BAB II
TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Nilai Perusahaan

Nilai perusahaan diartikan sebagai harga yang bersedia dibayar oleh investor seandainya suatu perusahaan tersebut akan dijual (Sartono, 2010). Menurut Hariyanto dan Lestari (2015), nilai perusahaan dapat diukur dari berbagai aspek yang salahs atunya adalah harga saham perusahaan, karena harga saham mencerminkan penilaian investor atas keseluruhan ekuitas yang dimiliki.

Manajer keuangan perlu menentukan tujuan yang hendak dicapai sebelum membuat keputusan keuangan. Memaksimumkan nilai perusahaan berarti memaksimumkan kemakmuran para pemegang saham (Dewi dan Wirajaya, 2013). Semakin tinggi nilai perusahaan maka semakin makmur para pemegang saham.

Nilai perusahaan dapat dihitung dengan menggunakan *Price to Book Value (PBV)*. PBV merupakan rasio yang menunjukkan hasil perbandingan antara harga pasar per lembar saham dengan nilai buku per lembar saham (Hamidah dan Umdiana, 2017).

2. Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri (Sartono, 2010). Menurut Dewi dan Wirajaya (2013) kreditor dan investor

ekuitas sangat memerlukan analisis mengenai profitabilitas. Bagi kreditor, laba merupakan sumber pembayaran pokok pinjaman serta bunganya. Sedangkan bagi investor ekuitas, salah satu faktor penentu perubahan nilai efek adalah laba. Investor akan senang apabila profitabilitas tinggi. Profitabilitas sangat diperhatikan oleh pemegang saham maupun calon investor karena berkaitan dengan harga saham dan tingkat pengembalian yang akan diterima (Mayogi dan Fidiana, 2016). Pengembalian yang akan diterima investor berupa dividen dan *capital gain*.

Menurut *bird in the hand theory*, investor memandang pembayaran dividen lebih pasti daripada *capital gain*. Pembayaran dividen akan mengurangi ketidakpastian. Investor lebih menyukai pendapatan saat ini karena diterima saat ini daripada *capital gain* yang belum pasti dan akan diterima di masa mendatang. Perusahaan dengan laba yang tinggi mampu membayar dividen yang lebih tinggi (Brigham dan Houston, 2001). Investor lebih menyukai laba yang tinggi karena perusahaan dengan laba yang tinggi berarti perusahaan tersebut mempunyai prospek yang baik. Menurut *signaling theory*, investor menyukai perusahaan dengan prospek yang baik sehingga perusahaan dengan laba yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan.

Ada bermacam-macam cara untuk menilai profitabilitas dan sangat tergantung pada laba. Aktiva atau modal yang akan dibandingkan dengan laba yang berasal dari operasi perusahaan atau laba netto sesudah pajak dengan modal sendiri. Oleh karena itu, antara perusahaan satu dengan

perusahaan lainnya mempunyai perbedaan cara dalam menentukan profitabilitas. Metode menghitung profitabilitas setiap perusahaan tidak harus sama karena tujuan utamanya adalah mengukur tingkat efisiensi penggunaan modal pada masing-masing perusahaan (Mayogi dan Fidiana, 2016).

Salah satu ukuran rasio profitabilitas yang sering juga digunakan adalah *Return on Equity (ROE)*. ROE secara eksplisit menganalisis profitabilitas perusahaan bagi pemilik saham biasa yang berarti bahwa bunga dan dividen dimasukkan dalam analisis (Hanafi dan Halim, 2014).

3. Kebijakan Hutang

Kemajuan dan pertumbuhan suatu perusahaan adalah sesuatu yang diinginkan. Perusahaan akan melakukan banyak cara untuk mewujudkannya, salah satu cara tersebut yaitu melakukan ekspansi. Akan tetapi, untuk melakukan ekspansi perusahaan pasti akan membutuhkan modal dana yang besar. Perusahaan memerlukan tambahan dana guna memperlancar kinerja dan operasional perusahaan.

Kebijakan utang merupakan langkah yang diambil manajemen perusahaan untuk mendapatkan sumber pembiayaan eksternal dalam membiayai operasi perusahaan (Mayogi dan Fidiana, 2016). Perusahaan meningkatkan hutang untuk membiayai investasinya agar memiliki struktur modal yang optimal sehingga hasil dari peningkatan hutang tersebut sebagian dapat digunakan untuk pembayaran dividen. Menurut *trade-off theory* yang diungkapkan oleh Myers (2001), perusahaan akan

berhutang sampai pada tingkat utang tertentu, dimana penghematan pajak dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan *(financial distress)*. Biaya kesulitan keuangan *(financial distress)* adalah biaya kebangkrutan yang meningkat akibat dari turunnya kredibilitas suatu perusahaan. *Trade-off theory* dalam menentukan struktur modal yang optimal memasukkan beberapa faktor antara lain pajak, biaya keagenan *(agency costs)* dan biaya kesulitan keuangan *(financial distress)* tetapi tetap mempertahankan asumsi efisiensi pasar dan *symmetric information* sebagai imbangan dan manfaat penggunaan utang. Sejauh manfaat lebih besar, penambahan hutang masih diperkenankan. Apabila pengorbanan karena penggunaan hutang sudah lebih besar, maka tambahan hutang sudah tidak diperbolehkan.

Menurut teori *signaling* yang dikemukakan oleh Ross (1977) dalam Hanafi (2014), manajer ingin meningkatkan harga saham dengan cara menyampaikan kepada investor bahwa prospek perusahaan baik. Manajer melakukan peningkatan hutang sebagai sinyal jika perusahaan yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Dengan demikian, kebijakan hutang merupakan sinyal yang positif.

Salah satu ukuran rasio utang adalah *Debt to Equity Ratio (DER)*. Rasio ini digunakan untuk mengukur tingkat penggunaan utang terhadap total modal sendiri. Semakin besar DER menunjukkan bahwa semakin besar kewajibannya.

4. *Free Cash Flow (FCF)*

Free Cash Flow adalah kas dari aktivitas operasi dikurangi perubahan modal bersih dan perubahan modal kerja yang menunjukkan kas yang bebas untuk digunakan sebagai pelunasan utang atau imbal hasil ke pemegang saham (Subramanyam dan Wild, 2010). Sementara itu, menurut Brigham dan Houston (2006), *Free Cash Flow* berarti arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan.

Free cash flow diperoleh dari arus kas bebas operasi yang dikurangi arus kas bebas investasi kemudian ditambah dengan arus kas bebas pendanaan. Perusahaan dengan *free cash flow* yang besar dapat meningkatkan pembayaran dividen.

Nilai perusahaan dapat dilihat dari tingkat *free cash flow*. Perusahaan dengan *free cash flow* yang besar lebih disukai investor karena perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi mempunyai prospek yang baik sehingga dapat meningkatkan harga saham. Perubahan harga saham tersebut diartikan oleh investor sebagai sinyal positif meningkatnya nilai perusahaan.

5. Kebijakan Dividen

Kebijakan dividen merupakan keputusan yang diambil oleh perusahaan tentang besarnya laba yang akan ditahan dan yang dibagikan

sebagai dividen (Mayogi dan Fidiana, 2016). Menurut Hanafi (2014), terdapat *bird in the hand theory* yang mengemukakan tentang kebijakan dividen.

Menurut *bird in the hand theory*, investor memandang pembayaran dividen lebih pasti daripada *capital gain*. Pembayaran dividen akan mengurangi ketidakpastian. Investor lebih menyukai pendapatan saat ini karena diterima saat ini daripada *capital gain* yang belum pasti dan akan diterima di masa mendatang. Di samping itu, menurut Mayarina dan Mildawati (2017), jika perusahaan melakukan pembayaran dividen maka investor akan menganggap kondisi perusahaan saat ini dan yang akan datang relatif lebih baik. Oleh karena itu, perusahaan yang membayar dividen menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek yang baik sehingga kebijakan membayar dividen akan dianggap oleh investor sebagai sinyal positif.

Kebijakan dividen perusahaan dapat dilihat dari *Dividend Payout Ratio (DPR)*. DPR menunjukkan rasio dividen dengan laba bersih yang diperoleh perusahaan (Brigham dan Houston, 2004).

B. Penelitian Terdahulu

Menurut Mayogi dan Fidiana (2016) dalam penelitian yang berjudul "Pengaruh Profitabilitas, Kebijakan Dividen dan Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan" dengan obyek penelitian perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, profitabilitas dan kebijakan dividen berpengaruh positif

signifikan terhadap nilai perusahaan. Kebijakan hutang tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Menurut Hariyanto dan Lestari (2015) dalam penelitian yang berjudul "Pengaruh Struktur Kepemilikan, IOS dan ROE terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan *Food and Beverage*", kepemilikan manajerial dan ROE tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kepemilikan institusional berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. IOS berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Menurut Khuzaini, *et al*. (2017) dalam penelitian yang berjudul "*Influence of Profitability, Investment Opportunity Set (IOS), Leverage and Dividend Policy on Firm Value in The L Service in Indonesia Stock Exchange*", *profitability* dan IOS berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. *leverage* dan *dividend policy* tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Menurut Hamidah dan Umdiana (2017) dalam penelitian yang berjudul "Pengaruh Profitabilitas dan *Investment Opportunity Set (IOS)* terhadap Nilai Perusahaan dengan Harga Saham sebagai Variabel Intervening" dengan obyek penelitian perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI, profitabilitas dan IOS berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham. Profitabilitas dan IOS berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Harga saham tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Menurut Dewi dan Wirajaya (2013) dalam penelitian yang berjudul "Pengaruh Struktur Modal, Profitabilitas dan Ukuran Perusahaan pada Nilai Perusahaan" dengan obyek penelitian perusahaan manufaktur yang terdaftar di

BEI, struktur modal berpengaruh negatif signifikan terhadap nilai perusahaan. Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan.

Menurut Harijanto dan Mildawati (2017) dalam penelitian yang berjudul "Pengaruh Arus Kas Bebas terhadap Nilai Perusahaan Dimediasi Manajemen Laba" dengan obyek penelitian perusahaan manufaktur sektor industri barang konsumsi yang terdaftar di BEI, arus kas bebas berpengaruh negatif signifikan terhadap manajemen laba. Arus kas bebas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Manajemen laba berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Menurut Rizqia, *et al*. (2013) dalam penelitian yang berjudul "*Effect of Managerial Ownership, Financial Leverage, Profitability, Firm Size, and Investment Opportunity on Dividend Policy and Firm Value*" dengan obyek penelitian perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI, *managerial ownership* dan *investment opportunity* berpengaruh negatif signifikan terhadap *dividend policy. Financial leverage, profitability,* dan *firm size* tidak berpengaruh terhadap *dividend policy. Managerial ownership, financial leverage, profitability, firm size, investment opportunity,* dan *dividend policy* berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Menurut Mayarina dan Mildawati (2017) dalam penelitian yang berjudul "Pengaruh Rasio Keuangan dan FCF terhadap Nilai Perusahaan: Kebijakan Dividen sebagai Pemoderasi" dengan obyek penelitian perusahaan *property* dan *real estate* yang terdaftar di BEI, profitabilitas berpengaruh positif

signifikan terhadap kebijakan dividen. Likuiditas, *leverage*, dan FCF tidak berpengaruh terhadap kebijakan dividen. Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Likuiditas, *leverage*, dan FCF tidak berpengaruh terhadap nilai perusahaan. Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

Menurut Hadianto dan Herlina (2010) dalam penelitian yang berjudul "Prediksi Arus Kas Bebas, Kebijakan Utang, dan Profitabilitas terhadap Kemungkinan Dibayarkannya Dividen" dengan obyek penelitian emiten pembentuk kompas 100 yang terdaftar di BEI, arus kas bebas tidak berpengaruh terhadap kemungkinan pembayaran dividen. Kebijakan utang dan profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kemungkinan pembayaran dividen.

Menurut Arfan dan Maywindlan (2013) dalam penelitian yang berjudul "Pengaruh Arus Kas Bebas, *Collateralizable Assets* dan Kebijakan Utang terhadap Kebijakan Dividen pada Perusahaan yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index", arus kas bebas dan *collateralizable assets* berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen. Kebijakan utang berpengaruh negatif signifikan terhadap kebijakan dividen.

C. Penurunan Hipotesis

1. Profitabilitas terhadap Kebijakan Dividen

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri

(Sartono, 2010). Menurut *bird in the hand theory*, investor memandang pembayaran dividen lebih pasti daripada *capital gain*. Pembayaran dividen akan mengurangi ketidakpastian sehingga pembayaran dividen lebih disukai oleh investor. Perusahaan dengan laba yang tinggi mampu membayar dividen yang lebih tinggi (Brigham, 2001). Menurut pernyataan tersebut dapat disimpulkan bahwa meningkatnya laba perusahaan dapat meningkatkan pembayaran dividen. Menurut penelitian yang dilakukan Mayarina dan Mildawati (2017), profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

H1: Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen perusahaan

2. Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan

Profitabilitas sangat diperhatikan oleh pemegang saham maupun calon investor karena berkaitan dengan prospek perusahaan (Mayogi dan Fidiana, 2016). Perusahaan dengan laba yang tinggi berarti mempunyai prospek yang baik. Semakin tinggi laba perusahaan semakin tinggi pula kepercayaan investor atau pemegang saham karena memaksimumkan kekayaannya dan akan mendapat sinyal positif dari investor. Hal ini sesuai dengan *signaling theory*.

Penelitian yang dilakukan Mayogi dan Fidiana (2016) dan Khuzaini, *et al*. (2017), profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Hamidah dan Umdiana (2017).

H2: Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

3. Kebijakan Hutang terhadap Kebijakan Dividen

Kebijakan utang merupakan langkah yang diambil manajemen perusahaan untuk mendapatkan sumber pembiayaan eksternal dalam membiayai operasi perusahaan (Hanafi, 2014). Perusahaan meningkatkan hutang untuk membiayai investasinya apabila kondisi perusahaan dalam keadaan *under leverage* sehingga kebijakan meningkatkan hutang ini dilakukan agar memiliki struktur modal yang optimal. Perusahaan akan berhutang sampai pada tingkat utang tertentu, dimana penghematan pajak dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan *(financial distress)*. Hal ini sesuai dengan *trade-off theory*. Hasil dari peningkatan hutang tersebut sebagian dapat digunakan untuk membayar dividen agar nilai perusahaan tidak mengalami penurunan. Hasil penelitian yang dilakukan Rizqia, *et al.* (2013), perusahaan memiliki hutang tinggi namun juga membayar dividen dan memiliki nilai perusahaan yang tinggi.

H3: Kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen

4. Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan

Kebijakan hutang adalah kebijakan perusahaan dalam mendapatkan sumber pembiayaan eksternal dalam membiayai operasi perusahaan (Mayogi dan Fidiana, 2016). Perusahaan yang meningkatkan hutang dapat

diartikan oleh investor sebagai sinyal positif bahwa perusahaan yakin dengan prospek perusahaan di masa mendatang. Hal ini sesuai dengan teori *signaling* yang dikemukakan oleh Ross (1977) dalam Hanafi (2014). Penelitian yang dilakukan Rizqia, *et al*. (2013) menyatakan bahwa kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

H4: Kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

5. *Free Cash Flow (FCF)* terhadap Kebijakan Dividen

Brigham dan Houston (2006), *free cash flow (FCF)* berarti arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor setelah perusahaan menempatkan seluruh investasinya pada aktiva tetap, produk-produk baru dan modal kerja yang dibutuhkan untuk mempertahankan operasi yang sedang berjalan. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan *free cash flow* yang besar dapat meningkatkan pembayaran dividen. Penelitian yang dilakukan oleh Arfan dan Maywindlan (2013) menyatakan bahwa arus kas bebas berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen.

H5: FCF berpengaruh positif signifikan terhadap kebijakan dividen

6. *Free Cash Flow (FCF)* terhadap Nilai Perusahaan

Perusahaan dengan *free cash flow* yang besar lebih disukai investor karena perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi mempunyai prospek yang baik sehingga dapat meningkatkan harga saham. Perubahan harga

saham tersebut diartikan oleh investor sebagai sinyal positif meningkatnya nilai perusahaan. Penelitian yang dilakukan oleh Harijanto dan Mildawati (2017) menyatakan bahwa FCF berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan.

H6: FCF berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

7. Kebijakan Dividen terhadap Nilai Perusahaan

Bird in the hand theory menyatakan bahwa investor lebih memandang pembayaran dividen lebih pasti daripada *capital gain*. Pembayaran dividen akan mengurangi ketidakpastian (Hanafi, 2014). Artinya, investor lebih menyukai pendapatan saat ini karena diterima saat ini daripada *capital gain* yang belum pasti dan akan diterima di masa mendatang sehingga dividen yang tinggi dapat meningkatkan nilai perusahaan. Di samping itu, menurut Mayarina dan Mildawati (2017), jika perusahaan melakukan pembayaran dividen maka investor akan menganggap kondisi perusahaan saat ini dan yang akan datang relatif lebih baik. Oleh karena itu, perusahaan yang membayar dividen menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek yang baik sehingga kebijakan membayar dividen akan dianggap oleh investor sebagai sinyal positif.

Hasil penelitian yang dilakukan Mayogi dan Fidiana (2016), kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan. Penelitian ini sejalan dengan penelitian Rizqia, *et al*. (2013).

H7: Kebijakan dividen berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan

8. Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan/laba (Sartono, 2010). Perusahaan dengan laba yang tinggi, mampu membayar dividen sehingga nilai perusahaan dapat meningkat. Menurut *bird in the hand theory,* pembayaran dividen lebih disukai oleh investor karena akan mengurangi ketidakpastian. Di samping itu, perusahaan yang membayar dividen menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek yang baik sehingga kebijakan membayar dividen akan dianggap oleh investor sebagai sinyal positif. Oleh sebab itu, kebijakan dividen dapat memediasi pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan.

H8: Profitabilitas berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel intervening

9. Kebijakan Hutang terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening

Pembiayaan operasi perusahaan dapat dilakukan dengan melakukan kebijakan hutang yang merupakan sumber dana eksternal (Hanafi, 2014). Perusahaan meningkatkan hutang untuk membiayai investasinya apabila kondisi perusahaan dalam keadaan *under leverage* sehingga kebijakan meningkatkan hutang ini dilakukan agar memiliki struktur modal yang optimal. Menurut *trade-off theory,* perusahaan akan berhutang sampai pada

tingkat utang tertentu, dimana penghematan pajak dari tambahan hutang sama dengan biaya kesulitan keuangan *(financial distress)*. Hasil dari peningkatan hutang tersebut sebagian dapat digunakan untuk membayar dividen. Pembayaran dividen lebih disukai investor karena pembayaran dividen akan mengurangi ketidakpastian sehingga akan meningkatkan nilai perusahaan. Hal ini sesuai dengan *bird in the hand theory.* Di samping itu, perusahaan yang membayar dividen menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek yang baik sehingga kebijakan membayar dividen akan dianggap oleh investor sebagai sinyal positif. Dengan demikian, kebijakan dividen dapat memediasi pengaruh kebijakan hutang terhadap nilai perusahaan.

H9: Kebijakan hutang berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel intervening

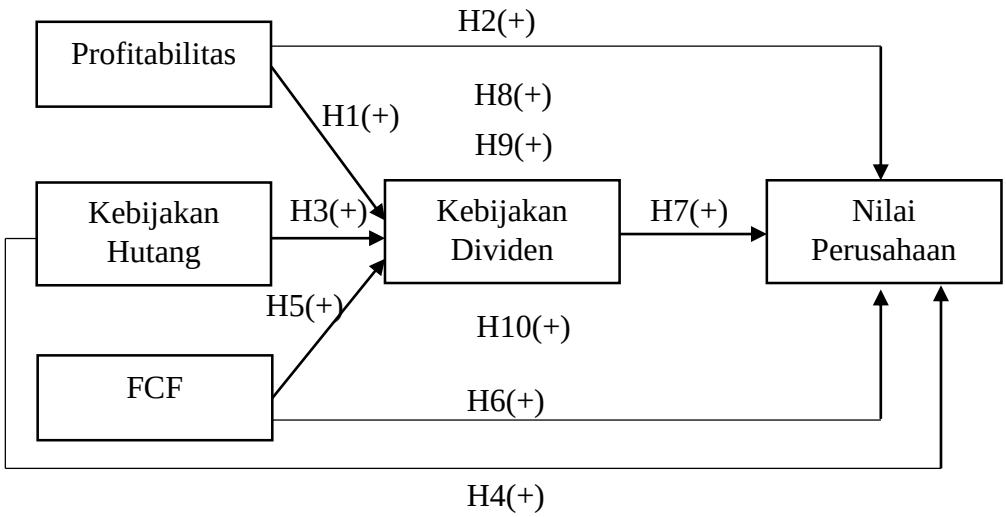
10. FCF terhadap Nilai Perusahaan melalui Kebijakan Dividen sebagai Variabel Intervening

Brigham dan Houston (2006), *free cash flow* berarti arus kas yang benar-benar tersedia untuk didistribusikan kepada seluruh investor setelah perusahaan membiayai investasinya. Perusahaan dengan *free cash flow* yang tinggi dapat meningkatkan pembayaran dividen. Menurut *bird in the hand theory*, pembayaran dividen akan menyenangkan pemegang saham karena mengurangi ketidakpastian yang selanjutnya akan meningkatkan nilai perusahaan. Di samping itu, perusahaan yang membayar dividen

menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki prospek yang baik sehingga kebijakan membayar dividen akan dianggap oleh investor sebagai sinyal positif. Dengan demikian, kebijakan dividen dapat memediasi pengaruh *free cash flow* terhadap nilai perusahaan.

H10: FCF berpengaruh positif signifikan terhadap nilai perusahaan melalui kebijakan dividen sebagai variabel intervening

D. Model Penelitian



Gambar 2.1
Model Penelitian