

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Investasi

Kebijakan investasi menyangkut tentang keputusan alokasi dana yang berasal dari luar perusahaan pada berbagai bentuk investasi. Pihak manajemen memutuskan penggunaan dana yang diperoleh perusahaan baik dari bank maupun dari pasar modal atau dari pihak lain untuk ditanamkan pada aktiva tetap maupun aktiva tidak tetap.

Investasi merupakan suatu tindakan mengeluarkan dana saat sekarang yang diharapkan untuk memperoleh arus kas masuk pada masa yang akan datang selama umur proyek yang tengah dijalankan (Awat dan Mulyadi, 1989 dalam Murtini, 2008). Tandelilin (2010) mengemukakan investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa yang akan datang.

Myers (dalam Haruman, 2008) mengemukakan bahwa nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham sangat dipengaruhi oleh peluang-peluang investasi. Dalam *signaling theory* disebutkan bahwa pengeluaran investasi memberikan sinyal positif

tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan.

Kegiatan investasi yang dilakukan perusahaan dapat menentukan keuntungan yang akan diperoleh oleh perusahaan dan kinerja perusahaan di masa yang akan datang. Apabila perusahaan salah di dalam pemilihan investasi, maka kelangsungan hidup perusahaan akan terganggu sehingga akan mempengaruhi penilaian investor terhadap perusahaan. Investasi yang dilakukan perusahaan pada dasarnya memiliki tujuan yaitu untuk meningkatkan pertumbuhan perusahaan dan mencapai tujuan perusahaan.

2. Pendanaan

Setiap perusahaan menginginkan adanya kelangsungan operasinya dan pertumbuhan di masa yang akan datang. Salah satu keputusan penting yang harus dilakukan manajer keuangan dalam kaitannya dengan kelangsungan operasi perusahaan adalah keputusan pendanaan. Keputusan pendanaan yang diambil perusahaan ini dapat mempengaruhi nilai perusahaan (Wijaya dkk, 2010).

Keputusan pendanaan merupakan kebijakan tentang keputusan pembelanjaan atau pembiayaan investasi. Keputusan pendanaan ini mencakup cara bagaimana mendanai kegiatan perusahaan agar optimal, cara memperoleh dana untuk investasi yang efisien dan cara mengkomposisikan sumber dana optimal yang harus dipertahankan.

Terdapat beberapa sumber dana yang dapat digunakan oleh manajer keuangan. Untuk mendanai kebutuhan keuangan jangka pendek, maka manajer keuangan dapat menggunakan sumber dana dari bank, sedangkan untuk kebutuhan keuangan jangka panjang dan dalam jumlah yang besar dapat diperoleh dari pasar modal. Pemenuhan kebutuhan dana dapat berasal dari sumber dana internal maupun eksternal perusahaan. Sumber dana internal berasal dari keuntungan yang tidak dibagikan atau keuntungan yang ditahan atau laba yang ditahan dalam perusahaan (*retained earning*). Sedangkan untuk sumber dana eksternal berasal dari penambahan penyertaan modal dari pemilik atau emisi saham baru, penjualan obligasi dan kredit dari bank yang sering disebut sebagai pembelanjaan eksternal (*external financing*).

Dalam keputusan pendanaan, Myers dalam Murtini (2008) menyatakan bahwa dalam usaha memenuhi kebutuhan dana perusahaan cenderung berusaha untuk mempergunakan *internal financing*, maka perusahaan akan mengeluarkan hutang sebelum mempergunakan *external financing*. Istilah ini dikenal dengan sebutan *Pecking Order Theory*. *Pecking Order Theory* adalah salah satu teori yang mendasari keputusan pendanaan perusahaan.

Pecking order theory menyatakan bahwa manajer akan memilih tingkat pengeluaran atau investasi yang akan memaksimalkan kemakmuran pemegang saham saat ini, tanpa memperhatikan kepemilikan

manajer tersebut atas saham perusahaan. Manajer lebih cenderung untuk membuat keputusan investasi atas dasar aliran kas (dana interen) untuk mendanai investasi yang menguntungkan di masa yang akan datang, dengan alasan adanya asimetri informasi (*information asymmetric*) antara manajer dengan pemegang saham.

Myers dalam Wibowo dan Erkaningrum (2002) dalam Rahmawati (2010) mengemukakan mengenai urutan penggunaan dana dalam *pecking order theory*, yaitu:

- 1) Perusahaan lebih menyukai pendanaan dari sumber internal.
- 2) Perusahaan menyesuaikan target pembayaran dividen terhadap peluang investasi.
- 3) Kebijakan dividen bersifat *sticky*, fluktuasi profitabilitas dan peluang investasi berdampak pada aliran kas internal bisa lebih besar atau lebih kecil dari pengeluaran investasi.
- 4) Bila dana eksternal dibutuhkan, perusahaan akan memilih sumber dana dari hutang karena dipandang lebih aman dari penerbitan ekuitas baru sebagai pilihan terakhir sumber untuk memenuhi kebutuhan investasi.

Pada dasarnya *pecking order theory* tidak mengindikasikan target struktur modal. Teori tersebut menjelaskan bagaimana urutan pendanaan yang dilakukan di mana menurut teori tersebut manajer keuangan tidak memperhitungkan tingkat hutang yang optimal dari suatu pinjaman yang

dilakukan. Kebutuhan dana ditentukan oleh kebutuhan investasi. Jika ada kesempatan investasi maka perusahaan baru akan mencari dana untuk mendanai kebutuhan investasi tersebut.

Pecking order theory menjelaskan alasan mengenai perusahaan yang *profitable* umumnya meminjam dana dalam jumlah yang relatif sedikit, hal ini bukan disebabkan karena perusahaan memiliki target *debt ratio* yang rendah, akan tetapi perusahaan memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung mempunyai hutang yang jauh lebih besar karena dua alasan, yaitu dana internal tidak mencukupi dan hutang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai.

1. Modigliani-Miller (MM) *Theory* – teori MM tanpa pajak.

Teori struktur modal moderen yang pertama adalah teori Modigliani dan Miller (teori MM). Teori ini menyatakan bahwa struktur modal tidak relevan atau tidak mempengaruhi nilai perusahaan. MM mengajukan beberapa asumsi untuk membangun teori mereka yaitu:

- a) Tidak terdapat *agency cost*.
- b) Tidak ada pajak.
- c) Investor dapat berhutang dengan tingkat suku bunga yang sama dengan perusahaan.
- d) Investor memiliki informasi yang sama seperti yang dimiliki oleh manajemen mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang.

- e) Tidak ada biaya kebangkrutan.
- f) *Earning Before Interest and Taxes* (EBIT) tidak dipengaruhi oleh penggunaan hutang.
- g) Para investor adalah *price-takers*.
- h) Jika terjadi kebangkrutan maka aset dapat dijual pada harga pasar (*market value*).

Berdasarkan asumsi-asumsi tersebut di atas, MM mengajukan dua preposisi yang dikenal sebagai preposisi MM tanpa pajak. Preposisi I: nilai perusahaan yang memiliki hutang sama dengan nilai perusahaan yang tidak memiliki hutang. Implikasi dari preposisi I ini adalah struktur modal dari suatu perusahaan tidak relevan. Perubahan struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan dan *weighted Average Cost of Capital* (WACC) perusahaan akan tetap sama, tidak dipengaruhi oleh bagaimana perusahaan menggunakan hutang dan membiayai perusahaan. Preposisi II: biaya modal saham akan meningkat apabila perusahaan melakukan pinjaman dari pihak luar. *Risk of the Equity* bergantung pada resiko dari operasional perusahaan (*business risk*) dan tingkat hutang perusahaan (*financing risk*).

Brealey, Myers dan Marcus (seperti yang dikutip kembali oleh Maisarah, 2010) menyimpulkan dari teori MM tanpa pajak ini yaitu tidak membedakan antara perusahaan yang berhutang atau pemegang saham berhutang pada saat kondisi tanpa pajak dan pasar yang

sempurna. Nilai perusahaan tidak bergantung pada struktur modalnya. Bisa diartikan juga bahwa perusahaan tidak dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan merubah proporsi *debt* dan *equity* yang digunakan untuk membiayai perusahaan.

2. Teori MM dengan pajak

Teori MM tanpa pajak dianggap tidak realistis dan kemudian MM memasukkan faktor pajak ke dalam teorinya. Pajak dibayarkan kepada pemerintah yang berarti merupakan aliran kas keluar. Hutang bisa digunakan untuk menghemat pajak karena bunga bisa digunakan sebagai pengurang pajak.

Dalam teori MM dengan pajak ini terdapat dua preposisi yaitu: preposisi I: nilai perusahaan yang berhutang sama dengan nilai perusahaan yang tidak memiliki hutang ditambah dengan penghematan pajak karena bunga hutang. Implikasi dari preposisi ini adalah pembiayaan dengan hutang sangat menguntungkan perusahaan dan MM menyatakan bahwa struktur modal optimal perusahaan adalah seratus persen hutang.

Preposisi II: biaya modal saham akan meningkat dengan semakin meningkatnya hutang, tetapi penghematan pajak akan lebih besar dibandingkan dengan penurunan nilai karena kenaikan biaya modal saham. Implikasi dari preposisi ini adalah penggunaan hutang yang semakin tinggi akan meningkatkan biaya modal saham. Dengan

menggunakan hutang yang tinggi, berarti menggunakan modal yang rendah serta biaya modal hutang lebih rendah jika dibandingkan dengan biaya modal saham. Sehingga hal ini dapat menurunkan biaya modal rata-rata tertimbangnya.

Teori MM dengan pajak ini mengundang kontroversi. Implikasi dari teori ini adalah perusahaan sebaiknya menggunakan hutang sebanyak-banyaknya namun mengabaikan adanya biaya kebangkrutan. Dalam praktek, tidak terdapat perusahaan yang memiliki hutang yang berkapasitas sangat tinggi, karena semakin tinggi tingkat hutang suatu perusahaan, akan semakin tinggi kemungkinan kebangkrutannya.

3. *Trade-off theory*

Trade-off theory yang diungkapkan oleh Myers adalah “perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat tertentu, di mana penghematan pajak (*tax shields*) dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan (*financial distress*)”. Biaya kesulitan keuangan adalah biaya kebangkrutan atau *reorganization* dan biaya keagenan yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan.

Trade-off theory dalam menentukan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan, dan biaya kesulitan keuangan namun tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan asimetri informasi sebagai pertimbangan penggunaan hutang. Tingkat hutang yang optimal tercapai ketika

penghematan pajak mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan.

Trade-off theory memiliki implikasi bahwa manajer akan berpikir dalam kerangka *trade off* antara penghematan pajak dan biaya kesulitan keuangan dalam penentuan struktur modal. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas yang tinggi selayaknya akan berusaha mengurangi pajak dengan cara meningkatkan rasio hutang. Dengan menambah tingkat hutang oleh perusahaan, maka dengan demikian dapat mengurangi biaya pajak yang ditanggung.

Trade-off theory memprediksi bahwa dalam mencari hubungan antara *capital structure* dan nilai perusahaan terdapat suatu tingkat *leverage (debt ratio)* yang optimal. Oleh karena itu perusahaan akan berusaha menyesuaikan tingkat *leverage* ke arah yang optimal. Jadi, tingkat *leverage* perusahaan bergerak terus dari waktu ke waktu menuju ke arah suatu target yang ingin dicapai.

3. Dividen

Kebijakan dividen seringkali digunakan sebagai sinyal prospek suatu perusahaan. Kebijakan dividen menyangkut tentang keputusan untuk membagikan laba yang diperoleh perusahaan kepada pemegang saham dalam bentuk dividen maupun laba ditahan yang berguna sebagai pembelanjaan investasi di masa mendatang.

Besarnya dana yang akan dibagikan kepada pemilik saham ditentukan melalui rapat umum pemegang saham. Dalam rapat tersebut, akan dipertimbangkan peluang-peluang investasi yang mungkin akan diambil oleh perusahaan di masa yang akan datang. Besarnya peluang investasi yang ada akan mempengaruhi besarnya dividen yang akan dibagikan. Semakin besar peluang investasi yang ada, maka kebutuhan tambahan dana bagi perusahaan semakin meningkat. Tambahan dana tersebut bila diambilkan dari hutang namun ternyata masih tidak mencukupi, maka tambahan dana dapat ditambahkan dari laba yang dihasilkan perusahaan. Dengan demikian, bila laba yang dihasilkan perusahaan digunakan sebagian untuk mendanai peluang investasi tersebut, maka jumlah laba yang dibagikan kepada para pemegang saham (dividen) akan semakin berkurang.

Keputusan membagikan laba yang diperoleh perusahaan dalam bentuk dividen atau ditahan adalah ditentukan oleh tingkat keuntungan yang diharapkan atas kesempatan investasi. Apabila terdapat kesempatan investasi yang memberikan keuntungan yang lebih tinggi dari pada tingkat keuntungan yang diisyaratkan, maka akan lebih baik jika laba yang diperoleh ditahan untuk membiayai investasi tersebut. Sebaliknya, apabila kesempatan investasi yang ada memberikan tingkat keuntungan yang lebih rendah dari pada tingkat keuntungan yang diisyaratkan maka alangkah lebih baik jika laba yang diperoleh dibagikan kepada pemegang saham

dalam bentuk *cash dividend*. Hal ini dapat diartikan bahwa besar kecilnya tingkat dividen yang dibayarkan dari waktu ke waktu dipengaruhi oleh kesempatan investasi yang tersedia bagi perusahaan.

Dalam Mamduh (2004), pembayaran dividen merupakan salah satu cara untuk mengembalikan keuntungan perusahaan kepada pemegang saham. Salah satu kebijakan dividen yang dibuat adalah menentukan berapa proporsi atau rasio dari laba bersih perusahaan yang akan dibayarkan dalam bentuk dividen. Laba yang dibayarkan dalam bentuk dividen ini disebut *dividen payout ratio*.

Terdapat beberapa teori mengenai kebijakan dividen, yaitu:

1) Teori Dividen Tidak Relevan MM

Dalam teori MM “dividen tidak relevan”, nilai perusahaan tidak ditentukan oleh besar kecilnya *dividend payout ratio*, tetapi ditentukan oleh laba bersih sebelum pajak (EBIT) dan risiko perusahaan. Sehingga, menurut MM, dividen adalah tidak relevan.

Pernyataan MM ini berdasarkan pada beberapa asumsi, yaitu:

- a. Pasar modal sempurna di mana semua investor adalah rasional.
- b. Tidak ada biaya emisi saham baru jika perusahaan menerbitkan saham baru.
- c. Tidak ada pajak.
- d. Kebijakan investasi perusahaan tidak mengalami perubahan.

Pendapat MM ini ditentang oleh beberapa ahli dengan menunjukkan bahwa adanya biaya emisi saham baru akan mempengaruhi nilai perusahaan. Beberapa ahli juga menyoroti asumsi tidak adanya pajak. Jika ada pajak, maka penghasilan investor dari dividen dan *capital gain* akan dikenai pajak. Jika tingkat pajak untuk dividen dan *capital gain* adalah sama, maka investor akan cenderung lebih memilih menerima *capital gain* dari pada dividen. Hal ini dikarenakan pajak pada *capital gain* baru dibayar saat saham dijual dan keuntungan diakui atau dinikmati. Dengan kata lain, investor lebih untung karena dapat menunda pembayaran pajak jika memilih menerima *capital gain*.

2) Teori *Bird in the Hand*

Teori ini memandang bahwa dividen tinggi adalah yang terbaik, karena investor lebih menyukai kepastian tentang *return* investasinya serta mengantisipasi risiko ketidakpastian tentang kebangkrutan perusahaan. Dalam hal struktur kepemilikan, Roseff dalam Wahyudi dan Pawestri (2006) menyatakan bahwa kepemilikan manajerial yang tinggi menyebabkan dividen yang dibayarkan kepada pemegang saham rendah. Penetapan dividen rendah dikarenakan manajer memiliki harapan investasi di masa yang akan datang yang dibiayai dari sumber internal. Sebaliknya,

jika pemegang saham lebih menyukai dividen yang tinggi, maka akan menimbulkan perbedaan kepentingan (*agency problem*), sehingga diperlukan peningkatan dividen.

Alasan yang sering dikemukakan dalam memilih teori ini karena adanya anggapan bahwa mendapat dividen tinggi saat ini resikonya lebih kecil jika dibandingkan mendapat *capital gain* di masa yang akan datang. Salah satu keuntungan dengan menggunakan teori *bird in the hand* ini adalah dengan membayarkan dividen yang tinggi, maka harga saham perusahaan juga akan mengalami peningkatan. Hal ini akan berdampak positif bagi nilai perusahaan. Namun perlu diperhatikan bahwa dengan membayarkan dividen yang tinggi, maka investor diwajibkan membayar pajak yang tinggi pula atas dividen yang diterima.

3) Teori *Signaling*

Terdapat bukti empiris bahwa jika terdapat kenaikan dividen, maka akan terjadi pula kenaikan harga saham. Sebaliknya, jika terjadi penurunan tingkat dividen, maka akan terjadi penurunan harga saham. Hal ini dapat dijadikan bukti bahwa para investor lebih menyukai menerima dividen dari pada *capital gain*.

Dividend signaling theory menjelaskan bahwa informasi mengenai dividen yang dibayarkan digunakan investor sebagai sinyal perusahaan tentang prospek perusahaan di masa yang akan

datang. Menurut teori ini, terdapat asimetri informasi antara manajer dan investor. Manajer mengetahui prospek perusahaan di masa depan, sedangkan investor tidak. Manajer dapat menggunakan dividen yang merupakan sinyal yang baik untuk mengurangi kesenjangan informasi. Modigliani dan Miller menyatakan bahwa perusahaan hanya akan meningkatkan dividen apabila prospek keuntungan di masa yang akan datang lebih baik atau paling tidak dalam kondisi stabil (seperti dikutip kembali oleh Midiastuty dkk, 2009).

Signal adalah proses yang memakan biaya berupa *deadweight cost* yang bertujuan untuk meyakinkan investor tentang nilai perusahaan (Happyani, 2009). Sinyal yang baik adalah yang tidak dapat ditiru oleh perusahaan lain yang memiliki nilai lebih rendah karena faktor biaya.

Dalam teori ini diungkapkan bahwa investor dapat membedakan antara perusahaan yang memiliki nilai tinggi dengan perusahaan yang bernilai rendah. Salah satu kelebihan dalam teori ini adalah kemampuan dalam menjelaskan mengapa terjadi peningkatan harga saham sebagai tanggapan terhadap peningkatan *financial leverage*. Namun dalam teori ini juga terdapat kelemahan di mana teori *signaling* ini tidak mampu menjelaskan hubungan berkebalikan antara profitabilitas dan *leverage*.

Kelemahan yang lain adalah teori ini tidak dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang memiliki potensi pertumbuhan dan nilai *intangible assets* tinggi harus menggunakan lebih banyak hutang dari pada perusahaan yang *mature* (*tangible assets* tinggi) yang tidak menggunakan hutang.

4) 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 saat ini lebih menyukai dividen yang tinggi. Sebaliknya, kelompok pemegang saham yang tidak begitu membutuhkan uang (*cash*) saat ini lebih memilih perusahaan menahan sebagian besar laba bersih perusahaan sebagai laba ditahan.

Jika terdapat perbedaan pajak antar individu, maka pemegang saham yang dikenai pajak tinggi akan lebih menyukai *capital gain* karena dapat menunda pembayaran pajak. Kelompok ini lebih senang jika perusahaan membagi dividen yang kecil karena pajaknya yang tinggi. Sebaliknya, kelompok pemegang saham yang dikenai pajak yang lebih rendah, akan cenderung menyukai dividen yang tinggi.

Bukti empiris menunjukkan bahwa efek dari "*clientele*" ini ada. Akan tetapi menurut MM hal ini tidak menunjukkan bahwa lebih baik dari dividen kecil, demikian pula sebaliknya. Efek "*clientele*" ini hanya mengatakan bahwa bagi sekelompok pemegang saham, kebijakan dividen tertentu lebih menguntungkan mereka.

4. Nilai Perusahaan

Manajemen keuangan menyangkut tiga keputusan keuangan penting yang diambil perusahaan, antara lain keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen. Ketiga keputusan keuangan ini secara bersama-sama menentukan nilai perusahaan. Suatu kombinasi yang optimal atas ketiganya akan memaksimalkan nilai perusahaan.

Maksimalisasi nilai perusahaan dapat dicapai bila perusahaan memperhatikan *stakeholder*. Keseimbangan pencapaian tujuan *stakeholder* perusahaan dapat menjadikan perusahaan berpeluang mendapatkan keuntungan optimal sehingga kinerja perusahaan akan dinilai baik oleh investor. Kinerja perusahaan yang baik akan direspon positif oleh investor. Respon positif ini akan ditunjukkan dengan meningkatnya permintaan saham perusahaan. Apabila permintaan saham meningkat sedangkan yang telah memiliki saham perusahaan tersebut juga enggan menjual karena kinerja perusahaan bagus, maka harga saham akan meningkat. Meningkatnya harga saham akan meningkatkan nilai

perusahaan, karena nilai perusahaan salah satunya diukur dengan mengalikan jumlah saham yang beredar dengan harga pasar saham.

Nilai perusahaan yang diukur menggunakan harga saham seringkali kurang dapat mencerminkan nilai perusahaan yang sesungguhnya. Hal ini dikarenakan perubahan harga saham tidak hanya dipengaruhi oleh kinerja perusahaan, namun juga dapat dipengaruhi oleh faktor-faktor eksternal yang tidak ada sangkut pautnya dengan perusahaan tersebut. Faktor-faktor eksternal perusahaan yang sering juga mempengaruhi harga saham adalah kondisi keamanan nasional, kondisi politik dan sosial, perubahan kebijakan pemerintah, perubahan kurs, tingkat suku bunga, dan lain-lain. Sedangkan untuk faktor-faktor internal perusahaan yang lain yang dapat mempengaruhi nilai perusahaan adalah struktur kepemilikan saham, transparansi laporan keuangan, strategi diversifikasi, dan lain-lain.

Tujuan perusahaan pada dasarnya adalah memaksimalkan nilai perusahaan dengan pertimbangan-pertimbangan teknis sebagai berikut:

1. Memaksimalkan nilai bermakna lebih luas dari pada memaksimalkan laba, karena memaksimalkan nilai berarti mempertimbangkan pengaruh waktu terhadap nilai uang.
2. Memaksimalkan nilai perusahaan berarti mempertimbangkan berbagai resiko terhadap arus pendanaan perusahaan.
3. Kualitas dari arus yang diharapkan diterima di masa yang akan datang mungkin beragam.

Nilai Perusahaan merupakan persepsi investor terhadap perusahaan yang sering dikaitkan dengan harga saham. Harga saham yang tinggi membuat nilai perusahaan juga ikut tinggi. Dalam penelitian ini menggunakan indikasi *price to book value* (PBV). *Price to book value* yang tinggi akan membuat pasar percaya atas prospek perusahaan di masa yang akan datang. Hal ini merupakan tujuan para pemilik perusahaan, sebab nilai perusahaan yang tinggi mengindikasikan kemakmuran para pemilik saham yang juga tinggi. Faktor utama yang harus diperhatikan dalam reorganisasi keuangan adalah menyangkut penentuan nilai perusahaan (Maisarah, 2010). Hal ini sangat penting terutama dalam rangka penjualan perusahaan, *private placement* maupun *go public*.

B. Hasil Penelitian Terdahulu dan Penurunan Hipotesis

Wijaya dkk (2010) melakukan penelitian mengenai pengaruh keputusan investasi, keputusan pendanaan, dan kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan dengan hasil yang menyatakan bahwa keputusan investasi, keputusan pendanaan dan kebijakan dividen memiliki pengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil kesimpulan yang didapatkan menyatakan bahwa nilai perusahaan yang dibentuk melalui indikator nilai pasar saham dipengaruhi oleh ketiga keputusan keuangan tersebut.

Penelitian yang dilakukan oleh Hindasah dan Akbar (2007) menemukan bahwa keputusan investasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap nilai

perusahaan. Hasil ini didukung oleh hasil penelitian milik Amri (2008) menemukan keputusan investasi memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap nilai perusahaan. Wahyudi dan Pawestri (2006) menemukan bahwa keputusan pendanaan berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Hal senada diungkapkan oleh Masulis dalam Wijaya dkk (2010) yang melakukan penelitian 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. Penelitian ini juga menemukan bahwa harga saham perusahaan naik apabila diumumkan akan diterbitkan pinjaman yang digunakan untuk membeli kembali saham perusahaan tersebut.

Untuk kebijakan dividen terhadap nilai perusahaan, dalam penelitian milik Hasnawati (2005) menemukan bahwa kebijakan dividen berpengaruh positif terhadap nilai perusahaan. Hasil ini mendukung hasil penelitian yang diungkapkan oleh Fama dan French dalam Wijaya dkk (2010) yang menemukan bahwa investasi yang dihasilkan dari kebijakan dividen memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya akan berdampak pada nilai perusahaan.

C. Penurunan Hipotesis

Sesuai dengan *signaling theory*, peluang investasi 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. Fama dalam Wijaya dkk (2010) mengungkapkan bahwa nilai perusahaan semata-mata ditentukan oleh keputusan investasi. Pendapat tersebut dapat diartikan juga bahwa investasi itu sangatlah penting, karena untuk mencapai tujuan perusahaan hanya akan dihasilkan melalui kegiatan investasi perusahaan.

Pengeluaran modal perusahaan terlihat sangat penting dalam upaya meningkatkan nilai perusahaan karena jenis investasi ini dapat memberikan sinyal tentang pertumbuhan pendapatan perusahaan yang diharapkan di masa yang akan datang. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Wijaya dkk (2010) menyebutkan bahwa keputusan investasi yang diambil oleh perusahaan mencerminkan kesempatan investasi di masa yang akan datang (*investment opportunity*), yaitu melalui pengenalan produk baru atau perluasan produk lama, penggantian peralatan atau gedung, penelitian dan pengembangan, serta eksplorasi. Implikasi bagi perusahaan adalah perusahaan harus merencanakan pengambilan keputusan investasi melalui pengenalan produk baru atau perluasan produk lama, penggantian peralatan atau gedung, penelitian dan pengembangan, serta eksplorasi. Apabila perusahaan mampu

memaksimalkan kemampuannya melalui investasi-investasi tersebut dalam menghasilkan laba perusahaan dalam jumlah dana yang terikat, maka hal ini dapat berpengaruh yaitu meningkatnya nilai perusahaan.

H₁ : Keputusan Investasi berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.

Menurut Brigham dan Houston dalam Wijaya dkk (2010), peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal ini akan direspon 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 ini diwakili oleh dua teori yaitu *Trade-off Theory* dan *Pecking Order Theory*. Pandangan kedua dikemukakan oleh Modigliani dan Miller dalam Wijaya dkk (2010) yang menyatakan bahwa struktur modal tidak mempengaruhi nilai perusahaan. Apabila pendanaan didanai melalui hutang, maka peningkatan nilai perusahaan terjadi akibat efek *tax deductible*, yaitu perusahaan yang memiliki hutang akan membayar bunga pinjaman yang dapat mengurangi penghasilan kena pajak, yang dapat memberikan manfaat bagi pemegang saham.

Dalam *Trade-off theory*, penentuan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan, dan biaya

kesulitan keuangan namun tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan asimetri informasi sebagai pertimbangan penggunaan hutang. Tingkat hutang yang optimal tercapai ketika penghematan pajak mencapai jumlah yang maksimal terhadap biaya kesulitan keuangan.

Sesuai dengan kerangka *trade off*, semakin tinggi tingkat *leverage* perusahaan, menandakan semakin baik perusahaan tersebut kemampuannya dalam membayar kembali hutang perusahaan. Dengan demikian, investor akan menilai baik perusahaan di mana perusahaan memiliki rasio hutang tinggi yang dapat diartikan bahwa perusahaan mampu dalam membayar hutang. Hal ini dapat menarik para investor untuk menanamkan dananya dalam bentuk hutang pada perusahaan untuk membiayai investasi perusahaan. Tingginya minat investor di sini dapat berakibat positif berupa naiknya harga saham perusahaan yang pada akhirnya akan menaikkan nilai perusahaan.

H₂ : Keputusan Pendanaan berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.

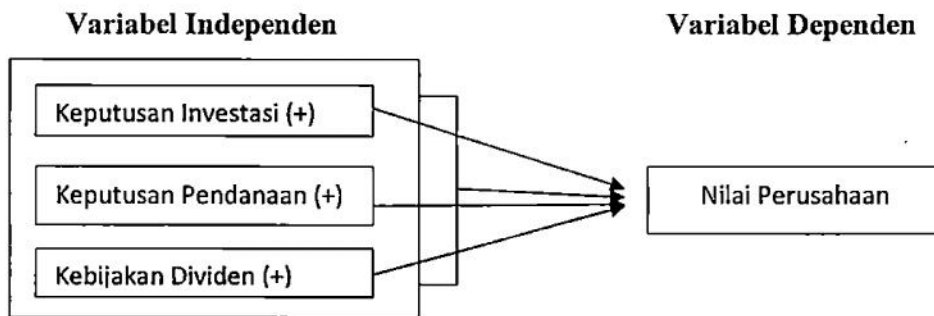
Sesuai dengan *signaling theory*, informasi tentang *cash dividend* yang dibayarkan dianggap investor sebagai sinyal prospek perusahaan di masa yang akan datang. Fama dan French dalam Wijaya dkk (2010) menemukan bahwa investasi yang dihasilkan dari kebijakan dividen memiliki informasi yang positif tentang perusahaan di masa yang akan datang, selanjutnya akan

berdampak pada nilai perusahaan. Dalam teori *Bird in the Hand* diungkapkan bahwa pemegang saham lebih menyukai dividen tinggi karena adanya anggapan bahwa mendapat dividen tinggi saat ini resikonya lebih kecil dari pada mendapat *capital gain* di masa mendatang. Sesuai dengan hipotesis kebijakan dividen relevan, perusahaan akan membayar dividen yang besar kepada pemegang saham karena dapat meningkatkan nilai perusahaan. Pengumuman meningkatnya dividen telah meningkatkan *return* saham dan dapat digunakan sebagai penangkal isu yang tidak diharapkan perusahaan di masa yang akan datang.

H₃ : Kebijakan Dividen berpengaruh positif terhadap Nilai Perusahaan.

D. Model Penelitian

Penelitian ini dapat digambarkan dengan model seperti di bawah ini:



Gambar. 2.1
Model Penelitian