebih murah dibandingkan sumber dana eksternal. Penggunaan sumber dana eksternal melalui hutang hanya akan digunakan jika kebutuhan investasi lebih tinggi dari sumber dana internal.

Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling aman terlebih dahulu yaitu dimulai dari penerbitan obligasi kemudian diikuti oleh sekuritas berkarakter opsi (obligasi konversi), baru akhirnya penerbitan saham baru apabila masih belum mencukupi. Pada intinya teori ini menjelaskan bahwa dengan pemilihan sumber pendanaan yang tepat oleh perusahaan dapat mengurangi risiko yang ditanggung perusahaan sehingga perusahaan dapat mengoptimalkan nilai perusahaan melalui urutan pendanaan yang tepat.

Pandangan yang sama juga dijelaskan dalam *trade off theory*, teori ini merupakan kebalikan dari *packing order theory*. Perusahaan akan memilih hutang terlebih dahulu dengan maksud akan mengurangi pajak yang ditanggung dan perusahaan dapat mengoptimalkan nilai perusahaan. (Fama & French, 1998) menemukan bahwa investasi yang dihasilkan dari *leverage*

memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan.

Ha2: Keputusan pendanaan berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan

3. Pengaruh Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan dividen merupakan keputusan mengenai seberapa besar laba yang diperoleh perusahaan pada akhir tahun akan dibagi kepada pemegang saham sebagai dividen kas atau disimpan dalam bentuk laba ditahan sebagai sumber pendanaan perusahaan (Brigham & Houston, 2011). Dividen yang semakin meningkat menunjukkan prospek perusahaan semakin bagus, sehingga investor tertarik untuk membeli saham dan nilai perusahaan akan meningkat.

Berdasarkan teori *signaling*, pembagian dividen merupakan sinyal bagi para investor bahwa perusahaan memiliki kinerja yang baik dan akan tumbuh di masa mendatang. Dividen juga memberikan informasi atau isyarat mengenai keuntungan perusahaan, karena pembayaran dividen akan meningkatkan keyakinan akan keuntungan perusahaan (Sumarsono & Hartediansyah, 2012). Berarti semakin tinggi dividen yang dibayarkan, maka akan meningkatkan kepercayaan dan keyakinan investor terhadap perusahaan dengan meningkatnya harga saham sebagai indikator nilai perusahaan.

Hal tersebut juga sejalan dengan teori *bird in the hand* bahwa penerimaan dividen di masa sekarang dapat mengatasi ketidak pastian di masa mendatang. Teori ini juga memberikan argumen bahwa semakin tinggi

dividen yang dibagikan, maka pemegang saham akan semakin responsif dan memberikan pandangan positif kepada perusahaan yang berakibat naiknya nilai perusahaan yang diikuti dengan melonjaknya harga saham.

Dalam penelitiannya (Fama & French, 1998) memukan bahwa investasi yang dihasilkan dari kebijakan dividen memiliki informasi yang positif tentang perusahaan dimasa yang akan datang, selanjutnya berdampak positif terhadap nilai perusahaan. Selain itu Penelitian (Sari, 2013) membuktikan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan.

Ha3 : Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan

4. Pengaruh Modal Intelektual terhadap Nilai Perusahaan

Modal intelektual mencakup semua pengetahuan karyawan, organisasi dan kemampuan mereka untuk menciptakan nilai tambah dan menyebabkan keunggulan kompetitif berkelanjutan. Teori *stakeholder* menjelaskan bahwa perusahaan dalam menjalankan usaha tidaklah hanya berorientasi pada kepentingannya sendiri namun harus memberikan manfaat bagi seluruh *stakeholdernya* (Ulum *at all.*, 2008). Oleh karena itu perusahaan harus dapat memanfaatkan seluruh potensi atau kekayaan intelektual yang dimilikinya, baik karyawan (*human capital*), aset fisik (*physical capital*), maupun *stuctural capital*, dengan demikian perusahaan akan mampu untuk menciptakan nilai tambah (*value added*) bagi perusahaan. Peningkatan nilai tambah (*value added*) tersebut akan mengakibatkan kinerja keuangan

meningkat, sehingga nilai perusahaan dimata *stakeholder* juga akan meningkat.

Menurut (Sunarsih & Mendra, 2011) perusahaan yang mampu memanfaatkan modal intelektualnya secara efisien, maka nilai pasarnya akan meningkat. Dengan menggunakan modal intelektual yang dimiliki maka perusahaan dapat menggunakannya untuk mengelola asset yang dimiliki agar lebih efisien. Semakin efisien perusahaan dalam mengelola asetnya, maka profitabilitas akan meningkat, sehingga kinerja keuangan perusahaan juga akan meningkat. kinerja keuangan yang meningkat akan direspon positif pasar sehingga nilai perusahaan akan meningkat. Hal tersebut dikarenakan *stakeholder* memperoleh manfaat dari adanya pengelolaan modal intelektual secara baik oleh perusahaan.

Menurut (Appuhami, 2007) bahwa semakin besar nilai modal intelektual (VAIC) semakin efisien perusahaan dalam pemanfaatan dan penggunaan modal intelektual perusahaan (*human capital, structural capital dan capital employed*), sehingga menciptakan nilai tambah bagi perusahaan. Selain itu hasil penelitian dari (Chen *et.al*, 2005) diketahui, bahwa investor cenderung akan membayar lebih tinggi atas saham perusahaan yang memiliki sumber daya intelektual yang lebih dibandingkan terhadap perusahaan dengan sumber daya intelektual yang rendah. Harga yang dibayar oleh investor tersebut mencerminkan nilai perusahaan.

Ha4 : Modal intelektual berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan

5. Kepemilikan Manajerial terhadap Nilai Perusahaan

Salah satu upaya untuk mengurangi terjadinya *agency problem* adalah dengan memberikan insentif kepada agen atau pihak manajemen. Insentif tersebut dapat berupa porsi kepemilikan saham perusahaan kepada para manajer. Apabila didasarkan pada logika, kepemilikan saham oleh manajer akan menurunkan kecenderungan untuk melakukan tindakan mengkonsumsi secara berlebihan (Bernandhi & Muid, 2014). Seperti yang telah diungkapkan (Jensen & Meckling, 1976) hal tersebut agar kepentingan antara pihak manajemen dan pihak pemegang saham dapat disejajarkan.

Dengan adanya sebagian proporsi saham perusahaan yang dimiliki oleh manajemen, maka hal tersebut akan menjadikan pihak manajemen bisa merasakan manfaat dari keputusan-keputusan yang diambilnya. Begitu pun sebaliknya, risiko-risiko akibat kesalahan pengambilan keputusan juga dapat secara langsung dirasakan dampaknya ((Taswan, 2003). (Asmawati & Amanah, 2013) menegaskan manajer yang bekerja untuk meningkatkan kesejahteraan pemilik sekaligus dirinya sendiri dalam struktur kepemilikan saham manajerial kinerjanya akan semakin meningkat yang diiringi pula dengan peningkatan nilai perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian (Hirschey, Slovin, & Zaima, 1990) bahwa keputusan menjual perusahaan yang memiliki tingkat kepemilikan manajerial yang lebih besar akan mendapat respon dari investor yang lebih menguntungkan daripada perusahaan yang memiliki tingkat kepemilikan manajerial yang lebih kecil. Hasil penelitian yang senada juga ditunjukkan

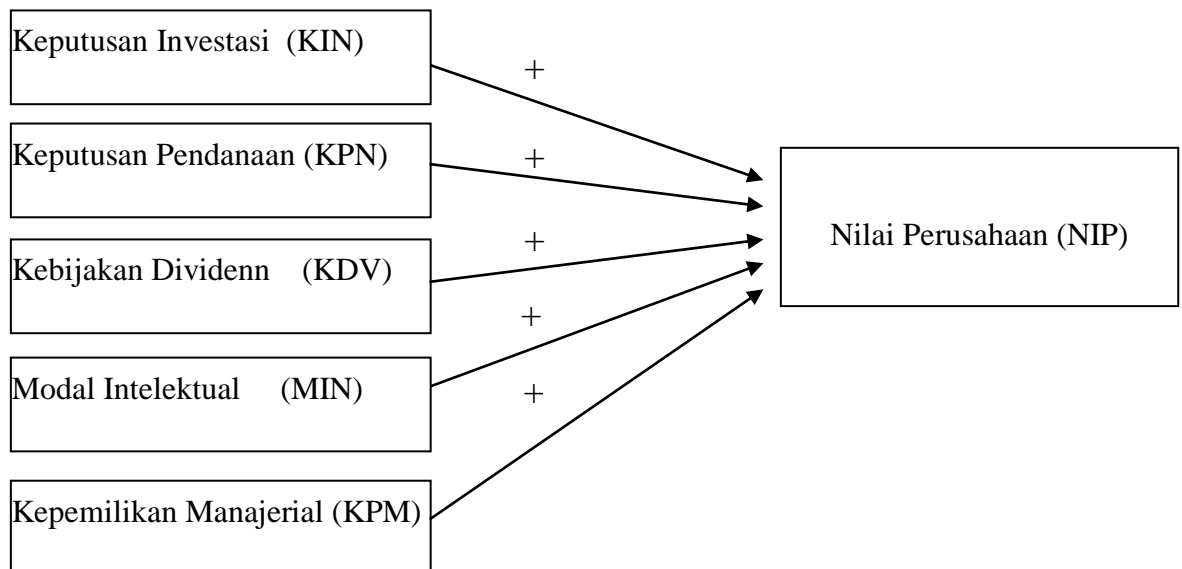
oleh hasil penelitian (Taswan, 2003) Penelitian tersebut menemukan bahwa nilai perusahaan secara positif dan signifikan dipengaruhi oleh *insider ownership*. Studi tersebut mengindikasikan bahwa kepemilikan oleh *insider* merupakan insentif untuk meningkatkan kinerja perusahaan (Taswan, 2003).

H_{a5} : Kepemilikan Manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap Nilai Perusahaan

C. Model Penelitian

Berdasarkan landasan teori dan hasil penelitian sebelumnya serta permasalahan yang dikemukakan, maka kerangka pemikiran teoritis yang dituangkan dalam model penelitian seperti yang ditunjukkan pada gambar berikut:

Pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, kebijakan dividen, modal intelektual dan kepemilikan manajerial terhadap nilai perusahaan.



Gambar 2.1 model penelitian